

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd
Institut ekonomických studií

Diplomová práce

2003

Luděk Koleček

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd
Institut ekonomických studií

DIPLOMOVÁ PRÁCE

**Porovnání vývoje akciového trhu v České republice
a v Polsku**

Vypracoval: Luděk Koleček
Konzultant: Doc. Ing. Jiří Havel, CSc.
Akademický rok: 2002/2003

Poděkování

Magdě za všechnu pomoc.

Doc. Havlovi, Yaremu Okhrinovi a Joannie Michno za cenné připomínky a konzultace.

Tato diplomová práce vznikla za podpory Sasakawa Young Leaders Fellowship Fund Univerzity Karlovy v Praze.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 11.5.2003

podpis studenta

Abstrakt

Práce je zaměřena na porovnání vývoje akciových trhů v české republice a Polsku. Akciové trhy v obou zemích vznikly na začátku 90. let.. Polský přístup, na rozdíl od českého, byl od počátku charakterizován přísnou regulací kapitálových trhů. Úroveň právních norem a regulace se postupně během let v obou zemích vyrovnala, česká republika však stále zaostává v efektivitě práva – dodržování a vynucování pravidel.

Indikátory tržní integrace, které byly spočteny na základě mezinárodního CAPM, ukazují na podobnou míru tržní integrace se světovým portfoliem. Velikost trhu měřená poměrem kapitalizace/HDP je stejná, malý rozdíl je možné pozorovat při porovnání tržní likvidity, kde je polský trh mírně aktivnější. Zásadní rozdíl mezi oběma trhy je možné nalézt v rozsahu primárních emisí akcií. Polský trh poskytuje místo k získávání externích zdrojů financování, zatímco na druhé straně v České republice nebyla od začátků novodobého obchodování uskutečněna na pražské burze ani jedna emise IPO.

Abstract

The thesis aims on the comparison of the development of stock markets in the Czech Republic and Poland. The stock markets were established in both countries in the early 90's. The Polish approach was, in contrast to the Czech case, from the beginning characterised by strict regulation of capital markets. The level of institutional framework and regulation has been equated in the time in both countries, but the Czech Republic still lags behind in enforcement of the law.

The indicator of market integration based on the international CAPM signalised similar level of market integration with world portfolio. The market size measured by the ratio capitalisation/GDP is the same, a small difference can be observed in the market liquidity, where the Polish market is slightly more active. The main difference between both stock markets can be identified in an extent of initial public offerings. The Polish market provides a place to raise external capital; on the other hand, there has been not a single IPO at the Czech market since the beginning of trading.

Obsah

SEZNAM TABULEK	7
SEZNAM GRAFŮ	8
ÚVOD	9
1 INSTITUCE AKCIOVÝCH TRHŮ	11
1.1 POLSKÝ TRH	11
1.1.1 KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY (KPWiG)	11
1.1.2 NÁRODNÍ DEPOZIT CENNÝCH PAPÍRŮ (KDPW)	12
1.1.3 BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ (GPW)	12
1.1.4 CENTRÁLNÍ TABULE NABÍDEK (CeTO)	14
1.2 ČESKÝ TRH	14
1.2.1 KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY (KCP)	14
1.2.2 STŘEDISKO CENNÝCH PAPÍRŮ (SCP)	15
1.2.3 BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA (BCPP)	15
1.2.4 RM-SYSTÉM	17
2 REGULACE, KVALITA INSTITUCIONÁLNÍHO PROSTŘEDÍ	18
2.1 KORPORÁTNÍ PRÁVO, OCHRANA MINORITNÍCH AKCIONÁŘŮ	19
2.2 PRÁVNÍ ÚPRAVA OBCHODOVÁNÍ S CENNÝMI PAPÍRY, REGULACE	21
2.2.1 REGULACE	21
2.2.2 KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY	22
2.2.3 INFORMAČNÍ POVINNOST	25
2.2.4 POVINNÝ ODKUP	26
2.2.5 REGULACE OBCHODNÍKŮ S CENNÝMI PAPÍRY	27
2.2.6 CENTRALIZOVANÉ OBCHODOVÁNÍ	29
2.2.7 SAMOREGULACE	30
2.3 EFEKTIVITA PRÁVA	30
2.4 HODNOCENÍ	32
3 OBCHODOVÁNÍ NA POLSKÉM A ČESKÉM TRHU	35
3.1 VZNIK POLSKÉHO AKCIOVÉHO TRHU	35

3.1.1	PRIMÁRNÍ EMISE	36
3.1.2	MASOVÁ PRIVATIZACE	37
3.2	VZNIK ČESKÉHO AKCIOVÉHO TRHU	39
3.3	POPIS ČESKÉHO A POLSKÉHO AKCIOVÉHO TRHU	42
3.3.1	VELIKOST TRHU	42
3.3.2	LIKVIDITA	46
3.3.3	OBCHODOVÁNÍ NA VEŘEJNÝCH A MIMO VEŘEJNÉ TRHY	49
3.3.4	TRH S TERMÍNOVÝMI KONTRAKTY	50
3.3.5	DLUHOPISOVÝ TRH	50
3.3.6	VÝVOJ BURZOVNÍCH INDEXŮ	52
3.4	ÚLOHA INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ	54
4	MARKET INTEGRATION	56
4.1	INTERNATIONAL CAPM (ICAPM)	56
4.2	ICAPM A INTEGRACE	58
4.3	DATA A DESKRIPTIVNÍ STATISTIKA	59
4.4	KONSTRUKCE MISPRICING FAKTOR – KOEFICIENT INTEGRACE	60
4.5	VÝSLEDEK A ZÁVĚRY	61
4.5.1	PLOVOUCÍ REGRESE	62
5	VEŘEJNÁ NABÍDKA PRIMÁRNÍ EMISE AKCIÍ (IPO)	64
5.1	MOŽNOSTI FINANCOVÁNÍ	64
5.2	PROCES IPO	65
5.3	PROBLÉMY V ČR	71
5.3.1	DVOJÍ ZÁPIS DO OBCHODNÍHO REJSTŘÍKU	71
5.3.2	DISPOZICE S PRÁVY NA AKCIE	73
5.3.3	UVEŘEJNĚNÍ PROSPEKTU EMITENTA	74
5.3.4	JMENOVITÁ HODNOTA A EMISNÍ KURS	74
5.3.5	NEZVRATNOST ZVYŠOVÁNÍ ZÁKLADNÍHO KAPITÁLU	75
5.4	DALŠÍ PŘEKÁŽKY	75
5.5	SHRUTÍ	76
ZÁVĚR		78
LITERATURA		80

Seznam tabulek

TABULKA 1 VYBRANÉ PODMÍNKY PRO KOTACI NA JEDNOTLIVÝCH TYPECH TRHŮ	13
TABULKA 2 INDEX EFEKTIVITY PRÁVA	32
TABULKA 3 INDEX SPRÁVY AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ	32
TABULKA 4 POČET SPOLEČNOSTÍ NA GPW A BCPP	45
TABULKA 5 OBJEMY TRANSAKČÍ S AKCIEMI PODLE DRUHU OBCHODU (V % CELKOVÉHO OBJEMU OBCHODŮ NA BCPP RESP. GPW)	48
TABULKA 6 OBJEMY OBCHODŮ S AKCIEMI NA JEDNOTLIVÝCH DRUZÍCH TRHŮ V ROCE 2001	49
TABULKA 7 DOMÁCÍ DLUHOVÉ CENNÉ PAPIRY (%HDP), 2000	50
TABULKA 8 OBJEMY OBCHODŮ S DLUHOPISY NA BCPP A GPW (MIL. DOLARŮ).....	51
TABULKA 9 POMĚR PODÍLU OBCHODŮ S AKCIE A DLUHOPISY NA BCPP A GPW (V % SOUČTU OBJEMU OBCHODŮ AKCIÍ A DLUHOPISŮ)	51
TABULKA 10 MĚSÍČNÍ DOLAROVÝ VÝNOS V OBDOBÍ 1995-2002	60
TABULKA 11 KOEFICIENT INTEGRACE $\hat{\theta}$ PRO OBDOBÍ 1995-2002	61
TABULKA 12 J-STATISTIC.....	61
TABULKA 13 DESKRIPTIVNÍ STATISTIKA UKAZATELŮ INTEGRACE ZA OBDOBÍ 1995-2002.....	63
TABULKA 14 ZPŮSOBY FINANCOVÁNÍ SPOLEČNOSTÍ A JEJICH INVESTIC (% INVESTIC).....	64
TABULKA 15 HODNOTA NAVÝŠENÉHO KAPITÁLU V POLSKU V LETECH 1994-2002	68
TABULKA 16 POČTY EMISÍ POLSKÝCH FIREM NA GPW V LETECH 1991-2000	68
TABULKA 17 ODHAD ČASOVÉ NÁROČNOSTI JEDNOTLIVÝCH KROKŮ IPO V ČESKÉ REPUBLICCE....	69
TABULKA 18 DOBA REALIZOVÁNÍ EMISE U VYBRANÝCH SPOLEČNOSTÍ NA GPW A CETO.....	69
TABULKA 19 POPIS JEDNOTLIVÝCH KROKŮ A ČAS NA JEJICH VYKONÁNÍ V PŘÍPADĚ VSTUPU SPOLEČNOSTI MICROSOFT SA NA GPW	70

Seznam grafů

GRAF 1 KAPITALIZACE BCPP A GPW (% HDP)	43
GRAF 2 KAPITALIZACE BCPP A GPW (MIL. DOLARŮ)	43
GRAF 3 OBJEMU OBCHODŮ S AKCIEMI NA BCPP A GPW (V % HDP)	47
GRAF 4 OBJEMU OBCHODŮ S AKCIEMI NA BCPP A GPW (JAKO POMĚR KU KAPITALIZACI)	48
GRAF 5 VÝVOJ INDEXŮ PX50 A WIG	53
GRAF 6 VÝVOJ INDEXU PX50 A REÁLNÉHO PX50	53
GRAF 7 VÝVOJ INDEXU WIG A REÁLNÉHO INDEXU WIG	54
GRAF 8 MAJETEK SPRAVOVANÝ INVESTIČNÍMI FONDY (V MIL. DOLARŮ)	55
GRAF 9 VÝVOJ KOEFICIENTU INTEGRACE V ČESKU A POLSKU V OBDOBÍ 1995-2002	63

Úvod

Kapitálové trhy jsou jednou z nedílných součástí kapitalistického hospodářství. Po rozpadu plánovaného hospodářství v bývalých komunistických republikách bylo zřejmé, že i zde vznikne během několika let kapitálový trh a s ním i jeho součást – trh akciový. Kapitálový trh je místo, kde se setkávají účastníci trhu, aby mezi sebou vzájemně směnili komodity. Jedni nabízejí volné finanční prostředky a hledají vhodné investice, druzí naopak nabízejí investiční příležitosti, ale mají nedostatek volných prostředků.

Akciový trh jako jedna z částí kapitálového trhu začal vznikat v souvislosti se vznikem akciových společností v 18. století. Nejdříve hrály významnou roli burzy v Amsterdamu a Rotterdamu, postupně se ale s rozvojem celého hospodářství a úspěchem průmyslové revoluce v Anglii přesunula váha na londýnskou burzu. To souviselo jistě i s rozmachem velkých obchodních společností v Anglii, které pro další rozvoj svého obchodu s koloniemi potřebovaly získat další finanční prostředky. Opravdový rozkvět zažil akciový trh v 19. století ve Spojených státech. Od té doby rostou nejen samotné akciové trhy ale i jejich význam v rámci celého hospodářství.

Ve své diplomové práci se zaměřím na to, jak se dvě transformující se země – Česko a Polsko – vypořádaly se vznikem svého akciového trhu. Mnozí vnímají Polsko jako příklad poměrně úspěšného pokroku a jeho akciový trh je označován za nejlepší mezi transformujícími se zeměmi ve střední a východní Evropě. Naopak český trh se stal pro mnohé synonymem kriminality. Česká republika přitom na první pohled vykazovala tržní ukazatele srovnatelné s parametry některých rozvinutých trhů, v počtu listovaných společností dokonce konkurovala burze v Londýně. Podle čeho tedy můžeme rozhodnout, že je ten který akciový trh lepší či horší?

Na vznikající akciový trh mělo vliv několik faktorů. Byl to jistě způsob vytvoření institucionálního rámce, který byl dán přístupem k celé transformaci v té které zemi. Dále obě země také zvolily různé způsoby privatizace, která samozřejmě stála za úplným počátkem akciového trhu v Polsku i Česku. Lišila se také rychlost vzniku těchto trhů, v Polsku začala burza již v roce 1991, ale pouze s malým počtem kótovaných titulů a jejich počet postupně rostl, v Česku bylo v roce 1993 a 1994 na trh skokově umístěno v rámci kupónové

privatizace několik stovek podniků. Rozvoj akciového trhu se tak trochu kryl s postupem celkové transformace země z plánovaného hospodářství, kde Polsko zvolilo spíše gradualistický způsob, zatímco Česká republika způsob šokový.

První kapitola je věnována stručnému popisu nejdůležitějších institucí v obou zemích, které mají co do činění s akciovými trhy. Druhá kapitola je pak zaměřena na porovnání a zhodnocení institucionálního vývoje a současného stavu v obou zemích. V další kapitole se pokusím o popsání vzniku akciových trhů a obchodování na jednotlivých trzích pomocí tradičních ukazatelů akciových trhů. V páté kapitole využiji jednu z metod pro porovnání integrace polské a české burzy se světovými trhy, přičemž toto měření může být bráno jako jedno z dalších měřítek rozvinutosti akciového trhu. Poslední kapitola se pak zabývá stavem primárního trhu akcií v Polsku a v Česku s důrazem na instrument primárních emisí akcií.

1 Instituce akciových trhů

Polský trh

Polský kapitálový trh patří k nejstarším v Evropě. První burza v Polsku byla otevřena ve Varšavě 12. května 1817 a bylo na ní obchodováno především s vládními dluhopisy a směnkami. Akciový trh se rozvinul až v druhé polovině 19. století, mimo burzy ve Varšavě byly v té době založeny burzy i v dalších polských městech – Katovicích, Krakově, Lvově, Lodži, Poznani a Vilně¹.

Mezi nejdůležitější instituce na polském kapitálovém trhu patří od jeho novodobých počátků po roce 1989 Burza cenných papírů – Giełda Papierów Wartościowych (GPW), Národní depozit cenných papírů – Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) a Komise pro cenné papíry – Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG). V roce 1996 k těmto institucím přibyl mimoburzovní trh – Centrální tabule nabídek – Centralna Tabula Ofert (CeTO).

1.1.1 Komise pro cenné papíry (KPWiG)

Regulační rámec polského kapitálového trhu je vždy dáván za vzor ostatním transformujícím se trhům střední a východní Evropy. Jeho základ byl položen zákonem o obchodu s cennými papíry, který byl v Polsku přijat 22. března 1991. Jako regulační orgán tento zákon ustavil Komisi pro cenné papíry (Komisja Papierów Wartościowych, zákonem z roku 1997 přejmenována na Komisi pro cenné papíry a burzy - KPWiG)². Mezi povinnosti KPWiG patří dozor nad dodržováním pravidel řádného obchodování a rovné konkurence a nad poskytováním rovného přístupu k informacím, zajišťování správného bezproblémového fungování trhu s cennými papíry a ochrana investorů. KPWiG dále uděluje povolení k veřejnému obchodování s cennými papíry a uděluje licence obchodníkům s cennými papíry.

¹ Fact Book GPW (2002)

² Polsky rynek kapitałowy i Komisja Papierów Wartościowych (2001)

V neposlední řadě je úkolem KPWiG příprava právních analýz a návrhů zákonů spojených s trhem cenných papírů jakož i organizování vzdělávacích programů.³

1.1.2 Národní depozit cenných papírů (KDPW)

Národní depozit cenných papírů (KDPW) má podobnou funkci jako Středisko cenných papírů v Čechách, je institucí, která vede registr všech veřejně obchodovaných cenných papírů. Rozdíl oproti českému Středisku cenných papírů je, že KDPW nefunguje pouze jako registr, ale také jako clearingové a vypořádací centrum pro všechny transakce na veřejném (GPW, CeTO) nebo neveřejném trhu s cennými papíry⁴. Od roku 1999 provádí KDPW vypořádání přes polskou centrální banku - Narodowy Bank Polski (NBP) - jako svoji clearingovou banku.⁵ Zakladatelem KDPW bylo ministerstvo financí a GPW, kontrolou na KDPW je pověřena KPWiG.

1.1.3 Burza cenných papírů (GPW)

Burza cenných papírů ve Varšavě byla znovu založena v dubnu 1991 jako akciová společnost, jejímž majoritním akcionářem se stalo Ministerstvo financí. Dalšími akcionáři jsou banky a další obchodníci s cennými papíry. První novodobé obchodování na varšavské burze cenných papírů se uskutečnilo necelý měsíc po přijetí zákona o veřejném obchodování s cennými papíry - 16. dubna 1991. V tento den se začalo na burze obchodovat s prvními pěti tituly, během prvního roku se na burze objevily další čtyři tituly a na počátku roku 1992 ještě dalších sedm.⁶

Naprostá většina transakcí s cennými papíry se v Polsku odehrává na veřejných trzích, těmi jsou Burza cenných papírů a mimoburzovní trh Centrální tabule nabídek. Burza cenných papírů je hlavním organizátorem obchodu s cennými papíry v Polsku a oproti CeTO hraje na trhu dominantní roli.

³ Charakterystyka i regulacje polskiego rynku kapitalowego (2002)

⁴ ECB (2002)

⁵ Fact Book GPW (2002)

⁶ Charakterystyka i regulacje polskiego rynku kapitalowego (2002)

Cenné papíry jsou kótovány na třech druzích trhů – hlavním, paralelním nebo volném trhu. Akcie jsou rozděleny mimo jiného podle velikosti emise, historie společnosti či hodnoty jejich akcií. Informační povinnost je ve všech trzích stejná, zařazení do jednotlivých trhů má především podávat informaci o likviditě a riziku vyplývajícím z velikosti, historie či hospodářských výsledků společnosti, s akciemi se zde obchoduje jak v kontinuálním tak v aukčním systému. Typ obchodování nezáleží od toho, na kterém trhu jsou akcie kótovány, ale od likvidity akcií. Nejlikvidnější akcie jsou obchodovány kontinuálně, méně likvidní potom v aukčním systému s jednou cenou a dvěma aukcemi denně. O tom, na jakém trhu a v jakém systému budou akcie jednotlivých společností obchodovány, rozhoduje představenstvo GPW.⁷ V roce 2001 bylo na GPW v kontinuálním systému obchodováno s 141 společnostmi a v aukčním systému s 89 společnostmi. Mimo kontinuálního a aukčního systému jsou na GPW uskutečňovány také blokové obchody.

Tabulka 1 Vybrané podmínky pro kotaci na jednotlivých typech trhů

	Hlavní trh	Paralelní trh	Volný trh
Minimální hodnota akcií připuštěných k obchodování	40 mil. zł ⁸	14 mil. zł	4 mil. zł
Minimální účetní hodnota Společnosti	65 mil. zł	22 mil. zł	4 mil. zł
Minimální hodnota akcií připuštěných k obchodování a držení akcionáři, kdy žádný z nich nevlastní více jak 5% hlasů	32 mil. zł	11 mil. zł	---
Minimální procento akcií připuštěných k obchodování a držení akcionáři, kdy žádný z nich nevlastní více jak 5% hlasů	25%	10%	---
Minimální počet akcionářů, kteří vlastní akcie připuštěné k obchodování	500	300	---
Období, pro které je společnost povinna zveřejnit auditované výsledky hospodaření	tři účetní období	dvě účetní období	jedno účetní období

Zdroj: Fact Book GPW (2002)

V roce 2001 bylo na GPW kótováno na hlavním trhu 130 společností, na vedlejším trhu 57 a na volném trhu 28 společností (v tom nejsou zahrnuty Národní investiční fondy, viz. níže)⁹.

⁷ Fact Book GPW (2002)

⁸ Hodnota kurz zlatého se v letech 1993-2002 pohybovala v rozmezí přibližně 10 - 7 Kč za 1 zloty.

⁹ <http://www.wse.com.pl/gpw/spws/czsp/czspnaen.html> - seznam všech podniků kótovaných na GPW

Vypořádání se řídí principem payment versus delivery, jak u kontinuálního tak u aukčního systému trvá T+3 dny.

1.1.4 Centrální tabule nabídek (CeTO)

Mimoburzovní OTC trh CeTO byl založen až v únoru 1996. Akcionáři se staly banky, makléřské firmy a stát, v roce 2000 se majoritním vlastníkem stala GPW¹⁰. Cílem bylo vytvořit mimoburzovní trh, který měl pomoci ke vstupu na veřejný trh jednak firmám, které se účastnily programu masové privatizace (PPP), a jednak menším firmám, které by mohly na veřejných trzích hledat kapitál pro své projekty a pro které je vstup přímo na burzu příliš náročný. Proto také podmínky pro kótování akcií na tomto trhu, co se týče informační povinnosti emitenta či kapitálových požadavků¹¹, jsou značně mírnější než podmínky pro kótování na GPW. V současné době jsou na CeTO kótovány akcie soukromých společností, dluhopisy komunální, státní i soukromých firem a také investiční certifikáty. CeTO je „price-driven market“, obchodování na něm probíhá kontinuálně.¹²

Český trh

1.1.5 Komise pro cenné papíry (KCP)

Základní institucí, která má za úkol regulaci kapitálového trhu v Česku je Komise pro cenné papíry. Ta v roce 1998 nahradila oddělení Ministerstva financí, které do té doby bylo kontrolou českého kapitálového trhu pověřeno. Mezi povinnosti KCP stejně jako v případě polské KPWiG patří dozor nad dodržováním pravidel řádného obchodování a rovné konkurence, stejně tak je orgánem, který uděluje povolení k veřejnému obchodování s cennými papíry a uděluje licence obchodníkům s cennými papíry. Dále je také dozorcím orgánem všech organizátorů trhů a vypořádacích institucí. Podrobněji je postavení obou Komisí porovnáno v kapitole 2.1.2.

¹⁰ ECB (2002)

¹¹ Požadavky na minimální účetní hodnotu, hodnotu vlastního jmění, dosažené zisky.

¹² Polsky rynek kapitałowy i Komisja Papierów Wartościowych (2001)

1.1.6 Středisko cenných papírů (SCP)

Středisko cenných papírů je centrálním registrem všech zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů., je vlastněno státem a bylo založeno Ministerstvem financí v roce 1993. Pomocí SCP lze vypořádat také obchodní i neobchodní převody. SCP vede účty jednotlivých účastníků a na příkazy od UNIVYCu (univerzálního vypořádacího centra BCPP) anebo RM-Systému poté SCP provede změnu vlastnictví na základě obchodů, které byly díky UNIVYCu resp. RM-Systému vypořádány. Stejně jako v Polsku je i v Česku clearingovou bankou centrální banka.¹³

1.1.7 Burza cenných papírů Praha (BCPP)

Pražská burza cenných papírů byla založena v prosinci 1992 a první obchodování bylo zahájeno 10. dubna 1993. BCPP je založena stejně jako varšavská burza na členském principu, kdy členy jsou banky (přibližně 50% procent) a obchodníci s cennými papíry.¹⁴ Cenné papíry jsou na BCPP kótovány na čtyřech druzích trhů – hlavním, vedlejším, volném a novém trhu.¹⁵

Základním trhem je trh hlavní, který se od vedlejšího odlišuje především objemem a likviditou obchodů. Průměrný denní objem obchodů činí na hlavním trhu v období jednoho roku minimálně 1 mil. Kč. Další podmínkou je, že objem emise představuje alespoň 200 mil. Kč - minimálně 20% z celé emise cenných papírů (u vedlejšího trhu alespoň 100 mil. Kč, minimálně alespoň 15% z celkové emise cenných papírů). Doba podnikatelské činnosti emitentů musí přesáhnout 2 roky jak u hlavního tak u vedlejšího trhu. Vydavatelé cenných papírů musí na obou trzích pravidelně každé čtvrtletí poskytovat informace o svém hospodaření. Nezbytné je i zveřejnění ročních výsledků, informací z valných hromad, zasílání výročních zpráv a poskytování informací s vlivem na změny kurzu cenného papíru.

Podmínky pro přijetí na volný trh Burzy cenných papírů Praha závisí na rozhodnutí Burzovního výboru pro burzovní obchody. Tento subjekt může stanovit i další podmínky

¹³ ECB (2002)

¹⁴ Jílek (1997)

¹⁵ Na novém trhu není doposud kótován žádný cenný papír,

registrace. Společnosti na volném trhu nemají až na výjimky žádnou informační povinnost. Na volném trhu se podle posledních údajů obchoduje s nejvíce cennými papíry.

Posledním trhem BCPP je nový trh. Ten je určen pro mladé, rychle expandující společnosti, pro podniky se špičkovou technologií. Základními podmínkami pro přijetí cenného papíru na nový trh je: výše základního jmění přesahující 10 mil. korun, doba podnikatelské činnosti delší než 1 rok, počet akcií v emisi vyšší než 100.000 kusů, tržní kapitalizace alespoň 20 mil. korun, podíl emise vydané na základě veřejné nabídky alespoň 15 % na celkové emisi. Emitenti na novém trhu musí kromě toho plnit i informační povinnosti shodné s vydavateli cenných papírů na hlavním a vedlejším trhu. Musí poskytovat čtvrtletní a roční hospodářské výsledky, zasílat informace z valných hromad a s vlivem na kurs, dodávat výroční zprávy. Na rozdíl od ostatních trhů připravuje emisi a ručí za plnění informační povinnosti emitenta tzv. patron, což je vybraný člen burzy.¹⁶ V současné době je na hlavním trhu BCPP kótováno 5 emisí akcií, na vedlejším 41, na volném 33, dohromady tedy 79 emisí akcií.

Nezajímavější segmentem BCPP je Systém pro Podporu trhu Akcií a Dluhopisů (SPAD), který vznikl k podpoře likvidity trhu a zaznamenal nečekaný úspěch. SPAD zahrnuje nejlikvidnější akcie a dluhopisy, obchoduje se zde pouze se stanoveným minimálním množstvím. O zařazení do tohoto segmentu trhu rozhoduje Burzovní rada, přičemž hlavní podmínkou pro zařazení je, že pro daný titul jsou stanoveni alespoň tři tvůrci trhu. Tvůrce trhu (market maker) je člen burzy, který s ní má uzavřenou smlouvu o vykonávání činnosti tvůrce trhu na vybrané emise. Další obchody pak probíhají na burze v rámci systému automatického obchodování, a to buď v kontinuálním režimu a nebo v aukčním režimu s jednou či dvěma aukcemi; poslední skupinu tvoří blokové obchody.¹⁷ Vypořádání probíhá pomocí systému UNIVYC (Univerzální vypořádací centrum), kde UNIVYC je dceřinnou společností Burzy cenných papírů Praha.¹⁸ Vypořádání obchodů se uskutečňuje na základě principu payment vs. delivery, u většiny obchodů (automatické obchody + SPAD) je čas mezi dnem uskutečnění obchodu a datem vypořádání roven T+3 dny.

¹⁶ www.pse.cz

¹⁷ Jílek (1997)

¹⁸ Společnost Univyc vypořádává především obchody uskutečněné na BCPP, ale také lze jejím prostřednictvím vypořádávat jak obchodní tak i neobchodní převody uzavřené na OTC (over the counter) trhu.

1.1.8 RM-System

RM-System je OTC trhem, který vznikl jako součást kupónové privatizace. Důvodem jeho vzniku byl především záměr umožnit účastníkům kupónové privatizace pohodlně nakládat s nabytými akciemi. Z toho vyplývá i rozdíl mezi polským mimoburzovním trhem CeTO, který neumožňuje obchody bez prostředníka, zatímco RM-System, který není založen na členském principu, tuto možnost v Česku nabízí. Obchodování s cennými papíry probíhá prostřednictvím průběžné aukce. Vypořádání zajišťuje RM-System v neobvykle rychlé lhůtě T+1 den.

2 Regulace, kvalita institucionálního prostředí

Kapitálový trh je místo, kde se obchoduje s kapitálem (finančními aktivy), setkávají se zde účastníci, kteří mají kapitálu nadbytek anebo naopak nedostatek. Instituce kapitálového trhu plní několik důležitých funkcí, jako alokační funkce, dále usnadňuje hledání rovnováhy mezi těmi, co volné prostředky mají a těmi, co volné prostředky potřebují, umožňuje ustálení rovnovážné ceny, zvyšuje likviditu, umožňuje lepší řízení rizika a snižuje transakční náklady. Kapitálový trh je stejně jako každý jiný trh závislý na nabídce a poptávce po zboží, které se na tomto trhu obchoduje, produktem kapitálového trhu jsou finanční aktiva, a rozvoj takového trhu tedy závisí na tom, zda jsou firmy ochotny získávat kapitál pomocí tohoto trhu a zda existují investoři, kteří by na tomto trhu investovali. Je tedy zřejmé, že velikost či míra rozvoje kapitálových trhů by měla být úměrná velikosti HDP nebo vůbec hospodářské rozvinutosti země.¹⁹

Ekonomické faktory jako makroekonomické ukazatele ale jen velmi těžce dokážou vysvětlit velké rozdíly v rozvoji kapitálových trhů, a to i mezi nejrozvinutějšími zeměmi. Existuje celá řada empirických studií, které mimo makroekonomických ukazatelů zdůrazňují vliv institucionálních faktorů a zejména právního rámce na rozvoj kapitálových trhů. Stejně tak byla hospodářství Česka a Polska po roce 1989 ve podobném postavení, kdy obě země stály před úkolem transformace plánované ekonomiky na tržní hospodářství, kapitálový trh se ale v každé z nich rozvíjel různě. Jedním z mnohých vysvětlení může být právě vývoj institucionálního rámce v obou zemích. Polsko stejně jako třeba Maďarsko mohlo mít v této transformaci jistou výhodu v tom, že režim plánovaného hospodářství nebyl tak silný a přece jen i v dobách komunismu existovalo oproti Česku mnohem více soukromého vlastnictví a soukromého podnikání – základních tržních institucí. To jistě mělo dopad i na rozvoj neformálních institucí a celého institucionálního prostředí.

¹⁹ Claessens et al. (2002)

Korporátní právo, ochrana minoritních akcionářů

Jako jeden ze základních institucionálních faktorů pro rozvoj kapitálových trhů je považována kvalita korporátního práva a v něm obsažená ochrana akcionářů²⁰. Bylo ukázáno, že velikost trhů či jejich likvidita je velmi dobře korelována s kvalitou ochrany minoritních akcionářů.²¹ Rozvoj akciových trhů se jeví jako pravděpodobnější v zemích, kde je ochrana minoritních akcionářů lepší, protože ti se méně bojí, že majetek společnosti, jejíž akcie vlastní, bude rozkraden a jejich akcie ztratí na hodnotě. Akcionáři společnosti jsou nositeli reziduálních nároků na majetek a cash-flow společnosti a mají tedy jednoznačný zájem na maximalizaci zisku společnosti. Akcionáři mohou usnesením valné hromady nebo akcionářskými žalobami na management nutit management, aby jednal v jejich zájmu a maximalizoval zisk uplatňováním svých hlasovacích práv. Pokud je ale jakkoliv akcionářům znesnadňováno vykonávání hlasovacích práv, má to nejen vliv na corporate governance té které společnosti, ale i následné důsledky pro rozvoj celého kapitálového trhu.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, - LLSV (1996) ve své práci stanovili určité měřítko pro porovnání kvality ochrany minoritních akcionářů. Jejich index je kumulativní a má šest bodů, hodnocení pro Česko a Polsko pro rok 1997 je uvedeno za každým bodem, případná změna stavu k roku 2002 je uvedena v závorce:

1. Pro volbu na valné hromadě není potřebná osobní účast, je možno volit pomocí pošty - v ČR (§184 ObchZ) i v Polsku (Kodeks spolek handlowych §412) je ale možno zplnomocnit k volbě jinou osobu, což je v případě notářského ověření jistě méně zneužitelné, než pouhé poslání hlasovacího lístku, 0,0
2. Akcionáři nejsou povinni před valnou hromadou složit své akcie v depozitáři, aby s nimi nemohli po dobu několika dní před a po valné hromadě disponovat. V Česku byl tento požadavek zrušen, v Polsku je povinnost složit akcii týden před začátkem valného shromáždění - Kodeks spolek handlowych §406, 0(1),0

²⁰ La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. LLSV (1996)

²¹ Coffee (1999)

-
3. Je umožněno kumulativní hlasování²², nebo jiný mechanismus, pomocí kterého mohou minoritní akcionáři volit proporcionalní počet členů představenstva. 0,1
 4. Možnost chránit se u soudu – minoritní akcionáři mohou zažalovat představenstvo anebo napadnout rozhodnutí valné hromady u soudu - Kodeks spolek handlowych §422. 1,1
 5. Akcionáři mají zaručeno přednostní právo na koupi při úpisu nových akcií. V ČR zavedeno od roku 1996 (§204a ObchZ), v Polsku zavedeno 1997 (Kodeks spolek handlowych §433). 0(1),0(1).
 6. Akciový podíl nutný ke svolání mimořádné valné hromady není větší jak 10%. V ČR do roku 2000 10%, od roku 2000 3% resp. 5% hlasů (ve společnosti s základním kapitálem nižším resp. vyšším než 100 mil. korun.) (§181 ObchZ) V Polsku nutných minimálně 10% (§400 Kodeks spolek handlowych). 1,1

Při porovnání obchodních zákoníků z počátku devadesátých let Polsko získalo v tomto indexu 3 body a Česko 2 z 6 možných²³. Ochrana minoritních akcionářů se u těchto zemí v prvních obchodních zákonících lišila v tom, že v Polsku pomocí kumulativního hlasování postačuje k volbě člena představenstva 20% hlasů na valné hromadě, v Česku s pomocí 51% hlasů na valné hromadě je možné zvolit všechny členy představenstva (třetí kritérium). V současné době by obě země získaly v tomto indexu 4 body, když jak ČR tak Polsko zavedly přednostní právo pro stávající akcionáře na koupi při úpisu nových akcií do výše zachování jejich současného podílu, a ČR dále zrušila povinnost zmrazit akcie týden před konáním valné hromady. Nejvíce bodů v průzkumu LLSV (1996) získaly Spojené státy, Kanada a Velká Británie – všechny po 5 bodech. Za zmínku jistě stojí též skutečnost, že Česká republika byla od počátků (od roku 1992) v jednom opatření přísnější při ochraně minoritních akcionářů než Polsko. Podle §185 ObchZ je valná hromada usnášeníschopná, pokud jsou přítomni akcionáři vlastníci minimálně 30% hlasů, polský zákon žádnou takovou hranici nepožaduje (§408). Na

²² Kumulativní hlasování je hlasování např. při volbě představenstva, kdy se volí jednotliví členové představenstva odděleně. Akcionáři pak hlasují svými akciemi, ale hlasy, které použili na jednoho kandidáta, nemohou využít na volbu jiného. Pokud má majoritní vlastník např. 80% hlasů a minoritní 20% hlasů a volí se pět členů představenstva, tak minoritní akcionář má jistotu, že může mít v představenstvu minimálně jednoho zástupce.

²³ Johnson, Shleifer (1999)

druhou stranu je třeba poznamenat, že pokud se na první valnou hromadu nedostaví akcionáři s požadovanými 30% hlasů, tak tato 30% kvóta již neplatí pro náhradí valnou hromadu.

Jak uvádí Johnston, Shleifer (1999), v ochraně minoritních akcionářů, která byla ustavena v zákonech, nebyly v regulaci českého a polského trhu významnější rozdíly. Pistor (2000) a Pistor et al. (2000) uvádí, že stupnice navrhnutá LLSV (1996) není dostatečná a přidává ještě několik dalších kritérií. Ale ani z jejího výzkumu nevychází najevo významné rozdíly mezi právní úpravou ochrany práv minoritních akcionářů v Česku a Polsku. Pistor (2000) dále sestrojila index integrity akciového trhu, v němž jsou zahrnuta další kritéria jako např. mechanismy proti self-dealing - ochrana před konfliktem zájmů je obsažena v zákonu, dále je zákonem zakázáno insider trading nebo že existuje samostatná a nezávislá komise pro cenné papíry. Zajímavé je, že na počátku v roce 1992 byl tento index horší pro Česko, v roce 1998 byl ale tento index již lepší než v Polsku. Sama Pistor ale ve své práci upozorňuje, že tento index, který používá na porovnání přibližně padesáti tranzitivních zemí, není vhodný pro porovnání regulace kapitálových trhů v Česku a Polsku a že neukazuje značnou rozlišnost kvality právní regulace kapitálových trhů.

Právní úprava obchodování s cennými papíry, regulace

Dalším důležitým faktorem institucionálního rámce kapitálových trhů je kvalita regulace těchto trhů a kvalita zákonné úpravy obchodování s cennými papíry. Zatímco vývoj kvality korporátního práva – ochrany minoritních akcionářů, se jeví v obou zemích jako srovnatelný, určitý rozdíl lze pozorovat ve vývoji právní úpravy obchodování s cennými papíry a v regulaci kapitálového trhu, která byla v Polsku od počátku transformace výrazně přísnější než v České republice.

2.1.1 Regulace

Proč vlastně regulovat kapitálové trhy? Odpovědí na tuto otázku může být Coasův teorém, který říká, že pokud neexistují transakční náklady a vlastnická práva jsou jednoznačně definována, účastníci sami naleznou optimální alokaci, aniž by potřebovali nějaká pravidla ustavená právními normami. V normálním světě ale transakční náklady nejsou nulové, a tak

hraje právo významnou roli při hledání optimální alokace.²⁴ Vhodné právní normy pak mohou působit na snížení transakčních nákladů. Jak uvádějí Johnston a Shleifer (1999), existuje mnoho důvodů existence transakčních nákladů, jako jsou asymetrické informace či velký počet účastníků trhu. Pravděpodobně nejvýznamnější transakční náklady na finančních trzích jsou ale způsobeny náklady na vymahatelnost kontraktů. Tuto vymahatelnost práva by měly zajišťovat soudy, ty jsou ale mnohdy špatně motivovány a financovány, trpí neznalostí ekonomických principů. Navíc jsou soudní rozhodnutí v porovnání s rychlostí obchodů na finančních trzích velmi zdlouhavá a jejich rozhodnutí mohou přijít až příliš pozdě. Spory na finančních trzích jsou mnohdy velmi složité, zákony obsahují pouze obecné formulace o „čestném obchodování“ či „důležité informace“ a pro soudy je tak často téměř nemožné rozhodnout a vynesení rozsudku proto odkládají.²⁵

Někdy tak může být výhodnější pověřit upřesňováním, interpretováním a vynucováním pravidel regulátora, který by teoreticky měl mít motivaci, lepší odborné znalosti a měl by být rychlejší než jsou soudy. Takový regulátor modelu americké Komise pro cenné papíry zase naopak získává ohromnou moc zasahovat do finančních trhů.²⁶ Má sice možnost zabránit velkým škodám a působit efektivněji než soudy, na druhou stranu je takovýto nezávislý orgán schopen způsobit více škody jak užitku. Jakékoliv předběžné rozhodnutí nebo sankce, kterou regulátor uvalí, má takovou sílu, že ani případná revize u soudu těžko dokáže vrátit zpět způsobené škody. Zásahem regulátora je totiž zásadně poškozena důvěra, a ta je na kapitálovém trhu pravděpodobně tím nejdůležitějším.

2.1.2 Komise pro cenné papíry

Proces vzniku kapitálového trhu začal v Polsku přibližně o dva roky dříve, zákon o cenných papírech byl přijat 22. března 1991 a v platnost vstoupil 16. dubna 1991²⁷. Český zákon o cenných papírech vstoupil v platnost 1. ledna 1993. Od počátku byl zřejmý rozdíl v postoji obou zemí k regulaci kapitálového trhu. Česko bylo od prvních let pádu komunistického

²⁴ Richter (2002)

²⁵ Johnson, Shleifer (1999)

²⁶ Johnson, Shleifer (1999)

²⁷ Polsky rynek kapitałowy i Komisja papierów wartościowych (2001)

režimu vnímáno jako nejvíce protržní ekonomika z transformujících se zemí, čeští představitelé byli obhájci minimální regulace trhu, a to nejen kapitálového. Oproti tomu se polští představitelé vyjadřovali poněkud zdrženlivěji a i liberalizace postupovala pozvolněji s mnohem větší mírou regulace²⁸.

Jeden z patrných rozdílů spočíval v úpravě regulátora kapitálového trhu. Zatímco v Polsku byla již od počátku ustavena nezávislá Komise pro cenné papíry (KPWiG), v Česku bylo regulační prací pověřeno oddělení Ministerstva financí. Polská KPWiG získala od počátku větší pravomoci a chovala se nezávisle na rozhodnutí vlády. Příkladem toho může být privatizace banky Bank Śląski v roce 1994, která v té době vlastnila největší obchodníka s cennými papíry. KPWiG shromáždila důkazy o tom, že investiční oddělení banky zneužívá informace a upřednostňuje insidery při umístění akcií během privatizace, a odejmula mu licenci obchodníka s cennými papíry, a to i přes nesouhlas Ministerstva Financí.²⁹ Nezávislá Komise pro cenné papíry byla v Česku ustavena v roce 1998.

Členy KCP jmenuje prezident na návrh vlády na pětileté funkční období, předsedu KPWiG jmenuje předseda Rady ministrů (předseda vlády) také na pětileté funkční období na návrh ministra financí a po dohodě s předsedou (guvernérem) Narodowego Banku Polskiego (centrální banky), návrh na jmenování musí navíc být projednán odpovídajícím výborem dolní sněmovny parlamentu³⁰. Dva zástupci předsedy KPWiG jsou jmenováni ministrem financí na návrh předsedy KPWiG. Zbývajících sedm členů KPWiG tvoří sedm zástupců jednotlivých státních orgánů.³¹

Členové prezidia KCP mohou být odvoláni, poruší-li „závažným způsobem nebo opakovaně svou právní povinnost předsedy Komise nebo člena prezidia nebo dopustí-li se takového

²⁸ Johnson, Shleifer (1999)

²⁹ Johnson, Shleifer, (1999)

³⁰ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościovymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry) (Dz. U. Nr. 118, poz. 754), §14

³¹ Ministerstva financí, Ministerstva hospodářství, Ministerstva zemědělství, Skarbu Panstwa (Fondu národního majetku), Narodowego Banku Polskego (centrální banky), představitel předsedy Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (Úřadu ochrany konkurence a spotřebitelů), představitel Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (Komise dozoru nad pojišťovny a penzijními fondy)

jednání, které zpochybňuje nestrannost Komise³². Předseda KPWiG může být odvolán předsedou vlády, pokud nevykonává svou funkci déle než 6 měsíců z důvodů nemoci anebo výrazně poruší ústavu nebo jiné zákony.³³ Obě Komise mohou vydávat podzákonné normy³⁴, i když KCP teprve od července roku 2002³⁵. Obě komise udělují licence účastníkům, jejichž činnost na trhu takovou licenci vyžaduje (obchodníci s cennými papíry), schvalují připouštění cenných papírů na veřejný trh, provádí dozor na kapitálovém trhu, podílejí se na přípravě zákonných norem. V rámci dozoru na kapitálovém trhu kontrolují, jak účastníci dodržují jim stanovené zákonné předpisy, činnost KPWiG je přitom výslovně zaměřena na kontrolu obchodníků s cennými papíry, investičních fondů a investičních poradců. KCP přitom zaměřuje činnost na všechny účastníky trhu – obchodníky s cennými papíry, vlastníky cenných papírů, emitenty, investory na kapitálovém trhu.³⁶ Při nedodržování těchto předpisů mají obě komise právo uložit opatření k nápravě nebo sankce, „pokud hrozí nebezpečí z prodlení nebo neodstranitelný zásah do práv jiných osob“, má česká KCP právo zahájit předběžná opatření, která trvají maximálně pět dnů.³⁷

Poměrně významný rozdíl existuje ve formě financování činnosti komisí. Česká KCP je financována s prostředků státního rozpočtu³⁸, zatímco polská KPWiG je financována z poplatků za zápis do evidence veřejně obchodovatelných cenných papírů (0,06% hodnoty emise ale ne více jak 25000 eur) a z poplatků za obchody uzavřené na veřejných trzích od GPW, CeTO anebo od KDPW (0,015% hodnoty transakce)³⁹.

³² Zákon o Komisi pro cenné papíry 15/1998 Sb. §23 odst. 7

³³ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry), §14

³⁴ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry), §15

³⁵ Tisková zpráva, Komise vydala významné vyhlášky upravující činnost obchodníků s cennými papíry, Komise pro cenné papíry, Praha, 26. listopadu 2002

³⁶ Tak jak jsou vyjmenováni v zákoně o Komisi pro cenné papíry 15/1998 Sb. §5 odst.3.

³⁷ Zákon o Komisi pro cenné papíry 15/1998 Sb. §10 a §11

³⁸ Zákon o Komisi pro cenné papíry 15/1998 Sb. §28

³⁹ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry), §20 a §21

2.1.3 Informační povinnost

Polská úprava se od české lišila mnohem větším důrazem na informační povinnost. Ve studii GPW „Charakteristika polského kapitálového trhu“⁴⁰ je rovný přístup k informacím jmenován na prvním místě zásad fungování kapitálového trhu v Polsku. „Stanovení povinnosti zveřejňovat informace o akciové společnosti je známo především jako moderní metoda regulace kapitálového trhu.“⁴¹ Zde je důležitý nejen obsah informací ale také jejich forma, která souvisí především se zveřejňováním účetních výkazů. Finanční trhy totiž trpí značnou mírou asymetričnosti informací. Emitent má vždy mnohem lepší informace o stavu podniku než potencionální investor. Je tedy nutné snažit se tuto nerovnost co nejvíce smazat informační povinností zveřejňovat všechny relevantní informace o hospodářských výsledcích nebo vlastnické struktuře podniku.

Důraz na informační povinnost v Polsku není pouze slovní, potvrzení důrazu lze najít v zákonech. Velmi názorné porovnání poskytuje opět Johnston a Shleifer (1999). Při porovnání prvních zákonů o cenných papírech se ukazuje, že polský zákon ukládá zveřejňovat informace o hospodářských výsledcích měsíčně, čtvrtletně, půlročně a ročně, zatímco v Česku byla uložena povinnost informovat pouze o ročních výsledcích. V úpravách zákona o cenných papírech byla tato povinnost zpřísněna a v současné době platí povinnost podávat navíc pololetní zprávu⁴², Burza cenných papírů Praha pak dále ukládá všem společnostem z hlavního a vedlejšího trhu zveřejňovat také čtvrtletní zprávy. Johnston a Shleifer dále poukazují na to, že polský zákon požaduje zveřejnění všech podstatných informací, zatímco český zákon vyžaduje zveřejnění informací, kterou mohou vyvolat významnou změnu kurzu nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z cenného papíru. Z mého pohledu je ale rozdíl v interpretaci obou zákonů minimální. Mimo informační povinnosti týkající se zveřejňování výsledků hospodaření jsou velmi důležité také informace o vlastnické struktuře. Polský zákon podle novelizace z roku 1993 ukládá, že každý kdo překročí 5 anebo 10% celkového počtu hlasů na valné hromadě, a v případě osob vlastnících více jak 10% hlasů nabytí akcií měnící celkový počet hlasů o 2% či více, je povinen to do 4 dnů oznámit komisi, antimonopolnímu

⁴⁰ Charakterystyka i regulacje polskiego rynku kapitalowego (2002)

⁴¹ Richter (2002)

⁴² Zákon o cenných papírech (ZCP) č. 591/1992 Sb., stav k 5.4.2002 §80

úřadu a samotné společnosti.⁴³ Navíc je společnost povinná tyto informace předat informační agentuře a, pokud jsou její akcie kótovány na veřejném trhu, i organizátoru veřejného trhu (GPW, CeTO). Dále existuje povinnost do 14 dnů od valné hromady zveřejnit seznam akcionářů vlastnících více jak 5% celkového počtu hlasů v celopolském deníku.⁴⁴ Povinnost zveřejňovat vlastnictví více jak 10% akcií byla zavedena v Česku v rámci změn obchodního zákoníku a zákona o investičních fondech až v roce 1996.⁴⁵ V současné době platí povinnost informovat o vlastnictví více jak 5% podílu na hlasovacích právech, dále o překročení hranice 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, jedné třetiny, 40%, 45%, 50%, 55%, 60%, dvou třetin, 70%, 75%, 80%, 90% a 95% podílu na hlasovacích právech Komisi pro cenné papíry a Středisko cenných papírů. (§183d ObchZ).

To, že informační povinnost je v Polsku nejen předepsána, ale i důsledně vynucována a dodržována ukazuje, i výsledek průzkumu mezi manažery obchodníků s cennými papíry a investičních fondů čtyř transitivity ekonomik, který provedl Wall Street Journal a otiskl ve své publikaci Central European Economic Review v roce 1996. Manažeři hodnotili informační povinnost u kontrolních balíků akcií, transparentnost trhu, ochranu minoritních akcionářů, kvalitu podávání zpráv a insider trading. V celkovém průzkumu se nejlépe umístnilo Polsko následované Maďarskem, Česko skončilo třetí před posledním Ruskem. Co se týče otázky na téma „Disclosure“ – jak silné jsou požadavky nutící investory zveřejňovat velká vlastnictví akcií, bylo hodnocení Polska 4 body (nejvyšší možné) zatímco Česka 1 bod (nejnižší možné). Špatné plnění informačních povinností bezesporu souvisí s tím, že pro české regulační orgány bylo v prvních letech velmi náročné kontrolovat všech více jak 2000 subjektů, které na trhu operovaly.

2.1.4 Povinný odkup

Jednou z dalších možných regulací kapitálového trhu je povinná nabídka odkupu majoritním akcionářem. Havel (1998) upozorňuje na to, že ač je toto opatření považováno za tržně

⁴³ Polsky rynek kapitałowy i Komisja papierów wartościowych (2001)

⁴⁴ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry, §148)

⁴⁵ Capital Market Review (1999)

konformní, celá řada vyspělých zemí toto opatření nemá, protože ho zřejmě nepotřebuje. Chová-li se majoritní akcionář nekale, vede to okamžitě k poklesu důvěry v danou společnost, tj. ceny akcií dané společnosti i ke zvýšení nákladů na jiné formy externího financování (úvěr, obligace). Aniž bych hodnotil potřebnost daného instrumentu, jedná se bezesporu o další regulatorní omezení na kapitálovém trhu. Polský zákon zavedl toto opatření již v prvním zákoně o cenných papírech a od té doby prošlo několika změnami. V prvním zákoně bylo uvedeno, že každý, kdo měl záměr v následujících 12 měsících získat jednorázově anebo pomocí opakujících se transakcí akcie o váze 33% procent hlasů na valné hromadě, a nebo se stal vlastníkem akcií dávajících 50% hlasů na valné hromadě, byl povinen učinit veřejnou nabídku odkupu nebo výměny akcií. Komise mohla tuto nabídku pozastavit, pokud byla nabízená cena nižší než průměrná cena akcie za poslední 3 měsíce. V následné novelizaci z roku 1993 byla podmínka zpřísněna tak, že každý, kdo se stal majitelem více jak 33% akcií, byl povinen nabídnout odkup zbylých akcií. V novém zákoně z roku 1997 byla hranice opět zvýšena na 50% a stanoveno, že cena odkupu nesmí být nižší než šesti-měsíční průměr. Dále byla ustavena doba (90 dní), v jaké se nabytí akcií na sekundárním trhu, které znamenají více jak 10% hlasů, uskuteční teprve po výsledku veřejné nabídky odkupu akcií.⁴⁶

V Česku došlo k zavedení podobného opatření v roce 1996. Při postupném získávání majority má akcionář povinnost nabídnout odkup zbylých akcií třikrát, a sice při překročení 50%, 66% a 75% hlasů. Jak konstatuje Havel (1998), podobné opatření spíše trestá poctivé investory, protože podíly na hlasech je vždy možné rozdělit mezi několik společností, případně se vyhnout odkupu následným odprodejem. „Dosud proběhlé odkupy se vyznačovaly minimálními, často směšnými cenami v porovnání s podílem na čistém obchodním jmění připadajícím na jednotlivé akcie.“⁴⁷

2.1.5 Regulace obchodníků s cennými papíry

Významným rysem polské regulace kapitálového trhu je velký důraz na regulaci prostředníků. Než by kontrolovala to, jak se chovají všechny firmy působící na akciovém trhu, jestli

⁴⁶ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościovymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry) (Dz. U. Nr. 118, poz. 754), §151 a Polsky rynek kapitałowy i Komisja papierów wartościovych (2001)

⁴⁷ Havel (1998)

zveřejňují relevantní informace, či jak se chovají všichni další účastníci trhu, komise raději kontroluje obchodníky s cennými papíry, na které tak přenáší kontrolu plnění regulačních pravidel.⁴⁸ Johnston a Shleifer uvádějí, že regulace obchodníků s cennými papíry je v Polsku při porovnání prvních zákonů o cenných papírech⁴⁹ přísnější než v Česku. Polská zákonná úprava na rozdíl od české obsahovala požadavky na „čestné obchodování“, zvláštní požadavky na zveřejňování vlastnické struktury a změn vlastnické struktury obchodníka s cennými papíry, obsahovala ustanovení o tzv. čínských zdech - oddělení komerčního bankovníctví od investičního, kdy banka je povinna zavést organizační a finanční separování bankovního oddělení pro obchodování s cennými papíry, či dávala KPWiG právo inspekce v budově obchodníka s cennými papíry a právo přístupu do účetních knih, dokumentů a jiných informací.⁵⁰

Stav v této oblasti se poněkud změnil a i české zákony zpřísnily regulaci obchodníků s cennými papíry. Nový zákon již obsahuje požadavky na poskytování služeb kvalifikovaně, čestně a spravedlivě, v nejlepším zájmu zákazníků⁵¹, ukládá obchodníkům zveřejňovat osoby, které mají více jak 10% podílu na základním jmění společnosti či hlasovacích právech⁵², uschovávat veškerou dokumentaci týkající se poskytovaných služeb nejméně po dobu deseti let a tuto dokumentaci poskytnout na žádost Komise pro cenné papíry. Český zákon ale neobsahuje ustanovení o zvláštních podmínkách pro banky s licencií obchodníka s cennými papíry, v oblasti podléhající doзору KCP mají bankovní subjekty stejné povinnosti jako ostatní.

Významnou skutečností, která se též nepřímo dotýká regulace obchodníků s cennými papíry v Polsku je téměř výlučné⁵³ prostřednictví obchodníků s cennými papíry při uzavírání transakcí na kapitálovém trhu. Bez ohledu na to, jestli se na transakci podíleli obchodníci s cennými papíry, musí být tato transakce provedena přes účty obchodníků s cennými papíry. V České

⁴⁸ Johnson, Shleifer (1999)

⁴⁹ v Polsku z roku 1991, v Česku z roku 1992

⁵⁰ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry) (Dz. U. Nr. 118, poz. 754), §44 ods. 1

⁵¹ ZCP č. 591/1992 Sb. §47b

⁵² ZCP č. 591/1992 Sb. §45

⁵³ výjimkou jsou například transakce mezi dvěma fyzickými osobami

republice je sice též většina obchodů zprostředkována obchodníky s cennými papíry, existuje ale i možnost koupit či prodat akcie přímo pomocí RM-Systému.

2.1.6 Centralizované obchodování

Studie (GPW) „Charakteristika polského kapitálového trhu“⁵⁴ kromě zdůraznění informační povinnosti označila za další hlavní princip polského kapitálového trhu centralizaci obchodování s cennými papíry. „Obchodování na veřejném (polsky regulovaném) trhu s cennými papíry je prováděno především na veřejných trzích, a to sice na Burze cenných papírů (GPW) a mimoburzovním trhu Centrální tabuli nabídek (CeTO).“⁵⁵ Regulace upravená v zákoně vyžaduje uzavírání transakcí na veřejném trhu. Mimo to existují určité výjimky, kdy se obchodování může odehrát mimo veřejný trh, jako například mezi obchodníky s cennými papíry nebo bankami, které mají licenci obchodníka s cennými papíry, kterým KPWiG k tomu udělila souhlas anebo mezi fyzickými osobami.⁵⁶

Zatímco v Česku probíhala většina obchodů (a především přesuny majetků za ceny pod tržní hodnotou) mimo veřejný trh, tj. na Sředisku pro cenné papíry, v Polsku hraje naprosto dominantní roli burza. Zde i při blokových obchodech je kontrolována cena, která se nesmí výrazně lišit od tržní. To sice kladlo jisté překážky, vždy bylo ale možné s cenou na trhu manipulovat. Diskuse o zavedení zákazu obchodování s veřejně obchodovatelnými cennými papíry mimo veřejné trhy se objevila i v Česku. Jak uvádí Havel 1998, „smyslem podobných představ bylo posílení obchodování na oficiálních trzích, zejména pak na tzv. cenotvorných segmentech těchto trhů.“ Na druhou stranu nejsou ale veřejné trhy svou ekonomickou podstatou jiné než trhy neveřejné. Omezení, které přináší tento zákaz, je především ze strachu, aby nedocházelo k přesunům majetku za výrazně rozdílné ceny od trhem stanovené ceny. Ani toto ale není dostatečně silný argument, protože na českém kapitálovém trhu s minimálními objemy obchodů není příliš velký problém pomocí aktivit svých obchodníků výrazně změnit tržní cenu na veřejném trhu. Přináší to sice dodatečné náklady, ale jistě ne prohibitivní. Na

⁵⁴ Charakterystyka i regulacje polskiego rynku kapitalowego (2002)

⁵⁵ Charakterystyka i regulacje polskiego rynku kapitalowego (2002)

⁵⁶ Czerniawski et al. (2000)

druhou stranu mohla tato regulace v prvních letech výrazně pomoci k ustálení trhu, a poté může přijít čas na zmírnění této regulace.

2.1.7 Samoregulace

Skutečnost, že regulace v Česku nebyla tak přísná, mohla na druhé straně napomoci rozvoji samoregulačních mechanismů. Velmi dobrým příkladem toho mohou být investiční fondy. Ty získaly během období kupónové privatizace velmi špatnou pověst kvůli značné defraudaci majetku v těchto fondech. Postupně ale začalo docházet k určité konsolidaci v této oblasti. Za prvé začala řada z nich postupně odcházet z trhu kolektivního investování, a to buď v důsledku přeměny na finanční holdingy⁵⁷ anebo vinou špatného (velmi často záměrně špatného) hospodaření. Za druhé ale poctivé fondy, které zůstaly a nadále chtěly zůstat, pocítily nutnost nějakým způsobem obnovit důvěru v institut investičního fondu a celého kapitálového trhu. Vznikla tak Unie investičních fondů České republiky (UNIS). Členové UNISu se dobrovolně zavázali k dodržování přísnějších pravidel, což s sebou nese i finanční náklady, aby tak dali signál veřejnosti a pokusili se nalákat do investování v investičních fondech. Podstatné je zmínit, že fondy jsou k zavádění těchto samoregulačních pravidel vedle etických principů vedeny především ekonomickými zájmy.

Efektivita práva

Dalším významným faktorem k porovnání kvality institucí je jistě nejen to, jaká pravidla byla stanovena, ale i to, jak jsou tato pravidla dodržována a vynucována. Porušování zákona na českém trhu s cennými papíry bylo již velmi dobře dokumentováno např. v Coffee (1999) nebo v publikaci Ministerstva financí - CMF (1997); český trh se stal svým slovem „tunelování“ známý na celém světě. Je třeba ale poznamenat, že i v Polsku, které bylo často dáváno za příklad v oblasti regulace kapitálových trhů v našem regionu, se objevilo několik velkých podezření ze zneužívání informací a manipulování cenou. Prokázání porušení zákona je v těchto případech velmi obtížné. Podle šetření, které provedl polský Business Week⁵⁸, je

⁵⁷ Tyto fondy přitom neumožnily akcionářům výstup za spravedlivou cenu, což velmi poškodilo nejen samotné fondy, ale i celé odvětví a tím i poctivé fondy a investiční společnosti. Brabec (1998).

⁵⁸ Business Week, polské vydání, číslo 05/1998

podle vyjádření účastníků trhu až jedna třetina obchodů v rozporu s právem. V letech 1991-1997 přitom KPWiG zkoumala 252 transakcí, ve 144 případech došlo k předání státnímu zastupitelství, ve 30 případech se kauza dostala před soud. Pouze v 7 případech došlo k pravomocnému odsouzení.⁵⁹ O skutečnosti, že na polském akciovém trhu jsou hojně zneužívány neveřejné informace, mluví i Wisniewski, Bohl (2002) ve své studii, kdy ukázali, že výnosy informovaných investorů se zdají být podstatně vyšší než výnosy celého trhu. Podle jejich názoru je to důsledkem špatného vynucování regulace v případě obchodování s neveřejnými informacemi.

Vynucování práva nesouvisí pouze s kvalitou regulátorů a kvalitou zákonů, podle kterých se regulátor řídí. Mnohem významnější roli hrají v celém procesu soudy, vyšetřovací orgány, politici a především celková úroveň etiky mezi občany. Pokud ve společnosti neexistuje vědomí práva, je těžké očekávat, že budou zákony dodržovány. Situace v obou tranzitivních zemích byla a je jedinečná celkovou přeměnou společnosti, a tato změna, která přinášela obrovskou nejistotu, přímo vybízela k porušování zákonů. To, jakou sílu má prostředí na chování jednotlivých účastníků, dokazují např. případy z Polska, kde se ukázalo, že mnoho podvodů bylo připraveno zahraničními manažery, od kterých by se očekávalo, že se budou řídit stejnými pravidly jako ve své zemi. Ti ale, stejně jako v Česku místní manažeři a správci fondů, naopak začali velmi umně využívat nedostatků, které polský právní řád vykazoval.⁶⁰

Efektivitu práva je možno měřit různými indexy, které jsou založeny na názorech expertů a přímých účastníků trhu. Pistor (2000) použila pro porovnání efektivity práva index, který byl založen na třech bodech – vláda zákona, efektivita práva a vynucování práva. „Vláda zákona“ je hodnocení expertů publikované v Central European Economic Review (příloze Wall Street Journal), které má měřit, do jaké míry je zákon spíše než násilí způsobem k vynucování kontraktů (max. hodnota 10), „efektivita práva“ je hodnocení převzaté z průzkumů EBRD a má porovnávat efektivitu právních reforem v oblasti korporátního práva (max. hodnota 4). Konečně index „vynucování práv“ je hodnocení publikované v průzkumu World Business Environment and Enterprise Performance a zachycuje procento firem, které souhlasily s tím,

⁵⁹ Dusza (1999)

⁶⁰ The Economist, Poland Survey 2001, 27.10.2001

že právní systém chrání jejich vlastnická práva a vynucuje jejich kontrakty. Hodnoty pro Polsko a Česko jsou uvedeny v tabulce 2.

Tabulka 2 Index efektivity práva

	Vláda zákona (1998)	Efektivita práva (1998)	Vynucování práva (1995)	Vynucování práva (1998)
Česko	8.3	4	44%	45%
Polsko	8.7	4	70%	75%

Zdroj: Pistor (2000)

Dalším indexem, který hodnotí efektivitu práva v transformujících se zemích, je „index správy akciových společností“, který byl sestaven základě dotazníkového šetření ve čtyřech oblastech mezi manažery zahraničních firem v jednotlivých zemích (viz. Tabulka 3)⁶¹.

Tabulka 3 Index správy akciových společností⁶²

	Právo společností	Vynucování práva	Regulatorní rámec	Etika podnikání	Celkový index
Česko	44%	21%	57%	39%	40%
Polsko	64%	33%	73%	36%	52%

Zdroj: Körner, Kudrna, Vychodil (2002)

Jak ukazují výsledky obou měření, zdá se být efektivita práva poněkud lepší v Polsku. Pokud se zaměříme na vynucování práva, tak v indexu efektivity práva Pistor (2000) se rozdíl mezi oběma zeměmi v letech 1995-1998 prohloubil. V indexu správy akciových společností z roku 2002 není ve vynucování práva tak významný rozdíl patrný, přesto je jeho hodnota v Polsku mnohem vyšší.

Hodnocení

Je možné prohlásit, že právní úprava a celková regulace kapitálového trhu v Česku se značně přiblížila té polské. Základní principy regulace kapitálového trhu v Polsku je možno shrnout do třech základních bodů:

1. velký důraz na informační povinnost emitentů i obchodníků s cennými papíry
2. centralizace obchodování na veřejné trhy

⁶¹ Körner, Kudrna, Vychodil (2002)

⁶² hodnoty pro Česko jsou za rok 2000, pro Polsko za rok 2001

-
3. obchodování s veřejně obchodovatelnými cennými papíry pouze prostřednictvím obchodníků s cennými papíry.

Z těchto tří bodů je patrné, že polská úprava je stále o něco striktnější, navíc je v Polsku lepší i efektivita práva. Vývoj zavádění regulačních opatření v obou zemích byl značně rozdílný. Zatímco v Polsku byla již od začátku nastavena pravidla velmi přísně, v Česku ke zpřísnování pravidel docházelo postupně, zejména po roce 1996. Do té doby se oba trhy lišily zejména v transparentnosti. Transparentnost může být rozdělena do dvou základních oblastí. Zprv je to transparentnost cenová, která souvisí se skutečností, že většina obchodů na českém trhu měla formu přímých obchodů spojených s převody majetků z kupónové privatizace a tedy bez cenotvorné funkce. Ministerstvo financí ve své „Analýze kapitálového trhu z roku 1997“ odhadlo procento cenotvorných operací na pouhých 4%.⁶³ Další rozměr transparentnosti se týká informací o emitentech a dalších účastnících akciového trhu a jejich vlastnické struktuře. Zde je patrné, že od počátků byla polská úprava značně přísnější a nutila účastníky akciového trhu zveřejňovat o sobě mnohem více informací. Jak jsem se ale již zmínil, docházelo postupně k úpravám v českých zákonech, zřízením Komise pro cenné papíry byl v Česku ustaven velmi podobný orgán s velmi podobnými pravomocemi jako v Polsku, byly zpřísněny požadavky na obchodníky s cennými papíry i na informační povinnost účastníků trhu. Co se týče ještě polské regulace kapitálových trhů, ta bývá v samotném Polsku častým terčem kritiky jako příliš přísná a bránící rozvoji obchodování.⁶⁴ To, že se v Polsku se hovoří o přílišné regulaci, vede k úvaze, zda existuje nějaká ideální dynamika regulace. Jako by se změnilo (zlepšilo) vynucování práva, a tak se regulace stává příliš silnou.

Postupně jistě dochází během transformace ke změnám, kdy podvodníci odcházejí s postupnou standardizací prostředí a na trhu začínají působit seriózní obchodníci. Těmto poté začíná regulace překážet, protože ji dodržují. Podvodníkům nevadila, protože ji stejně nedodržovali, a tak po jejich odchodu může nastat dojem, že regulace je příliš silná. Důležité je, aby existovaly nějaké samoregulační tendence, které by nutily jednotlivé hráče pravidla hry dodržovat, chování podle zákonů se musí vyplatit.

⁶³ Analýza českého kapitálového trhu (1997)

⁶⁴ Czekaj (2001), Pietrzak (2000), Dzierżarowski (2001)

Johnston a Shleifer (1996) ukázali, že přísná a přísně vynucovaná regulace stimulovala rychlý růst trhu s cennými papíry a umožnila mnoha firmám na tomto trhu získat externí zdroj svého financování. Na druhou stranu proti této argumentaci stojí český dluhopisový trh, který byl regulován téměř stejným způsobem jako trh akciový, a přitom se spontánně rozvinul v nejlepší dluhopisový trh v regionu střední Evropy. O tom, že vše není pouze ve špatné právní úpravě a špatných normách vůbec svědčí i skutečnost, že se stav akciového trhu v Česku příliš nezlepšil ani poté, co začalo docházet ke značnému zpřísnění právních norem. Na vývoj akciového trhu měla obrovský vliv privatizace a další faktory jako výhodnost jednotlivých substitučních instrumentů pro financování podniků či makroekonomická situace v té které zemi. Tomu by měly být věnovány následující kapitoly.

3 Obchodování na polském a českém trhu

Vznik polského akciového trhu

Polský kapitálový trh byl stejně jako v jiných transformujících se zemích značně ovlivněn privatizací. Program privatizace se ale od českého zásadně lišil, a to především zvolenými způsoby privatizace, kdy Polsko zvolilo kombinaci více metod bez zvláštního důrazu na jednu z nich. Způsoby privatizace lze v Polsku rozdělit do dvou základních skupin, a to na nepřímou (též zvanou kapitálovou) privatizaci a přímou privatizaci.⁶⁵ Celkově se privatizace účastnilo během let 1990–2001 6864 státních podniků, z nichž 1527 bylo převedeno na akciové společnosti vlastněné státem a následně zařazeno do programu nepřímé privatizace, 1937 zařazeno do privatizace přímé, 1746 vzato do likvidace a 1654 byla jednotná zemědělská družstva.⁶⁶

Privatizace přímá je forma privatizace, která se týká především malých a středních firem, 85% takto zprivatizovaných firem má méně než 500 zaměstnanců. Nejčastějším způsobem této formy byl přímý prodej podniku.⁶⁷ Do konce roku 2002 bylo touto metodou zprivatizováno 1855 firem.⁶⁸

Na vznik kapitálového trhu měla významný vliv kapitálová privatizace. Ta se týkala především velkých podniků. V rámci tohoto způsobu privatizace byly využity následující metody: prodej strategickému investoru – zahraničnímu či domácímu, veřejná nabídka akcií a masové privatizace v rámci programu Program Powszechniej Prywatyzacji (PPP). Mimo program PPP bylo pomocí kapitálové privatizace do roku 2001 zprivatizováno 309 firem.⁶⁹ Pro rozvoj kapitálového trhu měly zásadní význam poslední dvě metody:

⁶⁵ Bałtowski (1998), str. 91

⁶⁶ Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2001 r. (2002)

⁶⁷ Bałtowski, (1998), str. 238

⁶⁸ Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2001 r. (2002)

⁶⁹ Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2001 r. (2002)

-
1. Přímá privatizace vybraných podniků pomocí primárních emisí
 2. Masová privatizace v Polsku - Program Powszechniej Prywatyzacji

3.1.1 Primární emise

Přímou emisí IPO bylo celkem do roku 2000 privatizováno 53 společností.⁷⁰ Tyto emise IPO byly připraveny a uvedeny k obchodování Skarbem państwa („Státní poklad“ - instituce podobná Fondu národního majetku). Díky těmto emisím vznikl tzv. primární trh. Vlastníkem akcií byl stát prostřednictvím Skarbu państwa, který prostřednictvím obchodníků s cennými papíry prodal tyto akcie individuálním investorům. Jak jsem se již zmínil, první den se na burze začalo obchodovat s 5 tituly, přičemž kurz u čtyřech z nich byl vyšší než ve veřejné nabídce, u jednoho byl kurz nižší.⁷¹ Poměrně úspěšný začátek obchodování (úpis akcií) umožnil, aby Skarb państwa pokračoval v privatizaci formou emisí IPO. I když od roku 1993 začaly přicházet na burzu první emise akcií soukromých firem, které jako na normálních trzích hledaly na burze externí zdroje financování, nadále zůstal Skarb państwa až do roku 1997 nejdůležitějším nabízejícím. Postupně se ale investoři čím dál více začali odklánět od emisí Skarbu państwa, které čím dál častěji způsobovaly ztráty investorů, a začali se zaměřovat na emise soukromých společností, které přinášely nemalé zisky.⁷² Výjimkou byla primární emise společnosti Bank Śląski z roku 1994, připravená Skarbem państwa, kdy kurz vzrostl oproti původní veřejné nabídce 12,5krát. Privatizace Bank Śląski byla důvodem ještě jedné významné události na polském kapitálovém trhu, a sice růstu počtu investičních účtů. Do konce roku 1993 bylo registrováno 281 006 investičních účtů, v roce 1994 ale zrostl počet účtů na 831 366. Největší růst (o 124%) byl zaznamenán v prvním čtvrtletí, právě v době kdy byl Bank Śląski privatizován.⁷³

⁷⁰ Fact Book GPW (2001)

⁷¹ Dobroczyńska (1998), s. 133

⁷² Dobroczyńska. (1998), str. 135 uvádí jako příklad rok 1994, kdy nabídky státu jako Jelfa, Staloexport, či Debica přinesly pokles kurzu, naopak nabídky soukromých společností jako Dom-plast Espebepe, Indykpol přinášely zisky – 100 až 257%

⁷³ Dobroczyńska (1998), str. 137

3.1.2 Masová privatizace

Masová privatizace (PPP) byla značně odlišná od projektu uskutečněného v Česku. Touto metodou bylo rozhodnuto o zprivatizování 512 společností.⁷⁴ Program Powszechniej Prywatyzacji byl zahájen v roce 1995⁷⁵. V první fázi (přípravné) byly firmy v rámci procesu komercializace převedeny na akciové společnosti. V další fázi, tzv. organizační, byly akcie společností převedeny ze státu (Skarbu Państwa) na další subjekty a jejich akcie následovně rozděleny:

- 60% Národní investiční fondy (Narodowe fundusze inwestycyjne – NFI),
- 15% zaměstnanci podniků
- 25% stát (Skarb państwa)

Každý NFI získal v první fázi stejný počet akcií ze všech privatizovaných společností, v některých ale získal 33%. Každá společnost privatizovaná v rámci PPP tak měla jednoho „strategického“ akcionáře – vždy vybraný NFI a dále ji pak vlastnily rovným dílem ostatní NFI. To, ve kterých firmách získá NFI oněch 33%, se určovalo před zahájením celého procesu losem. Celkem bylo v roce 1995 vytvořeno 15 NFI, v roce 2000 se dva NFI sloučily, v současné době tak působí v Polsku 14 NFI. Pro nově vzniklé NFI byl zkonstruován zvláštní systém organizace. Každý fond měl mimo svoje představenstvo a dozorčí radu navíc smlouvu s zarządzcancim („manažerskou firmou“) – společností, která měla řídit ve fondu správu jeho majetku. Manažerské firmy byly většinou konsorcia s účastí zahraničních společností jako např. Barclay de Zoete Wedd či Chase Manhattan International Finance.⁷⁶

Trojvládní v NFI bylo, jak uvádí Nowak (1998)⁷⁷, zdrojem častých konfliktů, protože manažerské firmy byly násilně vloženy do standardního právního rámce obchodní společnosti, a navíc měly ve správě fondu většinu kompetencí. Většina fondů problém vyřešila tak, že zástupci manažerské firmy zároveň byli členy představenstva NFI.

⁷⁴ Nowak (1998), str. 142

⁷⁵ Bałtowski (1998) str. 208 uvádí, že to bylo s alespoň dvouletým zpožděním způsobeným především nejasným stanoviskem vládnoucí koalice k programu NFI.

⁷⁶ Poradce měly všechny fondy až na jeden, IX. NFI smlouvu s poradcem nepodepsal.

⁷⁷ Nowak, (1998), str. 142

V poslední fázi – privatizační- byly občanům Polska nabídnuty podíly na NFI. NFI původně vznikly jako akciové společnosti. Programu se mohli za administrativní poplatek 20 zł zúčastnit všichni občané Polska starší 18 let. Občané si ale nemohli vybrat, kam vloží své „kupóny“. Každý účastník automaticky obdržel 1 poukázku na podíl (świadcstwo udzialowe), které je podle zákona o cenných papírech cenným papírem emitovaným Skarbem Państwa. Jedna poukázka na podíl mohla být následně vyměněna za 15 akcií NFI - 1 akcii každého z patnácti ustavených NFI. Neexistovala možnost investovat přímo do jednotlivých podniků. Po vstupu NFI na GPW se každý účastník programu stal vlastníkem odpovídající části každého NFI. Programu se zúčastnilo skoro 26 mil. Poláků, což byla velká většina oprávněných - přibližně 96%.⁷⁸

Cílem činnosti NFI má být především restrukturalizace podniků, současně měla masová forma privatizace nalákat polské občany k účasti na kapitálovém trhu. Jak konstatuje Bałtowski (1998), program byl bezpochyby velmi dobře organizačně připraven, i když jeho struktura se mnohým zdála příliš složitá⁷⁹. Bałtowski hodnotí program NFI pozitivně, a ještě lépe v porovnání s podobnými programy privatizace v dalších zemích střední a východní Evropy.⁸⁰ Velký důraz na minimalizaci rizika způsobil, že většina občanů brala svoji poukázku na podíl spíše jako bezplatnou poukázku na majetek než jako cenný papír: „pan Kowalski (v Česku by to byl pan Novák) neví, co udělat s poukázkou na podíl anebo s akciemi 15 NFI. Nákupy poukázek na podíl anebo akcií NFI se tak baví státní banky.“⁸¹ Také hodnocení Aussenegga (1999), který porovnával chování cen podniků privatizovaných pomocí IPO, pomocí programu masové privatizace s výsledky IPO soukromých firem, ukazuje na dlouhodobě signifikantně horší výsledky podniků z masové privatizace.

⁷⁸ Bałtowski (1998), str. 211

⁷⁹ Bałtowski (1998), str. 217

⁸⁰ Bałtowski (1998), str. 220, Bałtowski se odkazuje na Lieberman et al., *Between State and Market: Mass Privatization in Transition Economies*, Studies of Economies in Transition, 1997, nr. 23

⁸¹ Gruszecki (1997)

Vznik českého akciového trhu

Český akciový trh vznikl výhradně na základě kupónové privatizace. Kupónová privatizace proběhla ve dvou vlnách, a to v letech 1992 a 1994. V jejím rámci byl občanům České republiky rozdělen státní majetek v hodnotě přibližně 30% HDP. Občané se účastnili programu pomocí kupónů, které získali po zaplacení registračního poplatku 1000 Kč. Tyto kupóny poté mohli umístit do jednotlivých podniků anebo do investičních fondů. Kupóny byly později přeměněny na akcie. Do první vlny (která se uskutečnila jak v Česku tak na Slovensku) bylo v rámci Česka zařazeno 943 podniků, druhé vlny se zúčastnilo 867 podniků (z toho se ovšem ve 185 případech jednalo o společnosti, jejichž akcie byly již nabídnuty v první vlně), tj. téměř 50% všech privatizovaných podniků. První vlny se dále zúčastnilo 264 investičních privatizačních fondů, kterým bylo občany svěřeno 71,8% investičních bodů, ve druhé vlně bylo 353 investičním a podílovým fondům svěřeno přibližně 64% % investičních bodů.⁸²

Český trh byl vytvořen násilně, podniky zařazené do programu kupónové privatizace byly automaticky začleněny na BCPP a RM-Systému. Nejen, že byl vytvořen uměle, jeho účel navíc ani neodpovídal jednomu z hlavních smyslů akciového trhu, tedy získávání finančních zdrojů pro podniky: jeho jedinou funkcí byla, jak se ukázalo, redistribuce vlastnictví. Kupónová privatizace vytvořila z kapitálového trhu místo pro obchodování s majoritami a ne místo pro získávání kapitálu. Takový kapitálový trh postrádal od počátku svoji základní funkci a dodnes se mu tuto funkci v Česku nepodařilo obnovit. Kapitálový trh je přitom místem, kde se většinou neobchoduje s majoritními balíky, ale pouze s několika desítkami procent. Akcie obchodované na burze získávají tento „vlastnický rozměr“ až tehdy, kdy jsou jazýčkem na vahách jednotlivých velkých akcionářů.

Emise akcií musela být pro firmy zákonitě mnohem dražší formou financování než úvěr u státních bank, i když tyto úvěry, jak se nakonec ukázalo, zaplatili všichni občané České republiky společně. Většina podniků se po roce 1989 potýkala se zásadními existenčními problémy, neměla připravený žádný business plán dalšího rozvoje a vykazovala velmi špatné hospodářské výsledky. Ve spojení s obrovskou nejistotou toto znamenalo velmi malé šance

⁸² Richter (2002)

na oprávněný vstup na akciový trh.⁸³ Na trh (a zejména kapitálový trh) patří pouze zdravé společnosti.⁸⁴ Nejen že většina společností na akciový trh nepatřila, ale navíc na něj nechtěla ani vstoupit. Důsledky se začaly projevovat v letech 1995-96 dobrovolnými odchody mnoha společností z trhu. Emise, které se díky kupónové privatizaci objevily na akciovém trhu, velmi často postrádaly další důležitou vlastnost, a to velikost emise, která je nutná pro zajištění likvidity. Jak uvádí Havel (1998), na českém trhu se objevily emise menší než 30 mil. korun, přibližně 850 emisí bylo menších než 100 milionů korun a přibližně 1200 emisí bylo menších než 200 mil. korun. Za optimální rozměr emise může být přitom považována velikost minimálně okolo 500 mil. korun.⁸⁵

Emisí akcií se navíc člověk zbavuje vlastnických práv, a ta v období transformace patřila k jednomu z nejžádanějších zboží. Každý se choval podle hesla „urvi, co můžeš“. Když období zmatku pomine, každému už zůstane, co získal pomocí všech možných prostředků v překotných letech transformace. Poté nastane „standardní čas“ a všichni ti, co se chovali „dravě“ v prvních letech, mohou začít spokojeně kultivovat a rozmnožovat svůj majetek a chovat jako praví kapitalističtí gentlemani. Privatizace představovala neopakovatelnou hru, v níž všechny kontrakty byly z povahy věci neúplné a optimální strategií tak bylo tyto kontrakty porušovat. Naopak období po změnách znamená už standardní prostředí – opakovanou hru, v níž je výhodnější pravidla dodržovat.

Významnou roli v procesu vzniku kapitálového trhu sehrály investiční privatizační fondy, které se staly v Česku synonymem rozkrádání majetku. Investiční fondy spolu s managementem firem vyvinuly několik různých metod, které sloužily stejnému cíli: vysání majetku společnosti pod přímou kontrolu IPF a managementu samozřejmě na úkor dalších (minoritních) akcionářů.⁸⁶ Spíše než nástrojem ke kolektivnímu financování tak IPF byly institucemi, které zpronevěřovaly jim svěřený majetek. Nic na tom nemění ani skutečnost, že majetek jim svěřený získali občané v podstatě zadarmo. Činnost IPF tak pravděpodobně patřila k významným faktorům, které přispěly ke ztrátě důvěry občanů v kapitálový trh.

⁸³ Havel (1998)

⁸⁴ Mejstřík, Test recesí trhu rozhodně prospěl, *Hospodářské noviny*, 25.1.1999

⁸⁵ Havel (1998)

⁸⁶ CMF (1997)

V Polsku trh také vznikl násilně, ale jeho vznik byl přirozenější. Stejně jako v Česku, bylo i v Polsku státem rozhodnuto o tom, které podniky půjdou první na burzu. V prvním roce jich však bylo pouze několik, postupně společnosti přibývaly, až se k nim začaly přidávat i soukromé společnosti. Program masové privatizace byl také spuštěn až v roce 1995 do již jistým způsobem zavedeného kapitálového trhu. A důležité je, že trh již od počátku fungoval nejen jako nástroj privatizace, ale též jako místo pro získávání externích zdrojů financování. Ani sebepřísnější regulace nedokáže ochránit zájmy malých akcionářů, musí tam být přinejmenším nějaká motivace aktérů, minoritní akcionáře neokrádat. V Polsku byl trh místem pro získávání finančních zdrojů, v Česku byl naopak výhradně použit k privatizaci: tzn. žádná opakovatelná hra, pouze jednorázový převod majetku.

Státní banka ovládaná politiky podnikům peníze poskytne, trh (investoři, kteří investují „své“ peníze) ne. Na kapitálovém trhu hraje obrovskou roli důvěra. Komunistickým podnikům bez podnikatelského záměru, se ztracenými trhy, špatně orientovanou výrobou, bez znalosti čehokoliv a v období obrovské nejistoty by byl málokdo ochoten svěřit své peníze za akcie, navíc v čase, kdy jen minimum lidí mělo alespoň nějakou představu o fungování kapitálového trhu.

Proč ale lidé svěřili své peníze do podniků v Polsku? Jedním z důvodů může být vysoké underpricing u privatizačních emisí. Vláda vysokými emisními cenami, které převyšovaly skutečnou hodnotu, nalákala spoustu občanů do investic do státních podniků (nejlepším příkladem je privatizace Bank Slaski – viz část o vzniku trhu v Polsku). Vláda nastavila takové underpricing, protože měla strach, že by mohlo dojít k poklesu kurzu a občané by mohli přijít o svoje peníze. To by jistě způsobilo ztrátu důvěry v celou privatizaci. Došlo tak k vytvoření jakési umělé bubliny, která splaskla v roce 1994, kdy z vrcholu 20000 bodů klesl index WIG v červnu na 8000 bodů.⁸⁷

Co vedlo k násilné emisi 1500 podniků v Česku? Tolik podniků přece nebylo emitováno na žádném jiném evropském trhu kromě Londýna. Copak nebylo zřejmé, že podniky tam nevydrží? Anebo to bylo provedeno s myšlenkou, že ti slabší odejdou a evolučním výběrem

⁸⁷ OECD Economic Survey - Poland Report (1997)

zůstanou jen ti nejsilnější, kteří jsou dostatečně velcí pro obchodování na burze?⁸⁸ Období boomu (boom uměle vyvolaný nízkými cenami úpisu, záměrně aby nedošlo k velkým poklesům akcií a akcionáři-občané-voliči tak nepřišli o své peníze a neztratili důvěru v kapitálový trh) v Polsku bylo přísně regulováno a obchodováno bylo pouze několik málo společností. Postupně přibývaly, až jejich počet překročil počet společností na BCPP. Darwinův výběr se v Česku nakonec projevil, zanechal na českém akciovém trhu přibližně sedm „obchodovatelných“ společností, české hospodářství má ale jistě větší potenciál.

Popis českého a polského akciového trhu

Rozvinutost kapitálového trhu je možné měřit několika různými ukazateli. Pro porovnání obou zemí jsem se rozhodl využít ukazatele akciového trhu, které ve své studii použili Levine a Zervos (1998), Levine a Zervos ve svém článku zkoumali, zda-li velikost akciového trhu, jeho likvidita, volatilita a mezinárodní integrace jsou korelovány ekonomickým růstem měřený růstem HDP, akumulací kapitálu a růstem produktivity. Rozvinutost akciového trhu by neměla být měřena pouze velikostí trhu, počtem společností, které jsou přítomny. Mnohem důležitější je pohled, jakým způsobem jsou akciové trhy prospěšné pro hospodářství. Levine a Zervos ve své práci došli k závěru, že likvidita akciového trhu, měřená jak poměrem obratu ku kapitalizaci tak poměrem obratu ku HDP, je pozitivně a signifikantně korelována s ekonomickým růstem. Naopak výsledky u velikosti trhu, volatility a integrace akciového trhu, ačkoliv ukazovaly na pozitivní korelaci s ekonomickým růstem, nebyly statisticky signifikantní. Přesto je užitečné brát ukazatel velikosti trhu jako měřítko rozvinutosti akciového trhu. Stejně tak v případě ukazatele „market integration“ doložil Korajczyk (1996), že tento ukazatel nabývá větších hodnot v případě rozvíjejících se trhů a naopak nižších hodnot u trhů již rozvinutých.

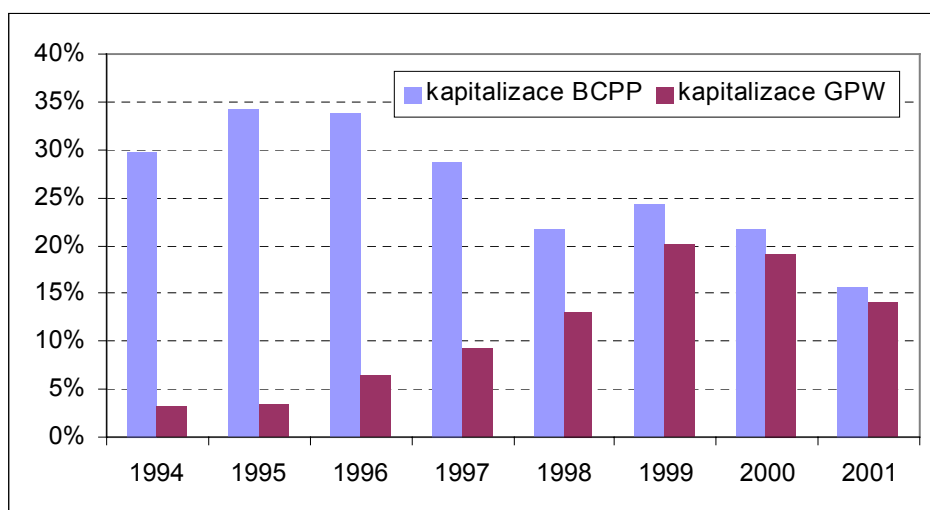
3.1.3 Velikost trhu

Velikost trhu je v první řadě posuzována podle velikosti tržní kapitalizace všech akcií přičemž hodnota tržní kapitalizace dané společnosti je počet vydaných akcií násobený jejich aktuální cenou. Tento indikátor poté může být prezentován v různých formách – vyjádřený v absolutní

⁸⁸ Johnston Shleifer (1999)

hodnotě a domácí měně, vyjádřený v dolarové hodnotě anebo jako poměr k HDP země. Vyjádření v poměru k HDP země jednak dobře umožňuje mezinárodní srovnání a navíc říká, jak významnou roli hraje akciový trh v celé ekonomice, jak je akciový trh pro firmy důležitý, jako trh na kterém je možno získat finanční zdroje pro financování projektů.

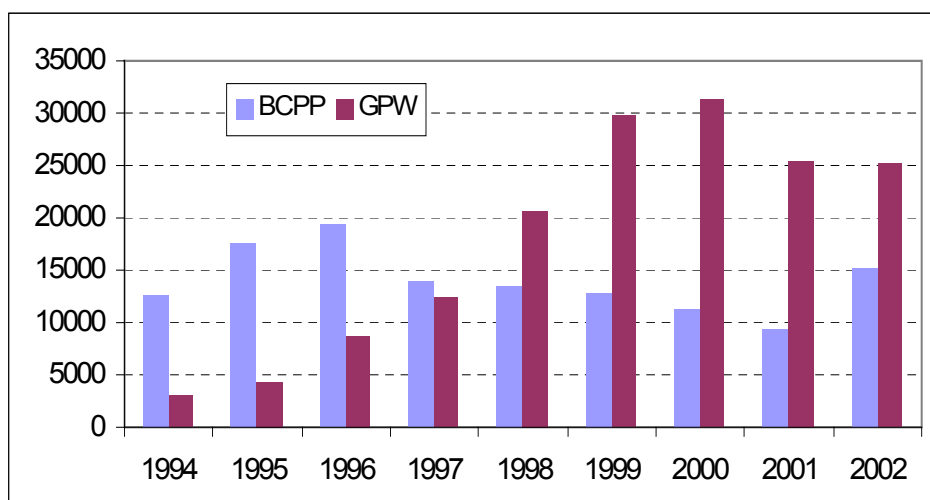
Graf 1 Kapitalizace BCPP a GPW (% HDP)



Zdroj: BCPP, GPW

Z grafu je patrné, že v obou zemích je možné pozorovat během prvních deseti let vzniku akciového trhu odlišný vývoj. Zatímco v Česku postupně klesal podíl kapitalizace na HDP, v Polsku tento podíl až do roku 1999 rostl.

Graf 2 Kapitalizace BCPP a GPW (mil. dolarů)



Zdroj: BCPP, GPW

Pokud bychom porovnávali vývoj kapitalizace v absolutní hodnotě vyjádřené v dolarech, rostla v Polsku kapitalizace až do roku 2000, kdy dosáhla dokonce úrovně kapitalizace vídeňské burzy a stala se tak největší burzou v regionu střední a východní Evropy.⁸⁹ Český trh byl v dolarovém vyjádření díky velkému posílení koruny v roce 2002 a také značnému růstu akcií Komerční banky jedním z nejúspěšnějších akciových trhů na světě. S otázkou absolutní velikosti akciového trhu také souvisí koncept „kritické velikosti“ (critical mass)⁹⁰. Tento koncept se opírá o myšlenku, že existuje určitá hranice nutné velikosti trhu, aby tento trh mohl dobře fungovat. Ačkoliv je tento koncept často zmiňován, nenašel jsem žádnou odbornou publikaci, která by jej nějak podrobněji rozváděla. Polsko je z tohoto pohledu v mnohem lepší situaci, protože jeho hospodářský prostor je přibližně 4krát větší než Česká republika. Ve studii časopisu *The Economist* zabývající se oblastí financí a kapitálových trhů je právě polský akciový trh označen jako jediný trh s udržitelnou velikostí, i v jeho případě jsou však uvedeny pochyby, zda-li je velikost trhu dostatečná.⁹¹

Vývoj kapitalizace v těchto transformujících se zemích je spíše než s vývojem cen svázán s počtem společností, které jsou na trh kótovány. V Česku bylo díky programu kupónové privatizace zprivatizováno právě 50% všech společností, které představovaly přibližně 30% HDP země. Firmy ale postupně zjišťovaly, že je pro ně setrvání na burze z různých důvodů nevýhodné (setrvání na burze pro ně neslo i dodatečné náklady ve formě přísnějších informačních povinností) a začaly postupně od roku 1995 burzu opouštět. V následujících letech začala pak sama KCP vylučovat cenné papíry, které nesplňovaly základní požadavky obchodování, a to především požadavky na likviditu cenného papíru. V roce 1996 byl odchod z veřejné obchodovatelnosti sankcionován povinným odkupem. Od roku 2000 může být emise vyřazena i bez povinného odkupu, ale pouze když nesplňuje podmínky obchodovatelnosti. Pro svobodné rozhodnutí firem o odchodu nadále platí podmínka povinného odkupu, což znesnadňuje (zdražuje) opuštění veřejných trhů.

⁸⁹ *Polsky rynek kapitałowy i Komisja papierów wartościowych, 10-lecie, Komisja papierów wartościowych i Giełd, Warszawa, květen 2001*

⁹⁰ *The Economist Central Europe Finance Survey (2002)*

⁹¹ *The Economist Central Europe Finance Survey (2002)*

Tabulka 4 Počet společností na GPW a BCPP

	1 994	1 995	1 996	1 997	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002
GPW	44	65	84	143	198	221	228	230	216
BCPP	1 024	1 698	1 628	300	283	181	142	100	79

Zdroj: BCPP, GPW

Naopak na GPW docházelo během let postupně k nárůstu počtu společností. Největší nárůst byl zaznamenán v roce 1997 a 1998, v roce 1997 bylo přijato k veřejnému obchodování na GPW 59 firem, v roce 1998 přibylo 55 firem. Postupně ale začalo přibývání nových společností ustávat, v roce 1999 bylo přijato k obchodování 18 společností, v roce 2000 13 firem. V roce 2002 poprvé převýšil počet společností, které z GPW odešly, počet společností, které na trh vstoupily, celkový počet společností klesl na 216, což bylo zapříčiněno především bankroty několika firem a souviselo s fází zpomalení hospodářského růstu.

To, jaký význam měl pro vývoj kapitalizace vstup nových společností, nejlépe dokládá velikost společností, které postupně vstupovaly na polský trh. V roce 1991 byla průměrná velikost kapitalizace přibližně 22 miliónů zl, v roce 2000 to bylo skoro 500 mln. zl. Za značným růstem kapitalizace v roce 1997 resp. 1998 stál především vstup velkých polských společností jako KGHM, Bank Handlowy, Bank PKO SA resp. Telekomunikacja Polska SA (TPSA). Kapitalizace TPSA zvýšila skokově kapitalizaci burzy téměř o 50%.⁹²

Ukazatele velikosti akciového trhu nevypovídaly od počátků trhu věrně o jeho stavu. Co se týče velikosti, je skreslení způsobeno vznikem akciového trhu v Česku, kdy se na trh dostala velká většina podniků, které by na normálních trzích byly stěží obchodovatelné kvůli minimální velikosti emise či špatnému business plánu. Samy tyto podniky by navíc za normálních okolností na akciový trh nevstoupily. Tyto firmy byly ale násilně na trh uvedeny, a tak je porovnávání tohoto ukazatele v Česku a Polsku v prvních letech transformace zavádějící. V prvních letech bylo Česko vzhledem k tomuto ukazateli srovnatelné s jinými vyspělými zeměmi jako např. Německem, postupně se ale začala ukazovat pravá tvář situace akciového trhu a jak firmy začaly trh (dobrovolně či nedobrovolně) opouštět a na polský trh naopak přicházet, vyrovnávala se úroveň v obou zemích. V roce 2002 je již ukazatel poměru

⁹² Czekaj et al. (2001)

kapitalizace k HDP téměř srovnatelný.⁹³ Dalo by se tedy říci, že obě země vyšly z opačných konců a sešly se uprostřed.

3.1.4 Likvidita

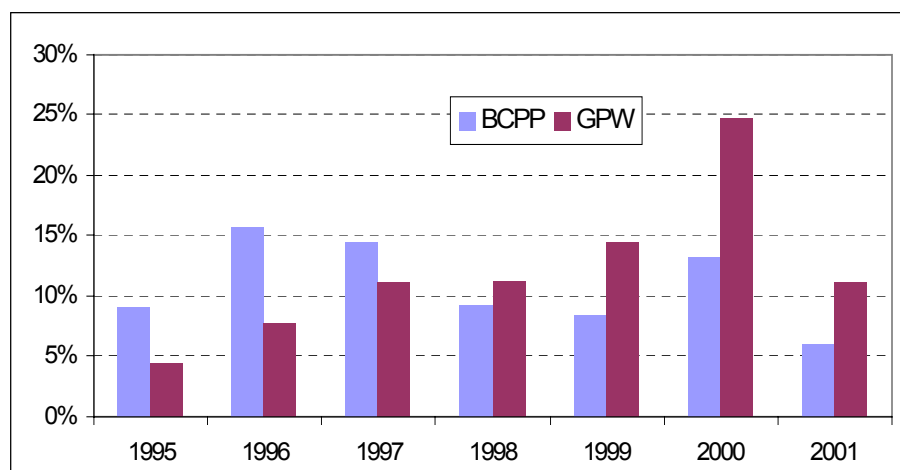
Dalším důležitým ukazatelem rozvinutosti akciového trhu je jeho likvidita. Likvidita je vlastnost aktiva, která říká, jak rychle je možné dané aktivum prodat nebo koupit. Likviditu trhu pak lze definovat jako „vlastnost trhu, která umožňuje investorům prodat nebo koupit investiční instrumenty za cenu rozumně související s jejich předcházející cenou.“⁹⁴ Likvidita je přitom základním předpokladem, který umožňuje, aby cena akcie odrážela fundamentální hodnoty. Bez likvidity, tedy bez nákupu a prodeje, není možné ustálit spravedlivou cenou. Likvidita je také nezbytným předpokladem pro řízení rizika, bez likvidity není možná diverzifikace portfolia, likvidita patří mezi základní vlastnosti aktiva, podle kterých se investor rozhoduje jestli do aktiva investuje.

Pro posouzení likvidity jsou používány dva základní ukazatele, a sice poměr objemu transakcí k velikosti kapitalizace a podíl objemu transakcí k velikosti HDP. Pokud bychom porovnávali ukazatel obratu měřený v poměru k HDP, byly stejně jako u vývoje kapitalizace hodnoty z pohledu České republiky z počátků velmi příznivé a ukazovaly na největší rozvinutost mezi odpovídajícími transitivními zeměmi jako Polsko či Maďarsko a přibližovaly se hodnotám obvyklým v západních zemích. Postupně ale i zde docházelo k poklesu s tím, jak skončila redistribuční fáze obchodů, kdy se přesouvaly majetkové podíly po kupónové privatizaci. Co se týče ukazatele velikosti obratu k kapitalizaci trhu, ukazuje se polský trh od počátků jako mnohem aktivnější, což jistě plyne ze skutečnosti, že v prvních letech byla kapitalizace polského trhu poměrně malá. Postupně jak sílila polská burza, tak rostla i velikost obrátů v poměru k HDP.

⁹³ Je třeba poznamenat, že zatímco v Polsku a Česku je velikost tohoto ukazatele přibližně 15% HDP ve vyspělých zemích dosahuje tento ukazatel hodnot 60-80%, v některých zemích překračuje hodnotu 100% HDP.

⁹⁴ Richter (2002)

Graf 3 Objemu obchodů s akcemi na BCPP a GPW (v % HDP)



Zdroj: BCPP, GPW

Ukazuje se ale, že na rozdíl od vývoje kapitalizace Polsko v ukazatelích likvidity předběhlo Českou republiku a poměry obrátů s akcemi k HDP i ke kapitalizaci na varšavské burze jsou přibližně dvakrát větší než odpovídající poměry v Česku.

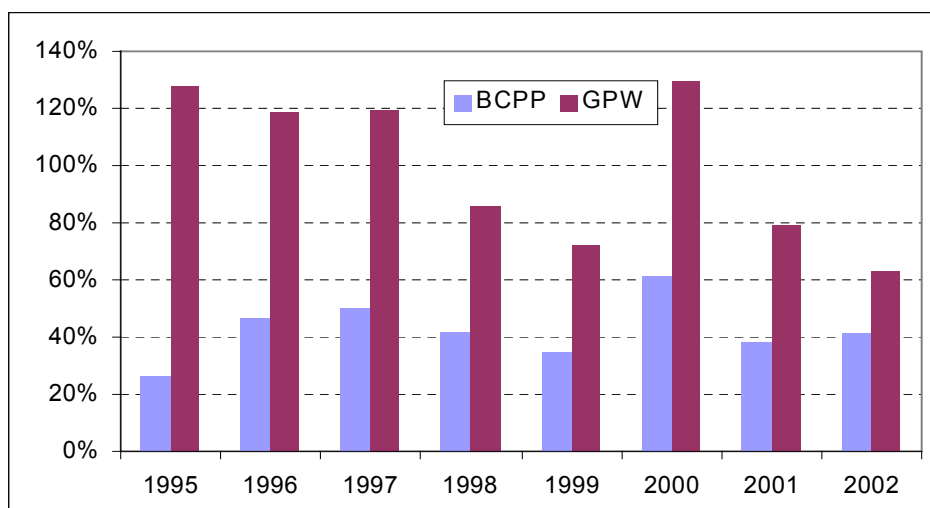
Významný rozdíl mezi Prahou a Varšavou existuje ve struktuře obrátů. Zatímco v Česku se více jak 80% obchodů odehrává na hlavním trhu, kde je umístěno pouze 5 společností, v Polsku obnáší objem obchodů pěti nejobchodovanějších společností přibližně 45%⁹⁵. Za určitý úspěch lze z tohoto pohledu považovat zavedení segmentu obchodování SPAD (viz. kapitola 1.1.7) u kterého v např. v roce 2001 objemy obchodů z režimu automatického obchodování tvořily 96,1%.⁹⁶ Na českém trhu tak sice existuje přibližně 70 titulů, ve skutečnosti je ale obchodováno pouze s pěti tituly, naopak v Polsku je na hlavním trhu kótováno 122 společností. To jistě souvisí se skutečností, že na českém trhu po kupónové privatizaci stále zůstává kótováno mnoho firem, které ani samy nemají zájem na burze setrávat.

Zajímavé výsledky nabízí srovnání obchodování podle typu uzavírané transakce – jestli se jednalo o standardní obchod anebo o tzv. blokový obchod (Tabulka 5). Blokový obchod znamená, že dva účastníci transakce se mezi sebou dohodnou na uskutečnění obchodu, vyjednejí cenu a burza zde slouží pouze jako vypořádací instituce.

⁹⁵ podle indikátorů z roku 2001

⁹⁶ Výroční zpráva BCPP 2001

Graf 4 Objemu obchodů s akcemi na BCPP a GPW (jako poměr ku kapitalizaci)



Zdroj: BCPP, GPW

V Česku byly v prvních letech blokové obchody velmi časté, což souviselo především s převody majetků z kupónové privatizace, postupně ale podíl těchto obchodů klesal až dosáhl minimální hodnoty v roce 2002. V Polsku naopak blokové obchody tvořily vždy minimální část obchodů. Postupně ale dosáhly úrovně 25%. To je v Polsku zřejmě způsobeno omezením obchodování mimo veřejné trhy. Transakce, které se odehrávají v Česku mimo burzu pouze vypořádáním přes UNIVYC anebo SCP, tak musí být v Polsku uskutečňovány na veřejném trhu. Takové transakce mimo burzu jsou z povahy věci obchody blokovými. To vysvětluje větší podíl blokových transakcí na polské burze.

Tabulka 5 Objemy transakcí s akciemi podle druhu obchodu (v % celkového objemu obchodů na BCPP resp. GPW)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
BCPP							
centrální trh	17.1%	11.1%	8.4%	42.1%	87.9%	93.8%	92.3%
blokové obchody	82.9%	88.9%	91.6%	57.9%	12.1%	6.2%	7.7%
GPW							
centrální trh	97.1%	94.7%	91.0%	85.5%	79.6%	61.3%	75.3%
blokové obchody	2.9%	5.3%	9.0%	14.5%	20.4%	38.7%	24.7%

Zdroj: BCPP, GPW

Díky tomu, že na polské burze je větší část obchodů blokových, které jsou necenotvorné, jsou ukazatele likvidity pro Polsko mírně nadhodnoceny a rozdíl mezi likviditou v Česku a Polsku není tak velký.

Skutečnost, že není dost likvidních akcií, dokládá mimo jiné též složení indexu pražské burzy PX50, který už dávno neobsahuje 50 titulů jako na počátku, ale je počítán pouze z 28. Při počítání ukazatele „market integration“ (viz. níže) jsem chtěl použít z každého trhu 30 nejlikvidnějších akcií, ale v České republice jsem našel vhodných pouze 27 (akcie společnosti Erste byla vyřazena pro malý počet pozorování).

3.1.5 Obchodování na veřejných a mimo veřejné trhy

Když budeme porovnávat míru obchodování na veřejných trzích, dojdeme k závěru, že jak v Česku tak v Polsku je obchodování na veřejných trzích koncentrováno na burzu a mimoburzovní trhy (RM-systém a CeTO) hrají minimální roli. Naopak při porovnání veřejného a neveřejného trhu se objevují značné rozdíly. V České republice je toto obchodování přibližně na polovinu rozděleno mezi BCPP a mimoburzovní trh, naopak v Polsku je úloha neveřejného trhu minimální. Jak jsem se již zmínil, existuje v Polsku silné omezení provádění transakcí mimo regulovaný (veřejný) trh.

Tabulka 6 Objemy obchodů s akcemi na jednotlivých druzích trhů v roce 2001

	mil. zl.	%
GPW	42531.00	99.83%
CeTO	52.25	0.12%
Mimo veřejné trhy	18.42	0.04%
Celkem	42601.68	100%
	mld. Kč	%
BCPP	56.10	43.79%
RM-Systém	5.80	4.53%
UNIVYC	64.30	50.20%
SCP	1.90	1.48%
Celkem	128.10	100%

Zdroj: KDPW, KCP

Pokud bychom porovnávali postavení mimoburzovních trhů, tak v Polsku je CeTO čistým substitutem GPW a nedochází ke podvojnému kótování na obou trzích. Na CeTO vstupují pouze malé firmy a u mnoha z nich se jedná pouze o přestupní stanici, kdy koncovou stanicí je kótování na GPW. V Česku naopak RM-systém vznikl jako produkt kupónové privatizace (snad jako vše co má souvislost s akciovým trhem) jako místo, kde mohou občané přímo, bez

prostřednictvím burzy nakládat se svými akciemi, které v kupónové privatizaci získali. Na RM-systému jsou tak umístěny i firmy, které jsou kótovány na BCPP.

3.1.6 Trh s termínovými kontrakty

Významnou odlišností obou trhů je skutečnost, že na GPW existuje na poměry střední Evropy relativně rozvinutý trh s termínovými kontrakty. Obchodování s nimi bylo zahájeno v roce 1998. Z počátečních hodnot obrátu okolo 600 mil. zl. se obraty vyšplhaly až na hodnotu téměř 100 mld. zl. v roce 2001. I když se jedná především o termínové kontrakty na akciové indexy (tedy ne typické termínové kontrakty), je to nejen největší termínový trh mezi burzami ve střední Evropě, ale překračuje i velikosti obrátu na některých západoevropských burzách (Kodaň, Oslo).⁹⁷ V Praze zatím pouze dochází k přípravám trhu s termínovými kontrakty.

3.1.7 Dluhopisový trh

V Polsku je sice poměrně rozvinut trh s termínovými kontrakty, na druhou stranu existuje v Česku mnohem významnější trh dluhopisů, a to co se týče kapitalizace či objemu obchodů. Pražský trh, který vznikl na rozdíl od akciového trhu spontánně, v objemu kapitalizace podnikových dluhopisů předčí mnohé trhy v západní Evropě (viz. Tabulka 7).

Tabulka 7 Domácí dluhové cenné papíry (%HDP), 2000

	Finanční	Podnikové	Celkem*
Německo	49,7	1,3	90,2
Portugalsko	16,1	9,6	61,7
Španělsko	5,3	4,8	59,0
Česko	5,5	5,3	46,1
Maďarsko	N.A.	1,5	35,5
Polsko	N.A.	0	20,3

Zdroj: The Economist Central Europe Finance Survey,^{*} zahrnuto též vládní a komunální dluhopisy

Z následujících tabulek je patrný rozdíl ve významu dluhopisového trhu na pražské a varšavské burze. Zatímco ve Polsku jsou nejobchodovanějšími cennými papíry akcie, v Česku je poměr obrácen téměř přesně opačně (Tabulka 8).

⁹⁷ Charakterystika i regulace polskiego rynku kapitałowego (2002)

Tabulka 8 Objemy obchodů s dluhopisy na BCPP a GPW (mil. dolarů)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
BCPP	12 508	23 031	28 462	25 353	51 253	51 088
GPW	3 834	2 456	1 149	1 108	1 288	1 036

Zdroj: BCPP, GPW

Tabulka 9 Poměr podílu obchodů s akcie a dluhopisy na BCPP a GPW (v % součtu objemu obchodů akcií a dluhopisů)

		1997	1998	1999	2000	2001	2002
BCPP	akcie	3.64%	3.57%	2.81%	2.69%	2.75%	3.16%
	dluhopisy	96.36%	96.43%	97.19%	97.31%	97.25%	96.84%
GPW	akcie	79.51%	87.90%	94.91%	97.36%	94.00%	93.91%
	dluhopisy	20.49%	12.10%	5.09%	2.64%	6.00%	6.09%

Zdroj: BCPP, GPW

Český dluhopisový trh vznikl spontánně díky tomu, že nebyl využitelný k privatizaci tak jako trh akciový, přičemž jeho regulace se nijak významně nelišila od regulace akciového trhu. V Polsku se naopak dluhopisový trh vůbec nerozvinul. To může mít několik příčin. Zaprvé je to skutečnost, že Polsko zažívalo během transformačních let poměrně vysokou míru inflace, která znehodnocuje dluhopisy a je i jistou překážkou udělování úvěrů. Naopak akciový trh, který umožňuje snadnější přeceňování, se dokáže s tímto problémem vypořádat. Jak je vidět z vývoje indexu WIG, pokud očistíme tento index od inflace (viz následující kapitola), drží si akciový index přibližně stejnou úroveň. Akcie tak paradoxně mohly být v Polsku velmi stabilní investicí, na rozdíl od ostatních aktiv, která se tak dobře vlivům inflace nedokáží bránit. Dále na rozvoj dluhopisů jako dluhového financování mělo vliv i postavení Polska, které na počátku 90. let čelilo obrovskému zadlužení, což se jistě přeneslo i na vznikající soukromý sektor. Naopak v Česku nastal velký zájem o dluhopisy v období, kdy české banky přestaly udělovat úvěry a kdy došlo k tzv. „credit crunch“.

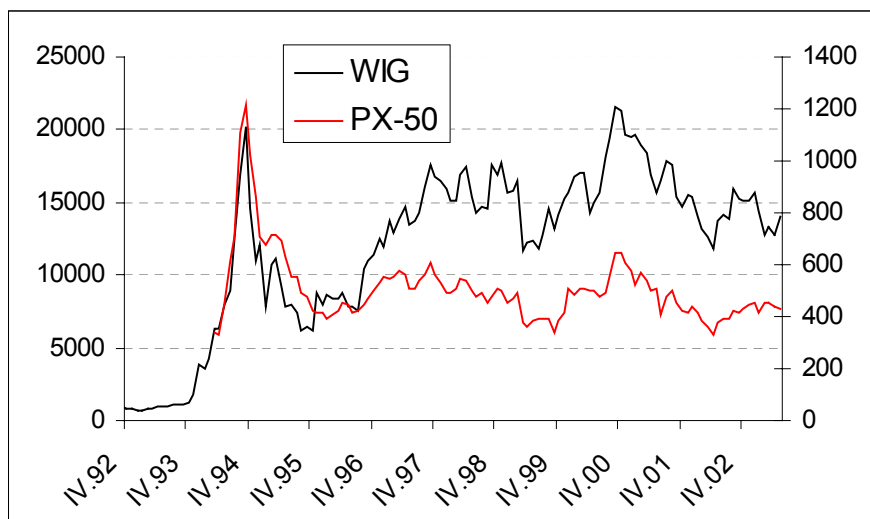
Máme zde tak situaci, kdy se na jedné straně v Česku rozvinul trh s dluhopisy, na druhé straně v Polsku trh s akciemi. Trh s dluhopisy je a byl v Česku přibližně stejně regulován jako trh s akciemi. Trh s obligacemi ale vznikl spontánně, z vůle účastníků, kteří sami měli zájem na fungování trhu. Tento vnitřní mechanismus nutí firmy k tomu, aby dodržovaly předepsaná

pravidla. Při vzniku akciového trhu a jeho využití při privatizaci se pozapomnělo na důležitou funkci primárního trhu a pozornost se zaměřila na vytvoření formálně dobře fungujícího (podle ukazatelů) sekundárního trhu. Zde ale docházelo pouze k přesunům majetkových podílů a firmy jej od počátků nebraly jako místo pro získávání kapitálu. To se trhu zpětně vrací v podobě minimálního zájmu společností setrvávat na trhu a chovat se podle předepsaných pravidel. Je totiž zřejmé, že trh jim nikdy kapitál neposkytne. Firmy v současné době z trhu téměř nic nemají. Kótování na burze jim přináší snad pouze levnou reklamu, akcionářům poskytuje vyšší likviditu a tržní ocenění jejich majetku. Aniž by začal fungovat primární trh a firmy tak poznaly, že pomocí něj mohou získat finanční prostředky pro svůj rozvoj, není velká šance na změnu chování firem ani na zvýšený zájem investorů, který by přinesl tolik potřebnou likviditu. Dobré chování se nedá nařídit zákonem.

3.1.8 Vývoj burzovních indexů

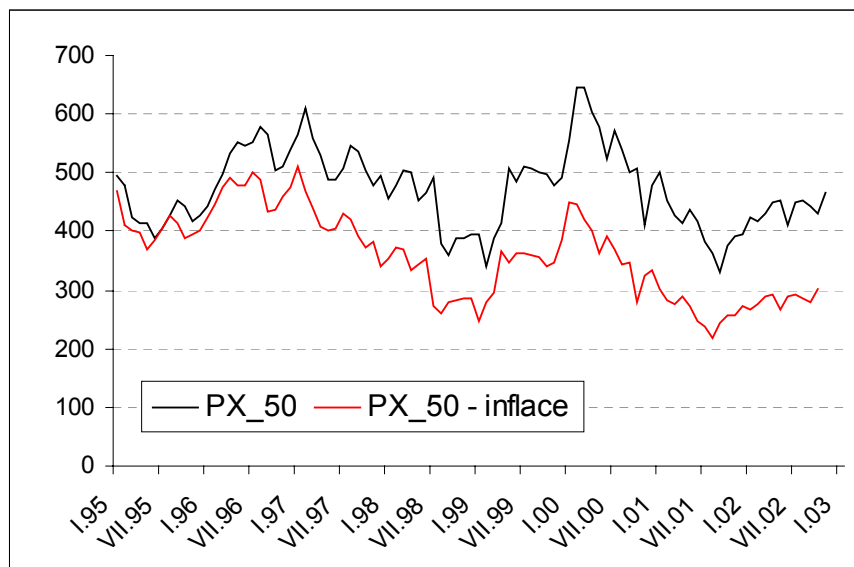
Pro ilustraci vývoje obou trhů uvádím tři následující grafy vývoje indexů BCPP – PX50 a GPW – index WIG. V případě prvního grafu se jedná společný graf obou indexů, zde je patrné, že oba trhy zažily v roce 1994 bublinu, která v roce 1995 splaskla. Z grafu 5 je pak vychází, že se index WIG po prasknutí bubliny v roce 1994 mírně vzpamatoval, zatímco český index neustále klesal.⁹⁸ Následující dva grafy pak ukazují vždy daný index též očištěný o měsíční inflaci. Z tohoto porovnání je patrné, že v České republice se vývoj nominálního a reálného indexu příliš neliší, v případě polského indexu se ukazuje, že i přes poměrně značnou inflaci si akciový trh udržoval svou reálnou hodnotu. To by také mohlo být jedním z důvodů větší ochoty polských investorů investovat v akcie. Na druhou stranu je možné prohlásit, že růst akciového trhu v Polsku není v reálném vyjádření vůbec tak oslnivý, jako je to v případě nominálních hodnot.

Graf 5 Vývoj indexů PX50 a WIG



Zdroj: BCPP, GPW

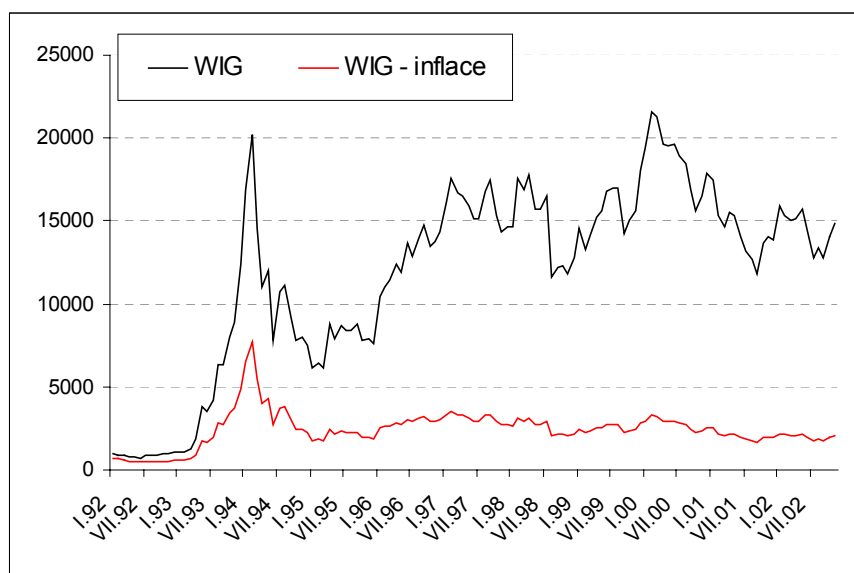
Graf 6 Vývoj indexu PX50 a reálného PX50



Zdroj: BCPP a Český statistický úřad⁹⁹

⁹⁸ Levá horizontální osa nese měřítko pro index WIG, pravá pak pro index PX50.

Graf 7 Vývoj indexu WIG a reálného indexu WIG



Zdroj: GPW, Polský statistický úřad¹⁰⁰

Úloha institucionálních investorů

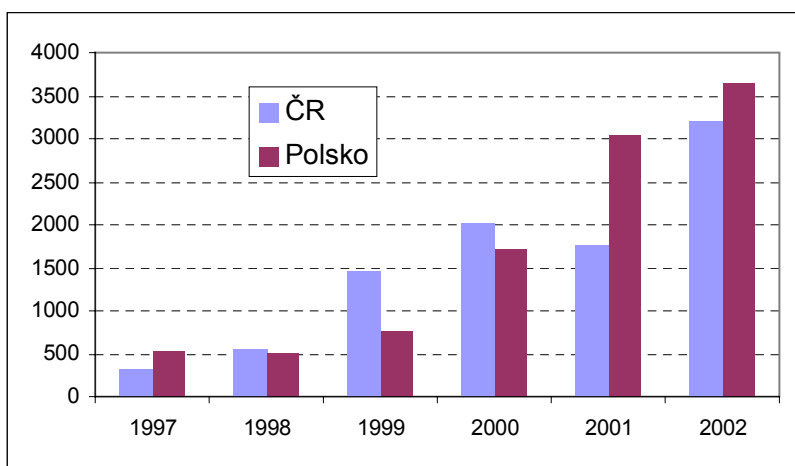
K velmi významným účastníkům kapitálového trhu patří institucionální investoři, mezi které počítáme investiční fondy, penzijní fondy a pojišťovací společnosti. Ve vyspělých zemích představují prostředky vlastněné institucionálními investory velký podíl na domácím HDP, a je samozřejmé, že jedno z míst, kde tito investoři investují jim svěřené prostředky, je akciový trh. Investiční fondy se rozšířily v Česku díky kupónové privatizaci, zde ale nemůžeme mluvit o rozvinutí, protože jejich účast měla spíše destruktivní následky na kapitálový trh. Po určitém období konsolidace teď v Česku probíhá velmi zřetelný nárůst prostředků spravovaných investičními fondy. Takovýto nárůst je možné pozorovat také na polské straně. Investiční fondy v těchto zemích patří k nejdynamičtějším Evropě. V roce byly české investiční fondy nejrychleji rostoucí v Evropě, kdy majetek jimi spravovaný vzrostl o 60 procent, druhým nejrychleji rostoucím byl trh polský, který vzrostl o 20 procent.¹⁰¹

⁹⁹ www.czso.cz

¹⁰⁰ www.stat.gov.pl

¹⁰¹ MF Dnes, Podílové fondy měly rekordní rok, 26.1.2003

Graf 8 Majetek spravovaný investičními fondy (v mil. dolarů)¹⁰²



Zdroj: UNIS, Stowarzyszenie Funduszy inwestycyjnych¹⁰³

Stejně tak je možné očekávat, že suma prostředků, které vlastní pojišťovací společnosti se v obou zemích bude zvyšovat. S tím, jak budou pravděpodobně obě země bohatnout, se bude jistě zvětšovat důležitost pojišťovacího sektoru a objem prostředků, které pojišťovny získají.

Podobná situace se dá očekávat i v oblasti penzijních fondů. Zde existuje ale jeden zásadní rozdíl v porovnání Polska a Česka. Polsko již absolvovalo reformu svého penzijního systému a v květnu 1999 přešlo na třípilířový systém, kde jeden pilíř představuje průběžné financování, další povinné financování do penzijních fondů a třetím pilířem je dobrovolné připojištění. Od roku 1999 bylo v penzijních fondech shromážděno přibližně 6 miliard dolarů, z čehož až 40% může být investováno do cenných papírů (z toho 5% může být investováno v zahraničí).¹⁰⁴

Podle Petra Koblice z CAIB, investiční banky ze skupiny HVB, je v Česku 99,5% všech obchodů prováděno institucionální investory a 95% z nich jsou ze zahraničí.¹⁰⁵ Naopak na varšavské burze je podíl víceméně rovnoměrně rozdělen mezi tři skupiny, kdy po 30% tvoří obchody individuálních investorů, domácích a zahraničních institucionálních investorů.¹⁰⁶

¹⁰² Hodnota v národní měně převedena na dolarovou podle kurzu na konci každého roku.

¹⁰³ www.uniscr.cz, www.stfi.pl

¹⁰⁴ The Economist, Central Europe Finance Survey (2002)

¹⁰⁵ The Economist, Survey - Finance in Central Europe (2002)

¹⁰⁶ Fact Book 2002, The Economist Survey - Finance in Central Europe 2002

4 Market Integration

Ukazatel market integration je založen na skutečnosti, že podle teorie by na dokonale integrovaných trzích měl kapitál volně přeplovat přes hranice a vyrovnávat tak cenu rizika. Pokud překážky omezují volný pohyb kapitálu, může se mezi jednotlivými státy cena rizika lišit. Levine a Zervos (1998) ve svém článku použili dvě metody navržené Korajczykem (1989), založené na dvou oceňovacích modelech - ICAPM (International Capital Asset Pricing Model) a IAPT (International Arbitrage Pricing Theory), a to sice metody k měření integrace jako měření odchylek výnosů akcií od rovnovážné ceny určené oceňovacím modelem, který byl vytvořen na základě předpokladu integrace trhů. Korajczyk (1996) použil tuto metodu k porovnání míry integrace mezi rozvíjejícími se a vyspělými trhy. Já jsem ve své práci použil pouze jednu metodu, založenou na ICAPM.

Jak uvádí Korajczyk (1996), tato metoda k měření volného pohybu kapitálu založená na cenách resp. výnosech akcií má tu výhodu, že překážky bránící pohybu kapitálu bez ohledu na jejich charakter nebo zdroj by měly vést k odchylkám od zákona jedné ceny. Naopak pokud jsou trhy integrovány, nemělo by k odchylkám docházet.

Problémem zmíněné metody je to, že je založena na předpokladu platnosti modelu oceňování aktiv. Pokud je model oceňování aktiv nesprávný, mohou být pozorovány odchylky při odhadu cen i když jsou trhy ve skutečnosti integrovány.

International CAPM (ICAPM)

(mezinárodní model oceňování kapitálových aktiv)¹⁰⁷

Markowitz vytvořil teorii o výběru optimálního portfolia pro individuálního investora založenou na rozhodování v prostoru výnosu aktiva (střední hodnoty) a rizika aktiva (rozptyl). Sharpe a Lintner tento model rozšířili na celkové tržní portfolio.¹⁰⁸ Standardní verze CAPM

¹⁰⁷ Korajczyk, Viallet (1989)

¹⁰⁸ Greene (2000)

říká, že tržní portfolio leží na hranici určené výnosem (střední hodnotou) a rizikem (rozptylem) a za předpokladu existence bezrizikového aktiva platí,

$$E(r_i) - r_f = \beta \cdot (E(r_m) - r_f) \quad (1)$$

kde r_i je výnos aktiva i , r_f je výnos bezrizikového aktiva, r_m je výnos tržního portfolia, a $\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_i)}$.

Tento vztah může být přepsán jako

$$E(R_i) = \beta \cdot E(R_m), \quad (2)$$

kde $E(R_i)$ je $E(r_i) - r_f$ a $E(R_m)$ je $E(r_m) - r_f$, tedy výnos aktiva resp. tržního portfolia nad výnos bezrizikového portfolia.

V případě domácího CAPM je pak portfolio M sestaveno ze všech domácích aktiv, případně nějakým způsobem vážených podle jejich odpovídající velikosti. Pokud bychom chtěli model rozšířit na mezinárodní, zaměníme domácí tržní portfolio světovým tržním portfoliem. V praxi je většinou velmi obtížné zkonstruovat skutečné tržní portfolio odpovídající danému modelu, a tak se pro měření využívají různé proxy. Pro tržní portfolia to nejčastěji bývají akciové indexy jednotlivých trhů. Také v případě bezrizikového aktiva ve skutečnosti neexistuje žádné absolutně bezrizikové aktivum, a tak se i zde používají různé proxy. Jak uvádí Korajczyk, Viallet (1989), stejně jako v mnoha empirických studiích je i v jejich výpočtech jako proxy bezrizikového aktiva brán výnos krátkodobých amerických pokladničních poukazech.

Takto vytvořený model má v sobě testovatelnou podmínku na vztah mezi výnosem daného aktiva a výnosem tržního portfolia. Pokud bychom označili P jako výnos tržního portfolia minus výnos bezrizikového aktiva (excess return of market portfolio) a R_i jako výnos i -tého aktiva minus bezrizikové aktivu (excess return of asset i) potom získáváme pro n aktiv a časové období T , mnohonásobnou regresi ve tvaru:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i P_t + \varepsilon_{i,t} \quad i = 1, \dots, n; t = 1, \dots, T \quad (3)$$

Aby CAPM platil musí být splněna podmínka, že všechna α_i jsou rovna nule, t.j.

$$\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_n = 0 \quad (4)$$

Absolutní člen α_i zde tedy představuje špatné ocenění aktiva i vůči tržnímu portfoliu.

To nám umožňuje testovat model více proměnných, zda je alfa signifikantně různá od nuly a tedy zda je námi daný model oceňování aktiv relevantní. Cambell, Lo a MacKinlay (1997)¹⁰⁹ ukázali, že hypotézu o rovnosti všech interceptů nule (4) je možno testovat pomocí statistiky¹¹⁰.

$$J = \frac{(T - n - 1) \cdot T}{(T - 2) \cdot n} \left(1 + \frac{\bar{P}^2}{s_p^2} \right)^{-1} \underline{\alpha}' \hat{\Omega}^{-1} \underline{\alpha} \quad (5)$$

kde s_p^2 je odhad rozptylu nadvýnosu tržního portfolia, \bar{P}^2 je kvadrát průměru nadvýnosů tržního portfolia, $\underline{\alpha}^{111}$ je vektor složený z absolutních členů regrese (odhad mispricing) a $\hat{\Omega}$ je odhad kovarianční matice reziduí. Testovací hypotéza H_0 tedy zní: $H_0 : \underline{\alpha} = 0$. Statistika J přitom má F-rozdělení s n a $T-n-1$ stupni volnosti $J \sim F(n, T-n-1)$.¹¹²

V případě ICAPM, kdy tržní portfolio je utvořeno ze světového, zamítnutí omezení definovaného v (4) je možné interpretovat jako zamítnutí cenového modelu anebo jako zamítnutí mezinárodní integrace. Za předpokladu, že CAPM je relevantní model pro oceňování aktiv, můžeme interpretovat absolutní členy z mnohonásobné regrese $\underline{\alpha}$ jako měřítko integrace jednotlivých akciových trhů s trhy světovými.

ICAPM a integrace

Korajczykova argumentace propojení ICAPM a integrace mezinárodních trhů je následující. Integrace trhů znamená, že se trhy v určitém smyslu pohybují společně. To může být také interpretováno tak, že trhy jsou ovlivňovány společnými faktory. V případě ICAPM se počet společných faktorů zúží pouze na jeden – světové tržní portfolio. Pokud bychom řekli, že trhy jsou integrované, potom jsou zahrnuty do jednoho celosvětového portfolia a měly by splňovat podmínky dané cenovým modelem platným pro ICAPM. Jestliže existují různá ocenění rizika

¹⁰⁹ Campbell, Lo, MacKinlay (1997), Kapitola 5

¹¹⁰ Mills, Terence C. (1999)

¹¹¹ Malé písmeno psané kurzívou se spodní čárou označuje v textu vždy vektor.

¹¹² Mills, Terence C. (1999)

pro jeden společný faktor, pak by se to mělo odrazit v nenulových koeficientech alfa (4). To by znamenalo, že segmentace trhů (jako opak integrace) zabraňuje arbitráži mezi trhy a chrání je před vyrovnáním ocenění rizika mezi oběma trhy. Tato skutečnost potom vede k chybám (odchylkám) od zvoleného modelu oceňování aktiv.

Data a deskriptivní statistika

Pro analýzu jsem použil data cenového vývoje třiceti nejobchodovanějších společností na varšavské burze a data 26 nejobchodovanějších společností na BCPP. Data v obou vzorcích byla za sledované období od ledna 1995 do prosince 2002 získána pro Česko přímo z BCPP, data k vývoji cen polských akcií jsem získal z oficiální stránky novin varšavské burzy „Parkiet“¹¹³. Pro výpočet měsíčních výnosů jednotlivých akcií byly použity závěrečné ceny obchodování na konci každého měsíce. Pro mezinárodní srovnání byly korunové ceny resp. ceny ve zlotých převedeny na dolarové ceny vždy odpovídajícím měsíčním kurzem dolaru. Měsíční kurzy dolaru vůči koruně jsem získal z oficiálních stránek České národní banky¹¹⁴, měsíční kurzy polského zlotého pak opět ze stránek novin „Parkiet“. Měsíční výnos akcie i v čase t byl vypočten standardně jako,

$$r_{i,t} = \ln(P_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1}), \quad (6)$$

přičemž ceny byly očištěny o rozdělení některých akcií podle informací BCPP a GPW.¹¹⁵

Korajczyk ve své práci „A Measure of Stock Integration for Developed Emerging Markets“ použil jako mezinárodní portfolio portfolio sestavené ze všech akcií, které měl k dispozici. Ve svém výpočtu jsem jako proxy světového portfolio použil index Standard&Poor's 1200 (S&P 1200), který je sestaven z 1200 světových společností. Výnos tohoto indexu byl vypočten stejně jako u jednotlivých akcií. Jako proxy bezrizikového aktiva jsem stejně jako Korajczyk zvolil tříměsíční U.S Treasury Bills. Nadvýnos (excess return) byl pak vypočten jako rozdíl výnosu jednotlivých akcií resp. indexu S&P 1200 a měsíčních výnosů tříměsíčních amerických pokladničních poukázek. Z uvedeného vyplývá, že jak český tak polský trh mají

¹¹³ www.parkiet.com

¹¹⁴ www.cnb.cz

¹¹⁵ BCPP (www.pse.cz) a GPW (www.gpw.com.pl)

přibližně stejnou směrodatnou odchylku, která je vyšší než je u světového portfolia. Dolarový výnos byl pak v Česku téměř nulový, naopak v Polsku záporný.

Tabulka 10 Měsíční dolarový výnos v období 1995-2002

	Česko	Polsko	S&P 1200	U.S. Treasure Bills
střední hodnota	0.01%	-0.45%	0.44%	0.37%
směrodatná odchylka	13.68%	14.67%	4.54%	0.10%

Konstrukce mispricing faktor – koeficient integrace

Mispricing faktor je pak zkonstruován za pomoci výsledků regrese (3) jako $\underline{\alpha}' \underline{\alpha} / n$, přičemž lze předpokládat, že se jedná o jedno z možných měřítek cenových odchylek, a tedy jako možné měřítko integrace. Druhá mocnina parametru α nám ukáže odchylku od nuly, podíl číslem n pak znormování pro různý počet společností mezi zeměmi. Platí že, $\frac{\hat{\alpha}' \cdot \hat{\alpha}}{n}$

konverguje k hodnotě $\frac{\alpha' \cdot \alpha}{n} + \frac{s_{\alpha}^2 \cdot i}{n}$ (viz poznámka ¹¹⁶),

$$\frac{\hat{\alpha}' \cdot \hat{\alpha}}{n} \rightarrow \frac{\alpha' \cdot \alpha}{n} + \frac{s_{\alpha}^2 \cdot i}{n}, \quad (7)$$

kde \underline{s}_{α}^2 je vektor variancí koeficientu α o rozměrech $n \times 1$ a i je jednotkový vektor. Z

uvedeného je zřejmé, že odhad $\frac{\hat{\alpha}' \cdot \hat{\alpha}}{n}$ je tedy vychýlený. Nestranný odhad koeficientu

integrace (mispricing error) $\underline{\alpha}' \underline{\alpha} / n$ má poté tvar,

$$\hat{\theta} = \frac{\hat{\alpha}' \cdot \hat{\alpha}}{n} - \frac{s_{\alpha}^2 \cdot i}{n} \quad (8)$$

Podle nulové hypotézy (4) očekáváme, že $\hat{\theta}$ bude rovno nule. Pokud tedy jsou kapitálové trhy integrovány a sdílejí stejné riziko, průměrný koeficient integrace by měl být blízký nule.

¹¹⁶ $s_{\alpha}^2 = E(\hat{\alpha}_i^2) - E(\hat{\alpha}_i)^2$ a $E(\hat{\alpha}_i) = \alpha_i$, z toho plyne, že $E(\hat{\alpha}_i^2 - \alpha_i^2) = s_{\alpha}^2$,

Výsledek a závěry

Mnohonásobná regrese (3) byla spočtena standardní metodou nejmenších čtverců za pomoci programu Eviews 3.1. Výsledky výpočtu koeficientu $\hat{\theta}$ podle vzorce (8) pro Českou republiku a Polsko za celé období 1995-2002 jsou uvedeny v tabulce 11. Koeficienty jsou spočteny vždy pro n akcií v každé zemi ($n_{CR} = 27$, $n_{PL} = 30$).

Tabulka 11 Koeficient integrace $\hat{\theta}$ pro období 1995-2002

	$\hat{\theta}$
Česká republika	-1.402162065
Polsko	0.193553183

Hodnoty $\hat{\theta}$ ukazují, že polský akciový trh se zdá být více integrován než trh český. Abychom dostali formální statistické ověření, spočteme statistiku J tak, jak byla představena v kapitole o ICAPM. Hodnoty spočtené pro statistiku J (5) a odpovídající kritické hodnoty (na 5% hladině významnosti) pro český a polský trh jsou uvedeny v tabulce 12.

Tabulka 12 J-statistic

	J statistic	F kritická hodnota
Česká republika	0,452158	1,650221
Polsko	N.A.*	1,634543

Stupně volnosti pro českou republiku a Polsko jsou následující:

$$J_{CR} \sim F(27, 68)$$

$$J_{PL} \sim F(30, 65)$$

Vzhledem k hodnotám J statistiky v případě České republiky nezamítáme hypotézu $\alpha = 0$.

*Hodnotu J -statistiky pro Polsko se mi nepodařilo spočítat. Matice $\hat{\Omega}$ je blízko singularitě a mnou dostupné nástroje (Eviews) nebyly schopny vypočítat inverzní matici k této matici. Determinant této matice je v případě polské kovarianční matice roven nule, v případě České republiky je roven $3.2 \cdot 10^{-53}$ a z konstrukce J -statistiky je zřejmé, že hodnota J -statistiky v případě spočtení inverzní matice je menší než hodnota v případě České republiky. Na základě

této úvahy i v případě Polska nezamítáme hypotézu $\alpha = 0$. Za podmínky platnosti oceňovacího modelu potom také nezamítáme hypotézu, že český i polský trh jsou integrovány s trhem světovým.

4.1.1 Plovoucí regrese

Spíše než by zdůrazňoval formální statistické testy, snažil se Korajczyk (1996) porovnat pozici mezi jednotlivými zeměmi a změny integrace jednotlivých zemí v čase. Já jsem použil jeho metodu odhadu koeficientu integrace nejen pro celé sledované období (výsledky v tabulce 11), ale také pro odhady kratších období, která se posouvají v čase. K tomu jsem využil „plovoucí regresi“, kdy jsem odhadoval regresi vždy pro období 18 měsíců. V případě plovoucí regrese byla potom tedy první regrese odhadnuta pro období leden 1995 – červen 1996, v následujícím kroku se období posunulo o jeden měsíc vpřed a odhadované období bylo únor 1995 až červenec 1996. Celkový počet pozorování je, jak jsem se již zmínil 96 (leden 1995 – prosinec 2002), počet plovoucích regresí byl tedy 79 pro každé aktivum, celkem tedy $(27+30)*79 = 4503$ regresí. Touto metodou jsem tedy získal celkem 79 vektorů $\hat{\alpha}$ pro každou zemi, ze kterých bylo spočteno 79 koeficientů integrace pro každou zemi.

Uvedený přístup plovoucí regrese má tu výhodu, že nám umožňuje sledovat vývoj jednotlivých ukazatelů integrace v čase. Dále pak zaručuje konstantní velikost faktoru beta v ICAPM, který se během času může měnit, což může způsobovat problémy v odhadu tohoto parametru pomocí metody nejmenších čtverců. Na druhou stranu je obtížné pomocí uvedeného přístupu testovat statistickou signifikaci jednotlivých parametrů.

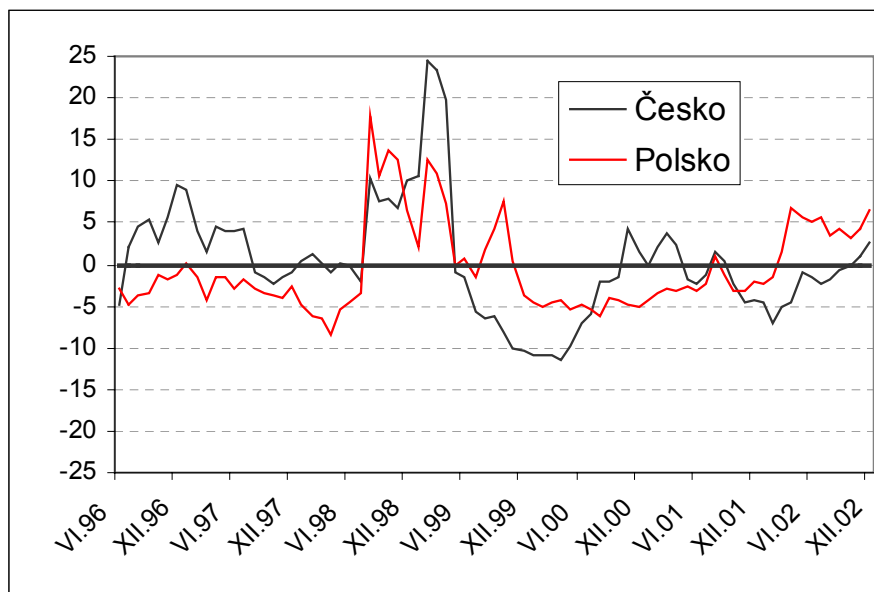
Výsledky vývoje koeficientů integrace v období červen 1996 až prosinec 2002 jsou uvedeny v následujícím grafu 9. Tyto údaje by nám měly poskytnout určité měřítko odchylek od zákona jedné ceny.¹¹⁷ Vykresleny jsou proti sobě vývoje v Česku a Polsku. Jak je patrné z grafu, vývoj ukazatelů je v obou krajích velmi podobný.

Je užitečné porovnat deskriptní statistiky obou časových řad koeficientů integrace (Tabulka 13). Ukazuje se, že průměrná hodnota koeficientu je nižší v České republice, na druhou stranu je rozptyl koeficientu nižší v Polsku. Pro naše hodnocení přitom nejdůležitější, jak moc se

¹¹⁷ Korajczyk (1996)

koeficient odchyluje od nuly. Pro to je dobré se také podívat na hranice rozpětí za sledované období, kde rozpětí v Polsku je nižší než v Česku.

Graf 9 Vývoj koeficientu integrace v Česku a Polsku v období 1995-2002



Tabulka 13 Deskriptivní statistika u kazatelů integrace za období 1995-2002

	Česká republika	Polsko
střední hodnota	0.26	-0.40
medián	-0.88	-2.45
rozptyl	47.83	29.04
špičatost	2.65	1.34
šikmost	1.11	1.35
rozpětí	35.99	26.04
minimum	-11.50	-8.33
maximum	24.49	17.71
počet	79	79

Korajczyk (1996) ve své práci ukázal, že koeficient integrace, jehož pomocí měřil míru integrace se světovým trhem, nabýval mnohem větších hodnot pro rozvíjející se trhy než pro trhy rozvinuté. Vzhledem k tomuto závěru jsou akciové trhy v České republice a Polsku poměrně na stejné úrovni vývoje. Výsledky Koraczyka také ukázaly vyšší hodnoty pro období ekonomických turbulencí. V našem případě největší fluktuace lze pozorovat v období let 1998-1999, kdy byly finanční trhy ovlivněny krizemi na světových trzích (Japonsko, asijská krize, Rusko) a také technologickou bublinou.

5 Veřejná nabídka primární emise akcií (IPO)

Možnosti financování

Společnost, která hledá zdroje pro financování svých investic, má na výběr z několika možností. Zdroje financování můžeme rozdělit do dvou základních skupin, a to sice na zdroje vnitřní a zdroje vnější. Vnitřní zdroje poskytují společnosti vlastníci reziduálních nároků – akcionáři společnosti. Mezi tyto zdroje pak patří neveřejná resp. veřejná emise akcií (private placement resp. IPO), financování ze zisků společnosti (bootstrap), financování v rámci společného podniku (joint venture), financování formou rizikového kapitálu (venture capital). Vnější financování naopak poskytují firmě osoby, které se vůči společnosti dostávají do vztahu věřitelského. Tyto zdroje jsou pak budoucím závazkem společnosti. Mezi ně můžeme zařadit například emisi dluhopisů, financování pomocí úvěru či leasingu.¹¹⁸

Představu o tom, jaké formy financování využívají firmy v České republice, můžeme získat z šetření, které provedl Dvořák v roce 2000 (viz Tabulka 14).¹¹⁹

Tabulka 14 Způsoby financování společností a jejich investic (% investic)

Typ financování	% investic
Samofinancování z vlastních zdrojů	62%
Bankovní úvěr	17%
Leasing	14%
Vydání dluhopisů	3%
Neveřejný úpis akcií (private placement)	2%
Kombinace výše uvedených způsobů	2%
Veřejný úpis akcií (IPO)	0%
Rizikový kapitál (venture capital)	0%
Společný podnik (joint ventures)	0%

Zdroj: Dvořák (2000)

¹¹⁸ Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

¹¹⁹ Dvořák (2000)

Každá z forem financování má své výhody i nevýhody. V případě financování z vlastních zdrojů je výhodou, že nedochází ke vzniku budoucích nákladů na kapitál. Tento způsob je také tím nejčastěji voleným. Mnohé firmy ale nemohou čekat na vytvoření vlastních zdrojů a především u mladých firem je evidentní potřeba externího druhu financování. Firma může žádat o získání bankovního úvěru (a to je také v Česku druhý nejobvyklejší způsob), který má tu výhodu, že se jedná o dluhové financování, akcionáři se nevzdávají svého podílu na budoucích ziscích společnosti a navíc zde existuje i daňová výhodnost. Pro získání úvěrů je ale nutná jistá historie společnosti. Poté se nabízí financování pomocí venture capital fondů. Ty zase znamenají velké požadavky na podnikatelský záměr společnosti a vysoké zisky – zhodnocování vloženého kapitálu.

Financování firmy formou veřejného úpisu akcií je poté další možností, která je zejména v anglosaském světě často využívána. Tato metoda má samozřejmě též své výhody a nevýhody. V prvé řadě je prospěšné, že tuto formu financování mohou získat společnosti, které nemají dostatečnou historii, která je nutná např. při žádosti o bankovní úvěr. Dále pak posiluje kapitál, čímž zlepšuje jeho poměr vůči dluhu a v neposlední řadě také zlepšuje kredit společnosti. To je zejména výhodné pro firmy z rychle se rozvíjejících odvětví informačních technologií nebo výpočetní techniky, které právě vznikly, mají výborný podnikatelský záměr a potřebují prostředky na další rozvoj. U této formy financování se předpokládá, že investoři budou více náchylní k riziku, a je tedy možné tuto formu použít k podpoře více rizikových projektů. Na druhou stranu společnost, která se rozhodne vstoupit na burzu, musí počítat s vyššími nároky na informační povinnosti, a především dosavadní akcionáři se budou muset dělit o budoucí zisky s novými akcionáři. Při rozhovorech s několika představiteli polských firem, které v poslední době vstoupily na GPW, se mezi nejčastější důvody rozhodnutí financovat rozvoj společnosti právě emisí akcií uvádí především rychlost získání nového kapitálu a zlepšení věrohodnosti společnosti.¹²⁰

Proces IPO

Existují tři základní případy primární emise. V prvním případě emisi provádí firma, která je již dobře známá a zavedená a provádí svůj první vstup na veřejný trh. Zde se velmi často

jedná o jisté vývojové stadium společnosti, kdy rodinná či státní firma přechází na formu akciové společnosti a výnosy z emise často neplynou emitentovi ale bývalým vlastníkům – to je i případ privatizace na polském trhu. Dalším případem je emise společností, které nejsou zavedené, kdy se jedná o nové společnosti, které přicházejí z nějakou inovativní myšlenkou a potřebují prostředky na podporu svého rizikového projektu („start-up“). Třetí možností je pak emise firmy, jejíž akcie jsou již veřejně obchodovány a firma chce novou emisí získat další prostředky do podnikání.¹²¹

V České republice došlo od roku 1989 do současné doby pouze k jedinému případu, kdy společnost získala kapitál formou veřejného úpisu akcií. Jednalo se o společnost Software602, která v roce 1998 umístila své akcie na trhu RM-System. Za nejpádňější důvody nerealizování primární emise akcií jsou v Česku považovány např. podle KCP nebo Asociace kapitálového trhu legislativní překážky, které neúměrně prodlužují proces emise akcií. V Polsku naopak došlo v posledních 10 letech k několika desítkám emisí soukromých společností, které získaly na akciovém trhu emisemi IPO až 13 mld. zlotych (viz Tabulka 15).

Při výběru typu financování by na prvním místě jistě měla být analýza nákladů pro jednotlivé druhy kapitálu. Pokud se společnost po provedení takové analýzy rozhodne k získání zdrojů financování formou IPO, čeká ji proces, který KCP popsala následovně.¹²² Jako první je potřebné provést kroky svázané s navýšením základního jmění - je svolána valná hromada, která by měla rozhodnout navýšení základního jmění. Současně je uzavřena smlouva s manažerem emise, který je pověřen přípravou a provedením emise. Dále je provedeno „due dilligence“ a na základě analýzy manažera emise rozhodnuto o počtu akcií (objemu emise), emisním kurzu a formě stanovení tohoto kurzu. Velmi často je formou stanovení kurzu tzv. metoda bookbuildingu, kdy je manažerem emise vydán předběžný prospekt, tento prospekt je poté poskytnut vybraným obchodníkům s cennými papíry, správčům portfolií a dalším potencionálním investorům. Ti mohou v přiloženém formuláři vyplnit, kolik akcií by byli ochotni koupit a za jakou cenu. Podané informace nezavazují ke koupi akcií, ale mají pomoci emitentovi stanovit optimální emisní kurz. Emitent také často ve snaze nalákat investory na

¹²⁰ Gielda Papierów Wartościowych, dodatek novin Gazeta Wyborcza, 23. ledna 2003

¹²¹ Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

¹²² Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

účasť v bookbuildingu i v samotnej emisii poskytuje účastníkom bookbuildingu určité výhody. Celý tento proces sa deje v rámci prípravy prospektu emisie. Prospekt emisie je základným dokumentom, ktorý má poskytnúť úplné a pravdivé informácie o spoločnosti všetkým investorom. Prospekt musí byť schválený regulačným orgánom (Komisíou pre cenné papiery). Predovšetkým na základe prospektu emisie Komisia rozhoduje o povolení realizácie verejnej ponuky emitovaných akcií.

Po schválení prospektu a pripustení akcií k verejnému obchodovaniu je zahájený proces úpisu akcií. V ďalšej fázi príprav emitent získava povolenie realizácie verejnej ponuky emitovaných akcií od dozorového orgánu. Nasleduje úpis novej emisie (prvý closing). Upisovatelia zaplatia za akcie a tieto prostriedky sú uložené na väzanej účte. Po ukončení procesu úpisu akcií je akcie nutné zaregistrovať (Stredisko cenných papírů resp. KDPW). Potom, čo sú akcie zaregistrované, je už možno požiadať organizátora verejného trhu, na ktorý chce emitent svoju emisiu umiestniť (BCPP, RM-S resp. GPW a CeTO), o prijatie emisie k obchodovaniu. Ak emisii je pripustená k obchodovaniu, nasleduje prvý kótovanie, oznámenie o prijatí na verejný trh a súčasne tiež vydanie akcií investorom, uvoľnenie peňazí z väzanej účtu a jejich prevod na účet emitenta (druhý closing).¹²³

Toto je podľa KCP štandardný postup emisie nových akcií, tak ako je prováděný vo väčšine vyspelých zemí. Ako konštatuje KCP, z technického hľadiska v Česku nič nebráni takovému postupu (snad až na proces bookbuildingu). Hlavný dôvod problémov IPO v Českej republike je podľa spoločnej štúdie Asociácie pre kapitálový trh, Komisie pre cenné papiery, Burzy cenných papírů Praha a Strediska cenných papírů spatřovaný predovšetkým v právnej úprave, ktorá proces v Česku neúmerne predlžuje.

Skutočnosť, že primárna emisii IPO je jedným zo spôsobů, ktorý firmy v Poľsku využívajú pri získavaní zdrojů, dokladá nejen počet firem, ktoré formou emisie IPO vstúpily na verejný trh, ale tiež veľkosť kapitálu, ktoré firmy na tomto trhu získaly. Najväčší boom emisii súkromých spoločností bol zaznamenaný v rokoch 1997 a 1998 viz.(Tabulka 16).

Tabulka 15 Hodnota navýšeného kapitálu v Polsku v letech 1994-2002

	IPO (mil. zl)
1994	841
1995	589
1996	32
1997	4613
1998	4241
1999	2418
2000	231
2001	2
2002	0
celkem	12967

Zdroj: Fact Book GPW 2002

Tabulka 16 Počty emisí polských firem na GPW v letech 1991-2000

	emise spojené s účastí státu	emise čistě soukromý firem
1991	9	0
1992	7	0
1993	5	1
1994	19	3
1995	18	3
1996	12	6
1997	40	6
1998	39	19
1999	12	16
2000	5	8
celkem	166	62

Zdroj: Fact Book GPW 2002

Jak jsem již zmínil, za nejzávažnější problém je v Česku považován časově příliš náročný proces. Protože se podařilo umístit zatím pouze jednu emisi akcií, a to navíc pouze na mimoburzovním trhu, existují pro délku procesu primární emise akcií pouze odhady. Takový odhad provedla v červnu 2000 KCP. Celková doba je zde posouzena na přibližně 10-22 měsíců (viz. Tabulka 17), přičemž jako největší problém jsou zde označeny zápisy do obchodního rejstříku, které tvoří až 80% času potřebného k provedení primární emise.

¹²³ Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

Tabulka 17 Odhad časové náročnosti jednotlivých kroků IPO v České republice

	kumulativně
Pozvánka na valnou hromadu	1 měsíc.
Zápis z valné hromady o navýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku	2-8
Schválení prospektu KCP, přidělení ISINu	3-9
Uveřejnění prospektu emitenta	3-9
Návrh na zápis nové výše základ. kapitálu do obchodního rejstříku	7-13
Zápis zvýšené výše základního kapitálu do obchodního rejstříku	7-19
Vydání nových akcií	7-19
Zaknihování akcií v SCP	8-20
Žádost o přijetí k obchodování na veřejném trhu	10-22
Oznámení o přijetí na veřejný trh	10-22

Zdroj: Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

Pro zmapování situace v Polsku jsem se prostřednictvím firem, které v Polsku emitovaly své akcie, pokusil sám odhadnout délku procesu. Vyslal jsem otázku: „Jak dlouho trval proces přípravy emise akcií od prvního rozhodnutí společnosti a schválení tohoto rozhodnutí valnou hromadou po začátek obchodování na GPW?“ do 25 společností, které v posledních 5 letech vstoupily na GPW. Odpověď jsem obdržel od 4 z nich, výsledky jsou uvedeny v tabulce 18. Ve všech případech proces trval přibližně jeden rok, pokud bychom ještě přičetli tři týdny potřebné na svolání valné hromady¹²⁴, je čas potřebný na provedení IPO delší než jeden rok. U jedné ze společností (Macrosoft) předcházelo vstupu na GPW více jak roční kótování na CeTO. V případě umístění emise na CeTO trval proces u této společnosti přibližně 10 měsíců.

Tabulka 18 Doba realizování emise u vybraných společností na GPW a CeTO

název společnosti	zahájení procesu	první obchodování	celková doba
ELF	květen 1999	květen 2000	12 měsíců
Agora	květen 1998	květen 1999	12 měsíců
Getin	červenec 2000	květen 2001	10 měsíců
Macrosoft – CeTO	říjen 1996	srpen 1997	10 měsíců
Macrosoft – GPW	leden 1999	květen 2000	16 měsíců

Zdroj: vlastní průzkum

¹²⁴ Kodeks spolek handlowych §402 odst. 1

To je jediný příklad, kdy můžeme porovnávat situaci s Českou republikou, kde společnost Software602 také vstupovala na mimoburzovní trh. V případě Software602 ale proces trval o polovinu kratší dobu – 4 měsíce.¹²⁵ Je nutné poznamenat, že Software602 měl usnadněnou pozici, protože v době emise měla společnost pouze jednoho akcionáře, a tak se značně zjednodušilo svolání valné hromady. Máme zde nicméně příklad, kdy v České republice trval proces kratší dobu než v Polsku. To znamená, že zde neplatí, že by proces emise IPO trval v České republice déle. Existuje tedy na polském trhu minimálně jedna společnost, která se rozhodla emitovat akcie přesto, že proces trval 10 měsíců. Naopak v Česku po jedné úspěšně provedené emisi, která trvala 4 měsíce se nenašel žádný následovník. Emise akcií firmy Software602 nebyla pro firmu příliš úspěšná, protože její majitel (většinový akcionář) prohlásil, že o dalším získání zdrojů formou emise akcií neuvažuje. Jedná se přitom o ideální společnost pro IPO – minimální historie, dobrý plán, dobrý výnos, rychle rostoucí společnost, potřebující rychle peníze.

Pro porovnání jednotlivých kroků potřebných k vykonání primární emise nabízím přehled času, který společnost Macrosoft potřebovala na jednotlivé úkony v případě její emise akcií na GPW v roce 2000.

Tabulka 19 Popis jednotlivých kroků a čas na jejich vykonání v případě vstupu společnosti Macrosoft SA na GPW

Pozvánka na valnou hromadu	3 týdny
Příprava emisního prospektu	4 měsíce
Podání žádosti na KPWiG o schválení prospektu a připuštění cenného papíru k veřejnému obchodování a schválení návrhu Komisí	2 měsíce
Proces úpisu akcií	3 dny
Registrace cenných papírů na KDPW	15 dní
Schválení žádosti o připuštění cenných papírů k obchodování na GPW	10 dní
První notování	10 dní

Zdroj: email společnosti Macrosoft 2002

¹²⁵ Více než rok příprav, Týdeník Ekonom 14.9.2000

Problémy v ČR

Za základní problém IPO v Česku je považována špatná právní úprava. Jak je uvedeno v již zmíněné studii „Analýza příčin nerealizování primárních emisí v ČR“, existuje v českých zákonech (zejména Obchodní zákoník a Zákon o cenných papírech) řada problematických ustanovení, které celý proces příliš prodlužují. V roce 2002 byla přijata na základě návrhů Asociace pro kapitálový trh (AKAT) a KCP celá řada změn, které podle mnohých odborníků¹²⁶ znamenají značný pokrok a zjednodušení celého procesu IPO. V následující části bych rád popsál, jakých oblastí se změny týkaly a porovnal je se situací v Polsku.

5.1.1 Dvojí zápis do obchodního rejstříku

Jak je vidět z odhadů KCP z roku 2001 (Tabulka 17), jako nejvíce časově náročný úkon se jeví dvojí zápis do obchodního rejstříku týkající se navýšení základního jmění. V prvním případě je povinnost žádat o zapsání usnesení valné hromady o navýšení základního jmění (§203 ObchZ.). Druhá žádost o zápis se týká okamžiku, kdy je ukončeno upisování akcií a je splaceno 30% jejich jmenovité hodnoty a představenstvo je povinno podat návrh na zápis výše základního kapitálu do obchodního rejstříku (§206 ObchZ.). Problémem je, že české soudy nemají žádnou lhůtu, do které jsou povinny žádosti vyhovět. Praxe na českých soudech je v současnosti taková, že v podle odhadu KCP může zápis trvat až neuvěřitelných 6 měsíců. Na druhé straně existuje mnoho důkazů o tom, jak jsou rejstříkové soudy zkorumpované a že zápis je možné provést během jednoho týdne.

Návrhů, jak zkrátit celý proces zápisů do obchodního rejstříku, existuje několik. Bohužel mezi nimi není upuštění od dvojího zápisu, ten je podle KCP vzhledem na evropským směrnici¹²⁷ nezbytný. K určitému zjednodušení došlo v případě prvního zápisu, kdy se od 1.1.2001 o rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu obligatorně sepisuje notářský zápis. „V rámci tohoto zápisu je notář povinen podle ustanovení § 80a odst. 2 notářského řádu mimo jiné osvědčit i to, zda obsah rozhodnutí a jednání k němu vedoucí jsou či nejsou v souladu s právními předpisy a zakladatelskými dokumenty.“¹²⁸ To by mohlo do značné míry ulehčit

¹²⁶ např. White Case Feddersen Memorandum, 11.1.2002, Praha

¹²⁷ Čl. 25 směrnice 77/91/EEC a čl. 3 směrnice 68/151/EEC

¹²⁸ Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

práci soudu. Dalším krokem je novelizace ObchZ a ZCP s účinností od 1.1.2002, podle které je v případě druhého zápisu rejstříkový soud povinen rozhodnout v lhůtě tří pracovních dní v případě, že všechny akcie byly náležitě upsány a byla splacena celá jejich hodnota (§206 ObchZ).¹²⁹

V polském případě existuje značný rozdíl, protože povinný je pouze jeden zápis do obchodního rejstříku. Již zmíněné evropské směrnice to umožňují v případě, že rozhodnutí valné hromady je nějakým způsobem osvědčeno. Podle polského obchodního zákoníku (Kodeks spolek handlowych) je navýšení základního kapitálu změnou statutu společnosti. Změna statutu společnosti vyžaduje usnesené valné hromady a zápis do obchodního rejstříku. Návrh na zápis do obchodního rejstříku podává představenstvo v lhůtě šesti měsíců od usnesení valné hromady¹³⁰. Navýšení základního kapitálu společnosti probíhá navíc nejčastěji v rámci tzv. „vidličkového navýšení základního kapitálu“, kdy usnesením valné hromady není rozhodnuto o přesné výši navýšení, ale je stanovena horní a dolní hranice.¹³¹

V rámci dotazníkového šetření jsem získal i jednu odpověď na otázku: „Jak dlouho trvala doba od podání návrhu na zápis navýšeného základního jmění do obchodního rejstříku do jeho uskutečnění“ Společnost Macrosoft podávala pouze jeden návrh na zápis do obchodního rejstříku a doba od podání zápisu po jeho uskutečnění trvala přibližně 3 měsíce. Právě proces zápisu změny základního kapitálu do obchodního rejstříku představuje značný problém. I když se proces v Česku neprodluhuje touto zdlouhavou procedurou významněji oproti situaci na trhu polském, zásadní roli zde zřejmě hraje nejistota. Emitent totiž nemá téměř žádnou představu o tom, jak dlouho může soudci na rejstříkovém soudu trvat provedení zápisu. Neexistují žádné lhůty, ve kterých musí soud rozhodnout, a čas, který potřebují jednotliví soudci na posouzení toho kterého zápisu, se mnohdy významně liší i na jednom rejstříkovém soudě. Kvůli nutnému prvnímu zápisu během procesu provádění emise, získává rozhodnutí soudu značnou významnost. V zemích s rozvinutým akciovým trhem obvykle fungují rejstříkové soudy velmi flexibilně a jsou schopny rozhodnout během několika dní, v Polsku pak je nutný zápis pouze jeden a ten probíhá ve lhůtě šesti měsíců (viz. výše). Zápis tak

¹²⁹ White Case Feddersen Memorandum, 11.1.2002, Praha

¹³⁰ Kodeks spolek handlowych §430 odst. 2 a §431 odst 4

¹³¹ Jurga, Michalski (2000)

zůstává pouhou formální částí, která nemá na rozhodování o provedení primární emise žádný vliv.

Velmi často se jako jedna z možností zefektivnění práce obchodního rejstříku jeví jeho privatizace, případně jeho vyjmutí z agendy soudu a předání nějakému novému správnímu úřadu. Některé státy svěřily vedení obchodního rejstříku obchodním komorám. Je otázkou, zda by se vedení obchodního rejstříku novou institucí zlepšilo.

5.1.2 Dispozice s právy na akcie

Dalším problémem, který nebyl až do roku 2002 v českém právě vyřešen, je skutečnost, že investoři nemohou během procesu do vydání akcií nakládat s právy na tyto akcie. To bylo vyřešeno zavedením nové formy cenného papíru – tzv. poukázky na akcie¹³², která představuje právo na vydání akcií. Jedná se o investiční cenný papír, který před zápisem zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku může společnost vydat upisovateli, pokud ten zcela splatil emisní kurz akcie. Společnost poté vymění poukázky na akcie za akcie bez zbytečného odkladu po zápisu zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku. Tento institut umožňuje investorům mnohem jednodušeji nakládat s právy na akcie a disponovat tak s svým majetkem před tím, než jim budou vydány skutečné akcie.

V polském právu je již tento institut delší dobu zakotven jako „prawo do akcji“¹³³, které je definováno jako cenný papír, ze kterého vzniká právo na akcie nové emise společnosti, které vzniká okamžikem úpisu akcií a zaniká okamžikem registrace akcií v depozitu cenných papírů.

Na druhou stranu je třeba poznamenat, že instrument práva na akcii neřeší problém dlouhého úpisu akcií, ale pouze jej nepatrně usnadňuje, protože investoři chtějí co nejrychleji držet plnohodnotné akcie a ne pouze jakési náhražky.

¹³² Obchodní zákoník (ObchZ) §204b a §8a odst. 2

¹³³ Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry), §4 odst. 22

5.1.3 Uveřejnění prospektu emitenta

Jak jsem popsal výše, v zahraničí je častým způsobem ke stanovení emisního kurzu fáze tzv. bookbuildingu. Tato možnost byla až donedávna v Česku značně omezena, protože v rámci bookbuildingu je vydán tzv. předběžný prospekt, ve kterém ještě není stanovena cena (ta má v rámci bookbuildingu stanovena). Český ZCP ale neznal předběžný prospekt a umožňoval zveřejnit prospekt až po schválení Komisí, a to s již stanoveným emisním kurzem. Tento problém v rámci novelizace v roce 2001 vyřešen tak, že Komise může schválit prospekt bez některých údajů veřejné nabídky pokud tyto údaje nejsou známy (emisní kurz či velikost emise), jestliže prospekt obsahuje informaci o tom jak tyto údaje budou určeny a doplněny¹³⁴. Polském právo zakotvuje možnost zveřejnění neúplného prospektu delší dobu a to v §80 zákona o cenných papírech.

5.1.4 Jmenovitá hodnota a emisní kurs

Další problém pro realizaci IPO v České republice se týkal firem, jejichž akcie se na burze již obchodují a tyto firmy by chtěli vydat novou emisi a vznikal v případě, kdy jmenovitá hodnota stávajících akcií byla vyšší než tržní cena těchto akcií. Lze totiž očekávat, že i cena nových akcií bude stejně tak nižší než jmenovitá hodnota. Ale podle ustanovení § 163a ObchZ¹³⁵ platí, že emisní kurs akcie nesmí být nižší než její jmenovitá hodnota, což je také uvedeno v evropských směrnicích¹³⁶. Ačkoliv na západních trzích toto ustanovení nepůsobí žádné problémy, naopak v Česku toto dělá problémy mnoha potenciálním emitentům, protože „v historicky vzniklé situaci se na našich veřejných trzích obchoduje jen malá část akcií za ceny vyšší, než je jejich jmenovitá hodnota“.¹³⁷ Tento problém byl na návrh AKATu vyřešen tak, že byla zavedena možnost souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu¹³⁸. Nutné je totiž eliminovat problém vysokých nominálních hodnot. Toho lze dosáhnout jejich snížením,

¹³⁴ ZCP §78e odst. 9

¹³⁵ Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

¹³⁶ Čl. 8 odst. 1 směrnice 77/91/EEC

¹³⁷ Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001)

¹³⁸ ObchZ §216c

spojeném se snížením základního jmění společnosti. Proto bylo umožněno provést souběžně snížení a zvýšení základního kapitálu.

5.1.5 Nezvratnost zvyšování základního kapitálu

Skutečností, která značně zvyšuje nejistotu v případě emise IPO v Česku, je nedostatečná určitost toho, zda IPO může být považována za dostatečný důvod pro vyloučení přednostního práva na úpis nových akcií u dosavadních akcionářů. Podle obchodního zákoníku je vyloučení přednostního práva stávajících akcionářů umožněno v případě, kdy je IPO posouzeno jako „důležitý zájem společnosti“. To přináší značnou nejistotu, že usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu s vyloučením přednostního práva dosavadních akcionářů by mohlo být napadeno pro neplatnost, například pro rozpor s ustanovením § 56a ObchZ¹³⁹.

AKAT navrhoval jako řešení tohoto problému deklarovat přímo v zákoně, že rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu formou „emise akcií s bezprostředním cílem její registrace na veřejném trhu“ je příkladem důležitého zájmu společnosti a dále omezit možnost napadnutí rozhodnutí valné hromady tak, že byla zkrácena lhůta pro podání žaloby na 15 dní. Uvedené návrhy ale nebyly přijaty.

Další překážky

Jak je z uvedeného přehledu patrné došlo od roku 2002 ke značnému zlepšení právních norem ve prospěch emisí IPO. Legislativní nedostatky prodlužovaly proces přípravy emise a také přinášely značnou nejistotu. Přesto toto nepředstavuje žádný významný dodatečný náklad, jedná se především o čas a ten není příliš rozdílný od času, který potřebují polské firmy. Další problémy IPO v Česku jsou dobře vidět na příkladu brněnské společnosti Limart, která se pokusila v roce 2001 o primární emisi. Firma měla poměrně dobré předpoklady – zisk, růst obratu, prostor pro další expanzi. Přesto se nepodařilo emisi uskutečnit. Emise selhala při fázi úpisu, kdy se nepodařilo přesvědčit investory, u kterých zřejmě převládly obavy, že se z emisí nebude obchodovat (plánovaná velikost emise byla přibližně 200 mil. korun)¹⁴⁰, k tomu ještě nová emise přišla v období všeobecné recese kapitálových trhů. Český trh je velmi malý a trpí

¹³⁹ AKAT – www.akat.cz

¹⁴⁰ Vykoukal (2001)

nedostatečnou likviditou, v tom se ale příliš neliší od trhu polského. Naopak zde přetrvává z dob kupónové privatizace značná nedůvěra. Důležité je i to, že se doposud nepodařilo žádnou emisi úspěšně na trh uvést, což má jistě dopad jak na emitenty, kteří vůbec ve svých plánech o takové možnosti financování neuvažují, tak na investory, kteří k tomuto instrumentu přistupují se značnými pochybami.

V České republice je navíc velmi dobře zaveden „německý“ model financování s významným propojením bank a podniků, což bylo jistě i umocněno faktem, že téměř během celého období transformace a zvláště poslední době je v České republice poměrně levné dluhové financování. Většina firem pak získává prostředky formou dluhového financování, což byl i způsob, který nakonec zvolil neúspěšný Limart.¹⁴¹

Shrnutí

Podmínky pro úspěšnou realizaci primární emise akcií (IPO) by se daly shrnout následovně. Zaprvé je potřeba, aby byla připravena firma. To znamená, že musí existovat firma, která má dobrý podnikatelský záměr a potřebuje získat nový kapitál. Na druhé straně musí též být připraveno prostředí. Trh musí vytvořit možnosti pro to, aby na něj firmy vstupovaly, musí existovat investoři, kteří jsou ochotni na takovém trhu investovat. Poté nastává problém s úspěšným „technickým“ provedením emise. Je potřeba zvolit dobrého a zkušeného manažera emise, důležitá je fáze bookbuildingu, kdy je nutné správně nastavit emisní kurz. Je také důležité, aby fáze úpisu akcií netrvala příliš dlouho a investoři co nejdříve mohli disponovat se svými akciemi.

Bezpochyby existuje Česku, stejně jako v Polsku, mnoho českým firmám, které mají velký potenciál a jsou schopny nabídnout kvalitní emisi. Velké firmy, které by jistě neměly problém umístit na trhu kvalitní dostatečně likvidní emisi ale zřejmě netrpí potřebou získávat finanční zdroje pomocí akcií a jsou často spíše překapitalizované. Pokud potřebují peníze je pro ně mnohem jednodušší získat bankovní úvěr anebo vydat emisi dluhopisů na velmi dobře rozvinutém dluhopisovém trhu. Za největší problém IPO je v Česku považována právní úprava. Ta má vliv na prodlužování celého procesu, který se přitom ukázal být přibližně stejný

¹⁴¹ Rozhovor s Vladimírem Dvořákem, 7.4.2003

s časem potřebným v Polsku. Pokud bychom hledali další důvod v kvalitě trhu, tak jak plyne z minulých kapitol, podle mnou zvolených ukazatelů není mezi trhy výraznější rozdíl. Určitý vliv má jistě lepší likvidita v Polsku, s tím že v České republice navíc likvidita koncentrována pouze na několik titulů a tím pádem je otázkou zdali by byly dostatečně likvidní emise nových firem. Největší problém českého trhu tak zřejmě přetrvává v nedůvěře. Přestože se situace pořád zlepšuje, trh je stále vnímán jako netransparentní, není přitom oproti Polsku rozdíl v právní úpravě ale v dodržování. Tím se pomalu opět dostáváme na počátek kruhu, firmy totiž nevidí žádnou šanci cokoliv z akciového trhu získat, a proto je u nich pouze mizivá motivace chovat se transparentně. Dodržování pravidel ale stojí na tom, jestli je pro účastníky výhodné a bez přirozené motivace nemá regulace příliš šancí na úspěch.

To je vidět velmi pěkně na vývoji dluhopisového trhu v Česku, který měl nastavenou podobnou právní regulaci. Tento trh vznikl spontánně a tedy tak, že všichni účastníci měli značnou motivaci na tomto trhu působit. Postupně se z tohoto trhu vyvinul nejsilnější trh v regionu střední Evropy. Mnoho účastníků trhu velmi pozitivně komentovalo změny v zákonech s nadějí, že teď je vše připraveno a můžeme rychle čekat nějakou novou emisi. Z výše uvedeného ale plyne, že není přílišný optimismus není zřejmě na místě.

Závěr

Vývoj v České republice a v Polsku začal při budování akciového trhu od nuly. V Polsku byla přitom zvolena cesta se stanovenými přísnějšími pravidly, naopak v Česku byla regulace velice mírná. Jak bylo ukázáno v kapitole 2, postupně se obě země v míře regulace dostaly na podobnou úroveň, ač je možné polský trh stále označit za přísnější, není již rozdíl tak významný. Druhým zásadním krokem při budování akciového trhu byla v obou zemích privatizace, stát byl totiž logicky první nabízející na akciovém trhu. V České republice se díky metodě kupónové privatizace podařilo zprivatizovat ve velmi krátké době obrovské množství podniků, které se během jednoho dne ocitly na akciových trzích. V Polsku byla naopak zvolena postupnější metoda, kdy podniky byly nabízeny formou, která velmi připomínala standardní IPO, firmy v rámci masového programu byly na trh uvedeny až v roce 1997, což mohlo mít tu výhodu, že trh byl do jisté míry již ustálen.

Při porovnání základní ukazatelů akciového trhu není překvapivě vidět výraznější rozdíly, kapitalizace v poměru k HDP je srovnatelná, ukazatel integrace s kapitálovými trhy naznačuje přibližně stejnou úroveň rozvinutosti. Ukazatele likvidity napovídají, že v Česku je aktivní obchodování, ale pouze s pěti tituly, ostatní jsou téměř nelikvidní. Naopak v Polsku je tento ukazatel lepší z toho důvodu, že obchodování není koncentrováno pouze na malou část akcií. Na druhou stranu jsou údaje mírně nadhodnoceny údaji o blokových obchodech, které se v Polsku odehrávají na GPW, zatímco v Česku většinou mimo burzu. Tyto obchody nemají na likviditu přímý vliv a při jejich odečtení již není rozdíl v likviditě tak výrazný. Překvapivý rozdíl je v celé struktuře kapitálového trhu, kdy v České republice je daleko nejvýznamnější trh dluhopisový, naopak v Polsku hraje minimální roli a je zcela ve stínu trhu akciového.

Nejvýznamnější rozdíl je možno pozorovat možnostech vydání nové emise akcií, polský trh oproti českému umožňuje společnostem vstupovat na trh a získat na akciovém trhu finanční prostředky pro svůj rozvoj. Na vině přitom nejsou jistě pouze právní úpravy, které jsou považovány za nejčastější důvod. Právní úpravy totiž především prodlužují proces emise IPO a bylo ukázáno, že délka tohoto procesu se v obou zemích výrazněji neliší.

Jak jsem již zmínil, srovnala se postupně v obou zemích úroveň regulace, stále ale existuje významnější rozdíl v efektivitě práva a dodržování zákonů. Zde je pochopitelná větší vůle u

polských účastníků. Ti totiž mají příležitost z akciového trhu něco získat. Naopak české firmy tuto možnost nemají a chybí jim tedy motivace k dodržování zákona. To se zpětně odráží v problému nových emisí. Navíc zde působí spojení více faktorů, jako výhodnější substituty (levné úvěry) a pokles akciových trhů. Na českém trhu byla významným způsobem porušena důvěra. Pro akciové trhy pracující s budoucností (budoucími zisky) a tedy značnou nejistotou hraje přitom důvěra klíčovou roli. Investoři jsou nedůvěřiví, většina lidí myšlenku emitovat akcie zavrhl, protože se to ještě nikomu nepodařilo. Proces byl zablokovaný již na počátku a tento blok bude velmi obtížné odstranit. Navíc firmy, které mají na to emitovat akcii, raději budou hledat likvidnější trhy – viz. emise ve Frankfurtu a Londýně. V neposlední řadě je důvodem nerealizování emisí v současné době špatná nálada na akciových trzích, které se nacházejí v celosvětově v recesi.

Bez nových emisí bude pro akciovou část burzy ale velmi těžké přežít. V současné době žije český akciový trh pouze z pěti až šesti titulů a jako malý doplněk trhu dluhopisového, naděje na emisí nových společností jsou přes očividnou snahu BCPP velmi malé. V budoucnu lze přitom očekávat další postup integrace kapitálových trhů a spojování s jednou z evropských burz Frankfurt – Londýn – Euronext. Právě v emisích nových společností je v době globalizace světových trhů největší šance lokálních burz na přežití. Jak uvedl bývalý předseda burzovní komory BCPP George Jedlička v rozhovoru pro týdeník Ekonom už v roce 2000: „Některé velké české firmy určitě půjdou na zahraniční burzy, stejně jako to v dnešní éře globalizace dělají některé velké podniky v dalších zemích. Česká burza a český kapitálový trh však mohou sehrát důležitou úlohu při vývoji a vstupu na kapitálový trh u středně velkých firem a firem na novém trhu (IPO)...Z mých častých jednání se zahraničními investory je ovšem zřejmé, že benchmark českého kapitálového trhu závisí na tom, zda bude realizováno dobré IPO. Je důležité, aby měli dostatek investičních příležitostí.“¹⁴² Právě na schopnosti provést úspěšnou emisi na českém trhu tedy do značné míry závisí budoucnost české burzy v obchodech s akciemi.

¹⁴² I drobní investoři si přišli na dobré peníze, Ekonom 14.9.2000

Literatura

- Analýza českého kapitálového trhu (199), Ministerstvo financí, 2. vydání , Praha
- Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR (2001), Komise pro cenné papíry, Praha, www.sec.cz
- Aussenegg Wolfgang (1999): Going Public in Poland: Case-by-Case Privatizations, Mass Privatization and Private Sector Initial Public Offerings, Vienna University of Technology Department of Finance Working Paper Number 292, www.netec.mcc.ac.uk
- Bałtowski Maciej (1998): Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
- Bossone Biagio – Promisel Larry (2000): The Role of Financial Self-Regulation in Developing Economies The World Bank Paper, <http://www.worldbank.org/>
- Brabec Jiří (1998): Principy samoregulace UNIS ČR a budoucnost kolektivního investování v ČR, Finance a úvěr 10/1998, Praha
- Campbell, Lo, MacKinlay (1997): The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press, New Jersey, Kapitola 5
- Claessens Stijn – Klingebiel Daniela – Schmukler Sergio L. (2002): The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects, Working Paper 02/03, Wharton School, University of Pennsylvania
- CMF (1997) Czech Ministry of Finance: The Threat Posed to Transparency And Accountability of Equity Markets, Capital Market Development in Transition Economies, OECD Centre for Co-operation with Non-Members, Paris
- Coffee John C. (1999): Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 158, <http://papers.ssrn.com>
- Capital Market Review Czech Republic (1999), A World Bank Country Study, The World Bank, Washington, D.C.

-
- Czekaj Jan – Wós Mirosław – Żarnowski Janusz (2001): Efektowność giełdowego rynku akcji w Polsce (Z perspektywy dziesięciolecia), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
 - Czekaj Jan (2001), Gorączka nie jest objawem zdrowia, Gazeta Wyborcza 26. 10. 2001
 - Czerniawski Ryszard – Wierzbowski Marek (2000): Komentarz, Ustawa, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dom Wydawnictw ABC, Warszawa
 - Dobroczyńska A. (1998): Prywatyzacja kapitałowa w Polsce, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń
 - Dvořák Vladimír (2000): Výzkumná práce - Financování podniků v ČR (empirická studie), září 2000, Studie byla provedena v rámci grantu GAČR č. 402/99/0606 „Kultivace finančního trhu v České republice,
 - Dusza Mirosław (1999): Rynek kapitałowy w Polsce: narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy; Zarządzanie i Finance, Warszawa
 - Dzierżarowski (2001): Dekada sukcesu czy straconych szans, Gazeta Wyborcza 23.03.2001
 - The Economist Central Europe Finance Survey (2002), The Economist 14.9.2002
 - The Economist, Poland Survey (2002), The Economist 27.10.2001
 - ECB (2002): European Central Bank, Payment and securities settlement systems in accession countries - Blue Book, srpen 2002 www.ecb.int
 - Fact Book GPW 2001: Giełda Papierów Wartościowych SA, Warszawa, 2001, www.gpw.com.pl
 - Fact Book GPW 2002: Giełda Papierów Wartościowych SA, Warszawa, 2002, www.gpw.com.pl
 - Greene, H. William (2000): Econometric Analysis, Fourth edition, Prentice Hall New Jersey
 - Gruszecki T. (1997): Powszechne, czyli jakie, Rzeczpospolita 24.11.1997
 - Havel J. (1998): České kapitálové trhy - iluze a hořká skutečnost, Finance a úvěr 10/98, Praha

-
- Charakterystyka i regulacje polskiego rynku kapitałowego (2002), Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa, říjen 2002, www.kpwig.com.pl
 - Jílek Josef (1997), Finanční trhy, Grada Publishuing, Praha
 - Johnson, S. – Shleifer, A.(1999): Coase v. The Coasians, NBER Working Paper 7447, www.nber.gov
 - Jurga Robert – Marek Michalski (2000): Spólka akcyjna w publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa
 - Korajczyk Robert A. (1996): A Measure of Stock Market Intergration for Developed and emerging Markets, The World Bank Economic Review, Vol. 10, no. 2
 - Korajczyk Robert A. – Viallet Claude J. (1989): An Empirical Investigation of International Asset Pricing, The Review of Financial Studies, Volume 2 number 4 s. 553-588, <http://rfs.oupjournals.org/cgi/reprint/2/4/553.pdf>
 - Körner, P. – Kudrna, Z. – Vychodil, O. (2002): Measuring the Quality of Business Environment in Central Europe, Working ePaper no. 1, www.merit-research.cz
 - La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. (1996): Law and Finance, NBER working paper 5661, www.nber.gov
 - La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. (1997), Legal Determinants of External Finance, The Journal of finance Vol. No. 5
 - Levine R. – Zervos S. (1998): Stock Markets, Banks, and Economic Growth, The American Economic Review, s. 537-558
 - Mejstřík Michal: Test recesí trhu rozhodně prospěl, Hospodářské noviny, 25.1.1999
 - Terence C. Mills (1999): The Econometric Modelling of Financial Series, Second Edition, Cambridge University Press
 - Nowak Krzysztof (1998): Polski Rynek Kapitałowy, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań
 - OECD (1998) Economic Survey – Poland Report, OECD Press, Paris
 - Pietrzak Edmund (2000): Władza urzędników, Gazeta Wyborcza 22. 03. 2000

-
- Pistor, K (2000): Patterns of legal change: shareholder and creditor rights in transition economies, EBRD working paper no. 49, www.ebrd.org
 - Pistor, K. – Raiser, M., - Gelfer, S. (2000): Law and finance in transition, EBRD working paper no. 48, www.ebrd.org
 - Polski rynek kapitałowy i Komisja Papierów wartościowych, 10-lecie, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa, květen 2001, www.kpwig.com.pl
 - Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 2001 r., Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, 29 kwietnia 2002 r., www.stat.gov.pl
 - Richter Tomáš (2002): Kupónová privatizace a její vlivy na řízení a financování akciových společností, disertační práce, Právnická fakulta Masarykovy university v Brně, www.kuponovaprivatizace.cz
 - Vykoukal Petr: IPO: šťastný konec pro úspěšné podnikatele, www.penize.cz, 5.9.2001
 - Wisniewski Tomasz – Bohl Martin (2002), The Information Content of Registered Insider Trading Under Lax Law Enforcement, The Postgraduate Research Programme, Working Paper No. 17/2002, www.euv-frankfurt-o.de

Webové stránky

www.kpwig.gov.pl, www.kdpw.com.pl, www.gpw.gov.pl, www.parkiet.com,
www.pse.cz, www.sec.cz, www.scp.cz, www.stat.gov.pl, www.cnb.cz, www.czso.cz,
www.penize.cz, www.uniscr.cz, www.stfi.pl

Výroční zprávy Burzy cenných papírů Praha (BCPP) a Giełdy Papierów Wartościowych (GPW)

CD-ROM Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych 2001 a 2002, www.kdpw.gov.pl

Časopisy a noviny:

Ekonom, Hospodářské noviny, MF Dnes, The Economist, Parkiet, Gazeta Wyborcza, Rzeczpospolita

Zákony:

Obchodní zákoník, Zákon o cenných papírech, Zákon o Komisi pro cenné papíry, Kodesk spolek handlowych, Prawo o obrocie papierow wartosciowych