



WORKING PAPER č. 27/2007

FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ A JEJICH VLIV NA HOSPODÁŘSKÝ RŮST V ČR

Jan Jonáš

Listopad 2007



Řada studií Working Papers Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky je vydávána s podporou projektu MŠMT výzkumná centra 1M0524.

ISSN 1801-4496

Vedoucí: prof. Ing. Antonín Slaný, CSc., Lipová 41a, 602 00 Brno,
e-mail: slany@econ.muni.cz, tel.: +420 549491111



FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ A JEJICH VLIV NA HOSPODÁŘSKÝ RŮST V ČR

Abstract:

The main goal of this paper is to examine the influence of stock exchange and bank sector on economic growth in the Czech Republic. We deal with three channels of influence concerning the accumulation of capital on primary market, conditions of that accumulation and space for the effective use of that capital on secondary market and accumulation of capital for firms via credit made by bank sector.

Abstrakt:

Cílem příspěvku je prozkoumání vlivu burzy a bank na hospodářský růst v České republice. Tento vliv zkoumáme v rámci tří vazeb. První se vztahuje k akumulaci kapitálu na primárním trhu burzy. Druhá k podmínkám této akumulace a prostoru pro efektivitu užití kapitálu na sekundárním trhu. Třetí k akumulaci kapitálu prostřednictvím úvěrů poskytnutých firmám bankovním sektorem.

Recenzoval:

Ing. Zdeněk Tomeš, Ph.D.

1. FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVATELÉ A JEJICH VLIV NA HOSPODÁŘSKÝ RŮST V ČR

V této práci se budeme věnovat vlivu finančního zprostředkování na dlouhodobý hospodářský růst. Finanční zprostředkování je členěno na přímé, institucionalizované do podoby burzy a nepřímé, tvořené bankami. Vazba finančních zprostředkovatelů na hospodářský růst je teoreticky hojně diskutovaným tématem a v posledních desetiletích jsou publikovány i četné empirické studie snažící se kvantifikovat tento vliv.¹ Velká většina teoretických ekonomů je zajedno, že rozvoj finančního zprostředkování má kladný vliv na hospodářský růst.²

Obecně lze za hlavní úlohu finančních zprostředkovatelů považovat usnadnění obchodování snižováním transakčních nákladů směny (Kohn, 2004, str. 3). Čím jsou tyto náklady nižší, tím efektivněji ekonomika jako celek zachází se svými zdroji a umožňuje tak potenciál pro dlouhodobý hospodářský růst.³ Směna, o které zde pojednáváme, se týká nabídky úspor a poptávky po nich v podobě investic neboli kapitálu. Kapitálem rozumíme statky (v rakouské terminologii statky vyšších řádů), které umožňují prodloužit výrobní proces, a tím i dosahovat v budoucnu vyšší hospodářský růst.⁴ Jedná se tedy o investiční prostředky, jejichž použití je zaměřené do budoucnosti a investování je tedy činnost ze své podstaty provázená nejistotou. Věřitel zde nesměňuje současné statky za statky současné, ale za statky budoucí, čímž pro něj vzniká riziko ohledně budoucího plnění. Konkrétněji při investování vznikají obtíže spojené s náklady na získávání a zpracování informací, vyjednávání kontraktů, zajištění záruk a monitorování dlužníka a problémy s likviditou. (Kohn, 2004, str. 14). Burza a banky přitom umožňují snížení transakčních nákladů odlišnými prostředky a navzájem si tak konkurují.

Hlavní úlohou burzy v ekonomice je umožnit zprostředkování přeměny úspor v investice, což zároveň znamená pro nás podstatnou tvorbu

¹ Velmi komplexním zdrojem k této otázce je Levine (2004).

² Otázkou však zůstává, kterým kanálem tyto instituce na růst působí. Levine (2000), se pokouší kvantifikovat vliv finančních zprostředkovatelů na míru soukromých úspor, akumulaci kapitálu, produktivitu práce a celkový ekonomický růst.

³ Další důležitou vlastností burzy je jejich stabilita. Případné cenové bubliny mohou způsobovat výrazný zdroj nestability a omezení hospodářského růstu. Krátkodobost dat pro sledovanou zemi neumožňuje vyhodnotit tento aspekt (Tregler, 2005).

⁴ Alternativně řečeno slovy neoklasické ekonomie, kapitálem rozumíme výrobní kapacity, které umožňují zvýšit potenciální produkt.

nového kapitálu.⁵ Tuto funkci plní tzv. primární trh. Zároveň - jako nutná nadstavba primárnímu trhu - je v rámci burzy organizován tzv. sekundární trh, tj. prostředí, kde dochází ke změně vlastnictví již kotovaných cenných papírů. Mezi investičními instrumenty se nejčastěji jedná o akcie, dluhopisy a podílové listy, případně derivátové produkty.⁶ Výše zmíněné náklady směny překonávají jednotlivé obchodovatelné instrumenty různým způsobem. V případě akcií vzniká investorovi nárok na podíl na zisku a na majetek firmy. U dluhopisů majetková práva nevznikají, pouze právo na jistinu a úrok. U obou instrumentů je důležitá možnost vystoupení z pozice. Pro investory je také důležité při nečekaných událostech přeměnit své nároky v likviditu. Překonat tyto obtíže investování pomáhá sekundární trh. Na vlastnostech sekundárního trhu poté závisí i ochota účastnit se trhu primárního a je tedy jeho nutnou součástí.

Bankovní systém v ekonomice bývá popisován jako přímý zprostředkovatel, který čerpá od klientů zdroje v podobě vkladů, které následovně přetransformuje do úvěrů.⁷ Tato představa je nicméně v dnešním peněžním uspořádání nepřesná. Komerční banky operují v systému dvoustupňového bankovníctví a jejich činnost je ovlivňována centrální bankou.⁸ V systému řízení monetární politiky pomocí úrokových měr, komerční banky poskytují úvěry na základě vyhlášené úrokové sazby, přičemž potřebnou likviditu pro financování vydá centrální banka. Banky tedy nejsou primárně zprostředkovateli finančních aktiv mezi věřiteli a dlužníky (Menšík, 2005, str. 71-76).

Možnost vytváření úvěrů je tedy ovlivněna politikou národní banky, resp. monetárním režimem a také dalšími pravidly, kterými reguluje činnost bankovního trhu (např. na stanovených pravidlech likvidity, kapitálové přiměřenosti, apod.).

V práci se pokusíme postihnout vliv finančních zprostředkovatelů na dlouhodobý hospodářský růst v rámci těchto vazeb:

- v rámci primárního trhu burzy má nově akumulovaný kapitál vliv na vybavenost ekonomiky kapitálem a tím i na růst produkční schopnosti ekonomiky (Kohn, 2004 a Čihák, 1998);⁹

⁵ Nemusí se přitom jednat pouze o úspory domácností, ale i o reinvestované zisky firem.

⁶ Podílové listy a derivátové produkty jakožto odvozené instrumenty nemají přímý vliv na akumulaci kapitálu a proto jim v práci nevěnujeme pozornost. Derivátové produkty však díky své schopnosti diverzifikovat riziko pomáhají efektivnosti trhů a tím i vynakládání kapitálu.

⁷ Blíže Dvořák (2005), str. 26

⁸ Blíže se vlivu centrální banky na schopnost dlouhodobého růstu v rámci CVKS ESF MU věnuje Chromec (2006).

⁹ Vztah tvorby kapitálu a hospodářského růstu předpokládají všechny významné ekonomické modely, jejichž přehled je možno nalézt v Čihák

- v rámci sekundárního trhu burzy platí, že čím likvidnější kapitálový trh, tím nižší náklady na získání kapitálu a vyšší růst.¹⁰ A také, čím likvidnější trh, tím snazší diverzifikace a tedy nižší riziko pro investory a více kapitálu (Hanousek, 2007). Tato vazba v souladu se soudobou ekonomikou si všímá i vlivu institucionálních faktorů (Čihák 1999, str. 425-428) a ne pouze rostoucí produkční funkce;
- z hlediska bankovního systému mají nově poskytnuté úvěry vliv na akumulaci kapitálu a tím i na růst produkční schopnosti ekonomiky (Mishkin, 2004).

Výše uvedeným vazbám podřizujeme i obsahovou strukturu této práce. V první části se budeme věnovat burze a jejímu stavu před rokem 1990. V samotné analýze vývoje po roce 1990 postihneme nejprve nutný historický a institucionální kontext. Poté se budeme věnovat akumulaci kapitálu zprostředkované burzou a situaci na sekundárním trhu. V další části si poté povšímneme vývoje bankovního sektoru a následně vývoje poskytnutých úvěrů bankovním systémem.

(1998). Vztah je specifický podle přijímané teorie kapitálu. V neoklasické teorii dochází s akumulací kapitálu k růstu steady state úrovně. V teorii kapitálu zjednodušeně v řadě Böhm-Bawerk, K. Wicksell, F. A. von Hayek, dochází zapojením kapitálu k prodlužování výrobní struktury.

¹⁰ Binter a Moudrý (2007) uvádí, „že zdvojnásobení objemu obchodování může teoreticky vést až k 0,5 % zvýšení růstu HDP“.

2. BURZA

V rámci této kapitoly se nejprve budeme věnovat stavu před rokem 1990 a následně vývojem po tomto roce. V rámci vývoje si povšímneme nejprve vzniku burzy, významných událostí, dalších institucí kapitálového trhu a organizaci obchodování. Poté přejdeme k naplnění první vazby, vztahující se k akumulaci kapitálu a faktorům ovlivňujícím tržní kapitalizaci. V další části poté prozkoumáme vliv sekundárního trhu na kapitálovou zásobu.

2.1. Stav před rokem 1990

Kořeny burzovního obchodování na území dnešní České republiky sahají do roku 1855, kdy byla založena prozatímní burza v Praze. V roce 1871 byla na základě povolení rakouského ministra obchodu zřízena Pražská bursa pro zboží a cenné papíry. V obchodování převládaly státní dluhopisy a akcie českých podniků. V období do první světové války nenabývalo obchodování významnějších rozměrů a při jejím vypuknutí byl obchod na ní zakázán. Historicky měla burza v Českých zemích určitý význam v období mezi světovými válkami, kdy díky krizi na do té doby významnější burze ve Vídni se kapitál přesunul do českých zemí. Největšího propadu poté burze dosáhla v období Velké deprese v roce 1931 (Musilek, 2002, str. 52). I přes rozkvet v meziválečném období byl podíl finančního zprostředkování malý a *„většina finančních prostředků byla v této době alokována prostřednictvím zprostředkovatelských finančních trhů. Akcie, dluhopisy a jiné cenné papíry se v Československu před 2. světovou válkou nestaly instrumentem investování širokých vrstev obyvatelstva. Většina obyvatel ukládala své úspory v bankách na vkladní knížky a obchodování na burze bylo doménou omezené skupiny expertů.“* (Vencovský, 1999, str. 529)

V období po druhé světové válce do roku 1990 využívala ČSSR příkazového mechanismu hospodářské koordinace. Zde hlavní roli v otázkách produkce a financování má stát, který centrálně přerozděluje prostředky mezi jednotlivé výroby. Podniky byly ve vlastnictví státu a podléhaly jeho řízení. Nejednalo se o akciové společnosti řízené podle majetkových práv individuálních vlastníků. Burza, jako trh s vlastnickými právy a místo přeměny úspor v investice, tudíž v centrálně plánovaných ekonomikách postrádá systémový smysl.

Vznik burzy po roce 1990 znamenal nový prvek ve fungování hospodářství. Jelikož v době ČSSR burza neexistovala, klademe větší důraz na samotné formování jejího vzniku, resp. obnovení. Je nutno

podotknout, že činnost burzy je pro ekonomiku významná a podléhá státním regulacím.¹¹

2.2. Vývoj od roku 1990

Vznik burzy, významné události a další instituce kapitálového trhu

Prvním krokem směrem k vytvoření kapitálového trhu¹² bylo vládní usnesení ze dne 8.2.1990, na základě něhož mohly podniky emitovat dluhopisy (první významné emise byly KB a Všeobecné úvěrové banky) (Vencovský, 1999, str. 521) a k 1.5.1990 vstoupila v platnost *reforma akciového práva, která umožnila uplatnění akciové formy podnikání.*

Před samotným vznikem BCPP (Burza cenných papírů Praha) existoval od roku 1991 prozatímní sekundární trh, který byl organizován Státní bankou Československou. Vznik BCPP je datován ke 4.11.1992. Zakladateli bylo 12 českých a slovenských bank a 5 obchodníků s cennými papíry. Obchodování s prvními sedmi emisemi cenných papírů započalo 6. dubna 1993. (Musílek, 2002, str. 53)

Při budování kapitálového trhu nebylo možné pokračovat v úspěšné tradici předválečného období a muselo tak být rozhodnuto mnoho otázek týkajících se systémového uspořádání a formálních pravidel pro jeho činnost. V otázce systémového uspořádání „překvapivě zvítězila koncepce sekundárního trhu, jež byla založena jak na existenci dvou nezávislých burz v Praze a Bratislavě, tak také na výrazné roli mimoburzovních organizátorů sekundárních trhů“ (Vencovský, 1999, str. 529). Tento model Vencovský (tamtéž) kritizuje: „Zvolený model československého sekundárního trhu byl založen na zastaralém burzovním právu z 18. a 19. století, ne funkčním modelu státní regulace kapitálového trhu a na modelu obchodního systému, jenž nevytvářel podmínky pro budoucí dostatečnou transparentnost a likviditu burzovních obchodů.“

Vznik novodobého kapitálového trhu je spojen s privatizací české ekonomiky prostřednictvím kupónové privatizace. V rámci ní byl státní majetek převeden do vlastnictví obyvatelstva. Státní podniky byly transformovány na akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi. Po skončení první vlny kupónové privatizace bylo v měsících

¹¹ Stát stál u vzniku burzovního obchodování kapitálově největší burzy světa v New Yorku (NYSE). Federální vláda v roce 1790 emitovala válečné dluhopisy, které byly prvním významným veřejně obchodovatelným cenným papírem. Viz http://www.nyse.com/about/history/timeline_chronology_index.html k 9.5.2007. Státní regulace v oblasti kapitálových trhů se v současnosti provádí z důvodů zajištění stability (panik a krachů), zamezení tržního selhání plynoucího z externalit a na podporu sociální politiky a ochrany méně informovaných účastníků. Větší stabilita však může být vykoupena nižší efektivností a místo tržních selhání může též docházet k selhání vlády (Kohn, 2004, str. 51-65).

¹² Pojmy burza a kapitálový trh v této práci používáme jako synonyma.

červen a červenec roku 1993 uvedeno celkem 955 nových emisí cenných papírů. K 1. březnu 1995 bylo na burzu uvedeno dalších 647 emisí z druhé vlny kuponové privatizace. Většina z těchto emisí byla značně nelikvidní a tak během roku 1997 došlo k vyřazení 1301 nelikvidních emisí. Vývoj počtu emisí na BCPP zobrazuje tabulka č. 1.

Tabulka č. 1: Počet emisí kotovaných na BCPP, hodnoty k 31.12.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
akcie + PL	971	1028	1716	1670	320	304	195	151	102	79	65	55	39	32
dluhopisy	11	27	48	80	92	98	95	94	84	74	81	79	96	110

Zdroj: Výroční zprávy BCPP 2001 a 2006

Spojení vzniku kapitálového trhu s privatizací znamenalo pro BCPP jistá specifika oproti standardním burzám, která následně ovlivnila její vývoj. Zmíněný příliv značného počtu cenných papírů k obchodování nepřispěl jednak likviditě, ale ani primárně nepřinesl firmám nový kapitál, kvůli kterému firmy na burzu vstupují.¹³ Dalším specifikem pro burzu byla také atypicky velká roztržštěnost vlastnictví kotovaných podniků.¹⁴

Ve standardních podmínkách je evoluce burzy a jejího obchodování postupná, v ČR byla burza vytvořena téměř přes noc. Povědomí o kapitálových trzích u podniků a investorů na vyspělých trzích je tak průběžně budované a založené na delší zkušenosti. Čeští občané po dlouhodobé absenci této zkušenosti neměli dostatek znalostí o způsobu fungování burzy. Pro většinu se tak – jak píše Vencovský (1999, str. 524), způsob nabytí majetku v kuponové privatizaci stal „spíše sázkou do loterie.“

Nízká znalost problematiky na straně drobných držitelů kuponů byla také spojena se specifickým vznikem institutu kolektivního investování. Výsledkem kuponové privatizace byl vznik institucionálního investora – investičního fondu. Dne 26. února 1991 byl schválen zákon č. 92/1991 Sb., o převodu majetku státu na jiné osob, známý také pod názvem „Zákon o velké privatizaci“ (Gazda, 2004, str. 342). Bylo založeno 429 investičních privatizačních fondů, do kterých mohli občané dávat své body. Toho využilo 71,9 % občanů. IPF získaly 58,8 % (přímo investující občané získali 34 % a neprodáno zůstalo 7,2 %) majetku určeného pro první vlnu kuponové privatizace. Ve druhé vlně získaly fondy 63,5 % (Gazda, 2004, 343-345). Většina fondů opustila strategii portfoliového investora, běžnou na vyspělých trzích a zvolila strategii

¹³ Nyvltová a Režňáková (2007, str. 23) argumentují, že privatizace nepřinesla, kromě nového kapitálu ani nové know-how a „podniky nedisponovaly zkušeným managementem a ani ochotou chovat se dle pravidel běžných na kapitálových trzích, zejména postrádaly informační otevřenost“.

¹⁴ Podle Holmana byly kapitálové trhy v ČR koncipovány jako trhy vlastnických práv a ne standardní kapitálový trh, přičemž přeměna na standardní trh by omezovala proces vlastnických změn (Žídek, 2006, str. 215).

aktivního investora (Vencovský, 1999, str. 524). S investičními fondy je také spojena řada finančních skandálů, které drobné investory poškodily a které nepřispěly důvěře drobných investorů v následné participaci na kapitálovém trhu.

S cennými papíry je v ČR možné obchodovat buď na organizovaných trzích nebo na neorganizovaném trhu. V rámci organizovaného obchodování působí jednak burzovní zprostředkování přes BCPP a mimoburzovní přes RM-Systém (RM-S). RM-S zahájil svoji činnost organizátora obchodování 24.5.1993 a je orientován spíše na menší investory. Byl ve vlastnictví PVT (dnes je ve vlastnictví obchodníka s cennými papíry, společností FIO) a vznikl z registračních míst kuponových knížek v rámci projektu kuponové privatizace. RM-S je charakteristický neklientským principem, tedy přímým vstupem účastníků na trh. Proto také RM-S provádí tzv. před-obchodní validaci dispozice cenných papírů u prodávajících, resp. dostatku finančních prostředků u kupujících. Objemy obchodů realizované přes RM-S nám zobrazuje tabulka č. 2. V počátečních letech dosahovaly hodnoty přibližně 20 % na celkových objemech regulovaných trhů. Od roku 2000 jsou však již poměrně nevýznamné, a proto tomuto trhu nepřikládáme ve vazbě na růst pozornost.¹⁵

Tabulka č. 2: Podíl BCPP a RM-S na celkových objemech realizovaných na regulovaných trzích, v %.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
BCPP	76,03	93,37	87,74	79,61	81,07	80,04	86,77	95,26	99,03	98,88	99,32	99,58	99,58	99,73
RM-S	23,97	6,63	12,26	20,39	18,93	19,96	13,23	4,74	0,97	1,12	0,68	0,42	0,42	0,27

Zdroj: Výroční zprávy komise pro cenné papíry 2000, 2003 a Dohled nad finančním trhem 2006

Způsob nabytí cenných papírů drobnými akcionáři a v počátečních letech, stejně jakonizká úroveň zprostředkování obchodování ze strany účastníků burzy, znamenal velký podíl mimoburzovního obchodování. Držitelé akcií nabytých v kuponové privatizaci chtěli získat likviditu a zároveň probíhaly snahy o posílení majetkových poměrů jiných investorů. Jelikož akcie byly evidovány v dematerializované podobě, velkého objemu zprostředkování zaujímal Středisko cenných papírů (SCP, viz níže). Neorganizovaný trh se realizoval především ve formě přímých převodů na přepážkách SCP. Podíl obchodů realizovaných přes jednotlivé trhy zobrazuje následující tabulka č. 3.

¹⁵ Viz Vencovský (1997), str. 537-539. Blíže též Musílek (2002), str. 59-61.

Tabulka č. 3: Podíl obchodů realizovaných na organizovaném a neorganizovaném trhu

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
organizovaný	39,05	58,47	58,72	59,34	47,66	45,79	48,89	49,98	40,31	37,96	31,33
neorganizovaný	60,95	41,53	41,28	40,66	52,34	54,21	51,11	50,02	59,69	62,04	68,67

Zdroj: Výroční zprávy Komise pro cenné papíry 2000, 2003 a 2006

Mezi další instituce doplňující kapitálový trh je již zmíněné Středisko cenných papírů.¹⁶ SCP bylo zřízeno Ministerstvem financí k 1.1.1993 jako instituce na podporu rozvoje kapitálového trhu, jejímž hlavním úkolem je vedení evidence zaknihovaných cenných papírů a jejich majitelů. Obdobou činnost depozitáře provádí také společnost UNIVYC, a.s.,¹⁷ která je stoprocentně vlastněna BCPP. Společnost UNIVYC (univerzální vypořádací centrum) byla založena k 8. říjnu 1996 transformací Burzovního registru cenných papírů. Ten fungoval od 5. dubna 1993 s cílem zajištění vypořádání burzovních obchodů. UNIVYC převzal činnost vypořádání obchodů s investičními nástroji registrovanými na burzovním trhu. Pro finanční vypořádání využívá UNIVYC Zúčtovacího centra České národní banky (ČNB). Od roku 2006 je UNIVYC členem Evropské asociace centrálních depozitářů cenných papírů (ECSDA), která si klade za cíl snížení rizika při vypořádání a clearingů a zvýšení efektivnosti registrace a správy cenných papírů v rámci Evropy.

Kapitálový trh a tedy i burza v ČR neměla až do roku 1998 samostatný úřad dozoru. Tato skutečnost bývá často kritizována, především z důvodu nižší transparentnosti trhů.¹⁸ Komise pro cenné papíry,¹⁹ vznikla dne 1. dubna 1998 jako nezávislý správní úřad, zodpovědný za dozor nad kapitálovým trhem s cílem zajištění ochrany investorů, transparentnosti trhu a boje proti finanční kriminalitě. Její činnost trvala až do roku 2006, kdy v dubnu v rámci integrace dozoru nad českým finančním trhem převzala její agendu Česká národní banka. Pro další podporu a zvýšení důvěry v investování byl v roce 2001 založen Garanční fond obchodníků s cennými papíry,²⁰ jehož účelem je částečné odškodnění zákazníků zkrachovaných institucí. V rámci zlepšujícího se prostředí, dosáhla BCPP významného mezinárodního ocenění, kdy ji v květnu 2004 udělila americká Komise pro cenné papíry a burzy (US SEC) statut definované zahraniční burzy. Tento status znamená zařazení na významný seznam neamerických burz bezpečných pro investory.²¹

¹⁶ Dostupné na: <http://www.scp.cz/>.

¹⁷ Dostupné na: <http://www.univyc.cz>.

¹⁸ Viz Nývltová, 2007, str. 24.

¹⁹ Dostupné na: <http://www.sec.cz>.

²⁰ Dostupné na: <http://www.gfo.cz/index.php>.

²¹ Dostupné na: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>.

BCPP je založena na členském principu, takže oprávnění obchodovat mají pouze její členové. Ti musí být zároveň členy garančního fondu a jednají vždy vlastním jménem prostřednictvím makléře. K obchodování na burze je zároveň potřeba účet u SCP a přístup ke clearingovému centru ČNB.

Od roku je 2001 byla BCPP přidruženým členem Federace evropských burz (FESE) a od 1. května 2004 se v návaznosti na vstup České republiky do Evropské unie stala řádným členem. BCPP je také přidruženým členem Světové federace burz (WFE).

Na BCPP se obchoduje se standardními produkty a od roku 2006 i s derivátovými produkty. V roce 2007 má být poté otevřena energetická burza.

Organizace obchodování

Od 1.9.1995 je burzovní trh členěn na tři segmenty: hlavní a vedlejší (předtím kotovaný) a trh volný (předtím nekotovaný). V roce 1999 vytvořila BCPP v rámci vedlejšího trhu tzv. Nový trh, určený pro mladé a rychle expandující společnosti. Tento segment však doposud není emitenty vůbec využíván. Na emise na jednotlivých trzích jsou vyžadovány různé požadavky, přičemž nejmírnější nároky jsou kladeny na emitenty na volném trhu. Hlavní a vedlejší trh se považují za trhy prestižní. Pro emise kotované zde stanovují Burzovní pravidla další povinnosti nad rámec zákona o podnikání na kapitálovém trhu a to povinnost předkládat předběžné hospodářské výsledky, zasílat čtvrtletní hospodářské výsledků a zápisy z valných hromad.

Na burze je v současné době možné uzavírat automatické obchody, SPAD obchody a blokové obchody, a to v elektronické formě. Automatizované obchody mohou probíhat buď v aukčním režimu nebo v kontinuálním režimu. V aukčním režimu dochází ke shromažďování objednávek na nákup a prodej cenných papírů k jednomu okamžiku. Výsledkem je stanovení ceny na základě cenové priority. Kontinuální režim byl spuštěn k 15.3.1996 a nese označení KOBOS. V průběhu dne časově navazuje na aukční režim. K uzavírání obchodů dochází na základě průběžného vkládání objednávek k nákupu a prodeji a při párování objednávek je uplatňován princip cenové a následně časové priority.

V systému SPAD (Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů) začalo obchodování 25.5.1998. Obchoduje se zde s blue chips akciemi, a to pomocí tvůrců trhu, kteří mají za úkol svými průběžnými kotacemi na nákup i prodej zajišťovat dostatečnou likviditu.

Akumulace kapitálu

V rámci vlivu akumulace kapitálu na dlouhodobý růst si všimněme hodnot tržní kapitalizace, které cenné papíry na BCPP dosahovaly

v jednotlivých letech.²² Tyto hodnoty zobrazuje tabulka č. 4. V roce 2002 započala mezinárodní integrace akciového trhu, kdy na burze začaly být kotovány první akcie zahraničních společností. Tržní kapitalizace zahraničních akcií zaznamenává rovněž každoroční přírůstky hodnoty. I tržní kapitalizace dluhopisů má růstovou tendenci.

Tabulka č. 4: Tržní kapitalizace (TK) akcií domácích a zahraničních společností a dluhopisů v mil. Kč²³

rok	akciové společnosti			dluhopisy celkem
	domácí	cizí	celkem	
1994	353 103	0	353 103	na
1995	478 634	0	478 634	na
1996	539 242	0	539 242	na
1997	498 681	0	498 681	na
1998	416 202	0	416 202	198 107
1999	479 647	0	479 647	231 116
2000	442 894	0	442 894	280 075
2001	340 251	0	340 251	319 399
2002	357 910	120 129	478 038	372 488
2003	453 521	190 962	644 483	505 536
2004	660 289	315 485	975 774	577 036
2005	900 881	429 933	1 330 813	655 517
2006	953 896	638 101	1 591 997	na

Zdroj: BCPP- Klíčová roční data z obchodování 1993 - 2006²⁴ a Fact book BCPP 1999–2006

Pro posouzení nově akumulovaného kapitálu nám poslouží odvozená tabulka meziročních změn hodnot tržní kapitalizace.

Tabulka č. 5: Změna tržní kapitalizace akcií a dluhopisů, v mil. Kč a v %

rok	akcie						dluhopisy	
	domácí spol.		cizí spol.		celkem		CZK	%
	CZK	%	CZK	%	CZK	%		
1995	125 531	35,55	0	0,00	125 531	35,55	na	na
1996	60 608	12,66	0	0,00	60 608	12,66	na	na
1997	-40 562	-7,52	0	0,00	-40 562	-7,52	na	na
1998	-82 478	-16,54	0	0,00	-82 478	-16,54	na	na

²² Z cenných papírů vybíráme akcie a dluhopisy kvůli jejich primárnímu vlivu na akumulaci. Derivátové produkty nejsou primárním zdrojem nového kapitálu, spíše pomáhají sekundárnímu trhu vyšší likviditou a umožněním spekulativního odhadu budoucnosti.

²³ Údaj o akciích zahrnuje i podílové listy, které tvořily v roce 1999 a 2000 3 % tržní kapitalizace, od roku 2002 je jejich hodnota nulová.

²⁴ http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Rocni_udaje_v_EUR_a_USD.pdf k 2.7.2007.

1999	63 445	15,24	0	0,00	63 445	15,24	33 009	16,66229
2000	-36 753	-7,66	0	0,00	-36 753	-7,66	48 959	21,18348
2001	-102 643	-23,18	0	0,00	-102 643	-23,18	39 325	14,04071
2002	17 659	5,19	120 129	0,00	137 788	40,50	53 088	16,62129
2003	95 612	26,71	70 833	58,96	166 445	34,82	133 048	35,71879
2004	206 768	45,59	124 523	65,21	331 291	51,40	71 500	14,14345
2005	240 591	36,44	114 448	36,28	355 039	36,39	78 481	13,60071
2006	53 015	5,88	208 168	48,42	261 183	19,63	na	na

Zdroj: BCPP- Klíčová roční data z obchodování 1993–2006²⁵ a Fact book BCPP 1999–2006

Meziroční změny tržní kapitalizace akcií poměrně výrazně kolísaly až do roku 2001, od kterého poté zaznamenávají růst. Tento fakt je spojen s vyřazením nelikvidních akcií z burzy v průběhu jejího vývoje. U dluhopisů jsou k dispozici údaje pouze pro roky 1999–2005, ve kterých docházelo k pravidelným přírůstkům.

Než přejdeme k faktorům ovlivňujícím tržní kapitalizaci, povšimněme si ještě relativní významnosti akcií na celkové kapitalizaci, kterou zobrazuje tabulka č. 6. Z dostupných dat tak akciové cenné papíry mají oproti dluhopisům převahu a od roku 2001 opět rostoucí podíl.

Tabulka č. 6: Podíl tržní kapitalizace (TK) akcií na celkové tržní kapitalizaci, v %

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TK akcií/celkem	67,75	67,48	61,26	51,58	56,21	56,04	62,84	67,00

Zdroj: BCPP- Klíčová roční data z obchodování 1993–2006²⁶ a Fact book BCPP 1999–2006

Pro posouzení vlivu dluhopisů na hospodářský růst je potřeba si povšimnout i jejich sektorového složení, které zobrazuje tabulka č. 7. Státní dluhopisy měly s výjimkou roku 1999 největší podíl na celkové hodnotě a tudíž vliv dluhopisů na financování produktivních činností a tím i na hospodářský růst není příliš významný.

Tabulka č. 7: Procentní zastoupení sektorů na objemu emisí

	1999	2000	2001	2002
státní dluhopisy	29,75	51,06	81,16	65,11
dluhopisy bankovní	20,63	22,00	0,00	16,28
dluhopisy průmyslové	34,21	19,23	10,45	10,63
dluhopisy komunální	0,00	0,00	6,00	0,00
hypoteční zástavní listy	15,41	7,71	2,40	7,98

Zdroj: Jakub, 2003

²⁵ http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Rocni_udaje_v_EUR_a_USD.pdf k 2.7.2007.

²⁶ http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Rocni_udaje_v_EUR_a_USD.pdf k 2.7.2007.

Faktory ovlivňující tržní kapitalizaci

Nyní si všimněme faktorů ovlivňujících výši tržní kapitalizace. Pozitivní změna TK může být způsobena třemi faktory. 1) Růstem ocenění stejného počtu cenných papírů, díky systematickému růstu cenové hladiny. 2) Při stejném počtu cenných papírů jejich vyšším ocenění, díky rostoucí poptávce. Ta může být způsobena přehodnocením tržních subjektů skutečné fundamentální hodnoty cenných papírů (a tím i kapitálu. Dále také přílivem dalších zdrojů, tzv. externích úspor, nebo u akcií růstem jejich fundamentální hodnoty z titulu generování zisku podniky a tudíž většího majetku na cenný papír. Vyšší hodnota je poté vytvořena prostřednictvím tzv. interních úspor.²⁷ 3) Přílivem nového kapitálu v podobě nových emisí cenných papírů. Ta může mít formu rovněž externích úspor v případě úpisu nových akcií (IPO, SPO, nebo potenciálně i úpisem z vlastních zdrojů zakladatelů firmy) a dluhopisů, nebo u akciových společností navýšením základního kapitálu společnosti a emisí patřičného množství akcií. Negativní změna může být způsobena opačnými faktory. Přesný vliv jednotlivých příčin nelze postihnout, povšimněme si však některých aspektů.

Vliv cenové hladiny na tržní kapitalizaci

Tabulka č. 8: Deflátor HDP a vliv změny cenové hladiny na celkovou tržní kapitalizaci TK (v %)²⁸

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
deflátor y/y	10,24	10,40	8,29	11,14	2,82	1,52	4,90	2,76	0,93	3,58	0,71	1,32
TK nominální y/y	35,55	12,66	-7,52	-16,54	15,24	-7,66	-23,18	40,50	34,82	51,40	36,39	19,63
TK reálná y/y	40,40	12,46	-5,34	-19,13	26,03	-6,43	-25,81	43,65	37,37	47,34	40,45	18,89
vliv cenové hladiny na změnu TK v %	13,64	-1,56	-28,96	15,66	70,77	-16,06	11,37	7,79	7,31	-7,90	11,18	-3,76

Zdroj: IMF – International Financial Statistics, BCPP - Klíčová roční data z obchodování 1993–2006²⁹ a Fact book BCPP 1999–2006

Tabulka č. 8 nám ukazuje změny reálné tržní kapitalizace a její procentní rozdíl oproti změně nominální tržní kapitalizaci. V průběhu sledovaného období tak cenová hladina ovlivňovala vykazovaný růst přibližně okolo 10 %, s větším vychýlením v roce 1999, kdy došlo k výraznějšímu snížení inflace v ČR.

²⁷ Pod pojmem interní úspory rozumíme úspory generované obchodovanou firmou (ať již v podobě nerozděleného zisku nebo reinvestované). Externími úsporami rozumíme úspory domácností. Obdobně hovoříme u investování o interním a externím.

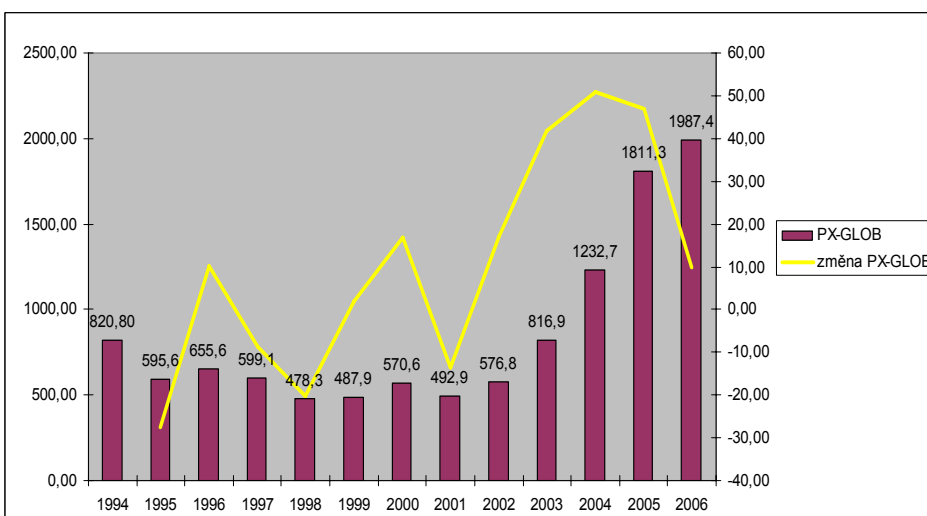
²⁸ Reálná kapitalizace v této souvislosti znamená tržní kapitalizace očištěnou o vliv cenové hladiny.

²⁹ http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Rocni_udaje_v_EUR_a_USD.pdf k 2.7.2007.

Vliv změny ocenění kapitálu

Vliv změny ocenění kapitálu posoudíme podle cenového indexu, který zachycuje vážené změny cen jednotlivých obchodovaných cenných papírů. Nejširším indexem sestavovaným BCPP je PX-GLOB, sledovaný od 30.9.1994. K výchozímu dni měl index hodnotu 1000 bodů. Index je vážený podle tržní kapitalizace jednotlivých firem obchodovaných na regulovaném trhu. Počty cenných papírů báze se upravují čtyřikrát ročně, přičemž jednotlivá emise nesmí přesáhnout 25 % podílu.³⁰

Graf č. 1: Hodnoty PX-GLOB (pravá osa) a jejich meziroční změny (levá osa)



Zdroj: BCPP - Klíčová roční data z obchodování 1993–2006³¹

Graf č. 1 ukazuje dosti dlouhý propad ocenění českých akcií, kdy se index dostal nad svojí počáteční hodnotu až po deseti letech v roce 2004. Meziroční změna indexu rostla od roku 2002 a právě v zmiňovaném roce dosáhla svého novodobého maxima v podobě přírůstku v hodnotě 50 %.

Vliv nových emisí

Přestože tržní kapitalizace ve sledovaném období rostla, není BCPP téměř vůbec využívána pro získání zdroje kapitálu. Jelikož BCPP a ani FESE a WFE (World Federation of Exchange) nepublikují samostatné statistiky o novém kapitálu pro ČR, ať již ve formě navyšování

³⁰ Aktuální složení báze je možné nalézt zde, dostupné na: <http://www.pse.cz/Statistika/Burzovni-Indexy/default.aspx/default.aspx?bi=3> k 2.7.2007.

³¹ http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/klicova_data_93-06.pdf k 2.7.2007.

základního kapitálu nebo nových emisí, povšimneme si několika nejvýznamnějších událostí ovlivňující tuto hodnotu.³²

V roce 2002 se jako první o primární emisi ucházela společnost Limart, která se však nesešla se zájmem investorů (Nývtová, 2007, str. 207). V novodobé historii BCPP tak byla první emise uskutečněna až v roce 2004, a to farmaceutické společnosti Zentiva.³³ Společnost Zentiva měla s emisí primárních akcií (určenou na zahraniční expanzi) opačnou zkušenost než společnost Limart. Poptávka po akciích pětinašobně převýšila nabídku a byly upsány akcie v přibližné hodnotě 5,5 mld. Kč.³⁴ (Nývtová, 2007, str. 211).

Od dokončení kuponové privatizace vesměs docházelo k odchodu firem z burzy. Z významnějších emisí přibýly akcie ORCO Properte Group, Erste Bank (které nahradily akcie České spořitelny) a CME. Zde však nešlo o IPO, ale o duální listing.³⁵ Akcie společnosti ORCO po vstupu na BCPP znamenaly výrazný nárůst hodnoty. Tého pozitivní nálady společnost využila pro emisi dluhopisů v hodnotě 1,4 mld. (Nývtová, 2007, str. 216).

Na konci roku 2006 vstoupily formou IPO na burzu společnost ECM Real Estate Investment, která získala úpisem nových akcií 2,2 miliardy korun a společnost Pegas Nonwovens (která vstoupila o tři dny později také na burzu ve Varšavě) a která získala tímto potřebný kapitál v hodnotě přibližně 1,35 miliardy Kč. Obdobně jako u společnosti ORCO nastal u této emise převis poptávky nad nabídkou.³⁶

Stejně jako v případě akcií, zmíněné instituce nepublikují ani data pro nově emitované dluhopisy. BCPP je kromě tradičně zastoupeného státu využívána rovněž podniky a bankovním sektorem. Podíl státního sektoru na celkové hodnotě je přitom nejvýznamnější, viz tabulka č. 7.

³² Skromnou představu o vývoji emisí umožňuje zpráva Komise pro cenné papíry z roku 2003, str. 10. „V roce 2003 bylo vydáno celkem 60 emisí cenných papírů. Jednalo se o 10 emisí registrovaných dluhopisů v celkové hodnotě 26,3 mld. Kč, 10 emisí státních dluhopisů v celkovém objemu 110 mld. Kč, 12 emisí dluhopisů Evropské investiční banky v celkovém objemu 15,8 mld. Kč, 19 emisí neregistrovaných dluhopisů v hodnotě 4,42 mld. Kč a 9 nových tranší registrovaných akcií v celkovém objemu 1,9 mld. Kč.“

³³ Společnost Software 602 se postarala o úspěšnou emisi formou primární emise na RM-Systému v hodnotě 50 mil. Kč (Nývtová, 2007, str. 95).

³⁴ Náklady na emisi činily 92 mil. Kč, tedy přibližně 2 % z celkového objemu emise (Nývtová, 2007, str. 211).

³⁵ Společnosti ORCO PROPERTY GROUP, je také obchodována na sekundárním trhu burzy Euronext v Paříži, a společnost CME (Central European Media Enterprises) je obchodována na trhu NASDAQ. Aktivity obou společností jsou vázány s českým trhem (Výroční zpráva BCPP 2005, str. 12).

³⁶ http://hn.ihned.cz/c4-10084250-19919650-500000_d-zajem-o-akcie-ecm-byl-obrovsky a http://hn.ihned.cz/c4-10084250-20000880-500000_d-trh-akciim-pegasu-na-burze-veri, k 4.8.2007.

Akumulace kapitálu formou úpisu dodatečných akcií nebo emitováním dluhopisů samozřejmě existovala, viz poznámka 32, jejich souhrnné údaje však rovněž nejsou k dispozici.

Z analýzy vlivu jednotlivých faktorů na tržní kapitalizaci tak měla největší vliv na hodnotu zásoby kapitálu nárůst jejího ocenění, obzvláště po roce 2002, kdy už došlo k vyřazení nelikvidních a neperspektivních akcií přijatých k obchodování v rámci kuponové privatizace z BCPP. To může signalizovat jednak efektivnější využívání kapitálu tak rovněž akumulaci kapitálu prostřednictvím vlastních zdrojů firem. Na burzu si pro kapitál přišly doposud pouze tři společnosti a všechny tři se setkaly s velkým zájmem investorů. Jednalo se o velké společnosti, které byly zařazeny na hlavní trh. V následujících letech však plánují vstup na burzu prostřednictvím primárních emisí další firmy (OKD a AAA Auto).

Sekundární trh

V minulé části jsme se zabývali celkovou tržní kapitalizací a faktory, které ovlivňují její změny. Nyní se ještě pokusíme prozkoumat důvody, proč je BCPP málo využívána jako prostředí pro získání kapitálu. Důležitou funkcí finančních trhů je umožnit následný převod vlastnických práv, např. z důvodu neočekávané potřeby likvidity investorů nebo u akciových instrumentů k tzv. „hlasování odchodem nebo příchodem“. Umožnění následného obchodování s produkty primárního trhu má zpětný pozitivní vliv na velikost této primární akumulace. Čím je totiž možnost převodu vlastnických práv snazší, tedy čím nižší jsou transakční náklady, tím větší je ochota investorů vstupovat na primární trh a pro investory vyšší výnos. Funkci následného obchodování plní sekundární trh. Důležité tedy je, aby byl sekundární trh likvidní, což nám umožňuje posoudit objem realizovaných obchodů.

Tabulka č. 9: Objem realizovaných obchodů v mil. Kč s členění na podíl kurzotvorných (K) a přímých (P) obchodů v %

	akcie+PL			dluhopisy			celkem		
	celkem	K	P	celkem	K	P	celkem	K	P
1993	7 024	na	na	1 993	na	na	9 017	na	na
1994	42 594	na	na	19 431	na	na	62 025	na	na
1995	125 643	na	na	69 764	na	na	195 407	na	na
1996	249 935	11,48	88,52	143 264	0,06	99,94	393 200	7,32	92,68
1997	246 302	8,94	91,06	433 236	0,01	99,99	679 537	3,25	96,75
1998	172 594	41,73	58,27	687 598	0,01	99,99	860 192	8,38	91,62
1999	163 457	87,01	12,99	1 024 029	0,00	100,00	1 187 486	11,98	88,02
2000	264 145	93,07	6,93	958 688	0,00	100,00	1 222 833	20,10	79,90
2001	128 799	92,30	7,70	1 858 380	0,00	100,00	1 987 179	5,98	94,02
2002	197 398	36,48	63,52	1 595 674	0,00	100,00	1 793 071	4,02	95,98

2003	257 442	32,82	67,18	1 110 104	0,00	100,00	1 367 546	6,18	93,82
2004	479 662	33,45	66,55	692 480	0,01	99,99	1 172 141	13,69	86,31
2005	1 041 173	36,67	63,33	533 241	0,01	99,99	1 574 414	24,26	75,74
2006	848 896	94,47	5,53	598 921	0,01	99,99	1 447 816	55,40	44,60

Zdroj: pro roky 1993–1995 Vencovský, 1999, str. 533-534, od roku 1996 BCPP³⁷

Tabulka č. 9 ukazuje pro akcie poměrně kolísavý vývoj jak v celkové hodnotě, tak v podílech kurzotvorných a přímých obchodů. Za sledované období však došlo přibližně čtyřnásobnému zvětšení objemu obchodů. To je zapříčiněno především vznikem segmentu SPAD s tvůrci trhu zajišťujícími likviditu pravidelným kotováním. V segmentu SPAD probíhá většina obchodů (v roce 2006 měl tento segment podíl 91,56 %, viz Fact Book BCPP 2006, str. 8). Nejvyššího objemu dosáhl obchod s akciemi v roce 2005 v hodnotě přes 1 bilion Kč a s více než 50 % nárůstem, přičemž jedním z důvodů byla větší integrace BCPP po vstupu do EU. U dluhopisů objem obstarávají přímé obchody téměř absolutní podíl, což odpovídá povaze těchto instrumentů a struktuře jejich vlastníků, kterou tvoří ve velké většině institucionální investoři (62,3 % velké banky a 30,3 % stavební spořitelny, pro rok 2006, viz Dohled nad kapitálovým trhem, 2006, str. 55). Tabulka č. 9 nám také umožňuje podívat se na složení objemu obchodů z hlediska obchodovaných instrumentů. Do roku 2004 každoročně převažoval podíl obchodů s dluhopisy (v roce 2001 dokonce 14krát). Od roku 2005 však nastal obrat a likvidita se přesunula směrem k akciím.

Samotný ukazatel velikosti objemu obchodu poukazuje v některých letech na poměrně vysokou likviditu na BCPP, pro úplnější představu se ještě podíváme na vztah objemu obchodů a tržní kapitalizace. Ten v podstatě říká, kolik procent tržní hodnoty kapitálu se za daný čas (v našem případě jeden rok) zobchoduje. Tabulka č. 10 nám ukazuje tyto podíly. Podle údajů pro akcie, v počátečních letech poměrně významná část tržní kapitalizace změnila majitele. Podíl je poměrně kolísavý, a to v rozmezí 37 %–78 %. Podíl objemu obchodů na tržní kapitalizaci je u dluhopisů velmi vysoký a v roce 2001 dokonce změnila majitele celková hodnota dluhopisů více než pětkrát. Toto je překvapivé u těchto cenných papírů, které představují méně rizikové instrumenty se stabilnější hodnotou.

³⁷ <ftp://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/> k 2.7.2007.

Tabulka č. 10: Podíl objemu obchodů na tržní kapitalizaci v %³⁸

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
akcie	46,35	49,39	41,47	34,08	59,64	37,85	41,29	39,95	49,16	78,24	53,32
dluhopisy	na	na	347,08	443,08	342,30	581,84	428,38	219,59	120,01	81,35	na
celkem	na	na	140,03	167,07	169,14	301,25	210,82	118,92	75,49	79,26	na

Zdroj: BCPP – Klíčová roční data z obchodování 1993–2006, Fact book BCPP 1999–2006 a Vencovský (1999)

Likvidita BCPP je u akcií poměrně vysoká. Pro akumulaci kapitálu potenciálních nových firem však není dobré, že převažuje likvidita na trhu s dluhopisy. Možnost převodu vlastnických práv je důležitá nejenom pro efektivitu vynakládání kapitálu, ale i pro primární trh a tedy pro akumulaci kapitálu. Podívejme se proto ještě na možné důvody, které ovlivňují výši likvidity a tedy i potenciální akumulaci kapitálu.³⁹

Negativním vlivem pro akumulaci kapitálu a likviditu byl způsob vzniku burzy, znamenající nestandardní vstup velkého počtu nelikvidních akcií na burzu. Firmy nevstoupily na burzu pro získání kapitálu, nýbrž z důvodů kuponové privatizace, viz výše. V počátečních letech se k tomu přidává rovněž malá zkušenost s fungováním kapitálových trhů. Za negativum pro akumulaci kapitálu a likviditu rovněž považujeme pozdní vznik orgánu pro dohled nad kapitálovým trhem. Vencovský (1999, str. 535-536) k hodnocení burzovního trhu poznamenává, že „burzovní trh nebyl dostatečně transparentní a investoři neměli k dispozici dostatek standardních informací pro svá investiční rozhodování“ a zároveň zde byla nedostatečná ochrana investorů před nelegálními obchody (kursové manipulace, insider, tunelování). Burzu v devadesátých letech hodnotí jako velmi nelikvidní, kdy kursové pohyby se v 90. letech měnily náhodnou strukturou nákupních a prodejních příkazů, kdy denní výkyvy plus – minus pět procent byly běžné a nebyly vyvolány novými fundamentálními informacemi.

S odchodem neatraktivních titulů z burzy a s vylepšováním podmínek, za které považujeme vznik segmentů KOBOS a SPAD, vznik Komise pro cenný papír a přístup a samotný vstup do EU se postupně situace lepší a BCPP začíná být likvidní burzou s případným potenciálem pro nové emise. Současnou situaci z hlediska akumulace a likvidity hodnotí aktuální publikace Nývltové (2007, str. 203), která konstatuje, že „získávání finančních zdrojů na kapitálových trzích je v České republice ještě pořád v prvopočátku. Poptávka po investičních

³⁸ Jelikož objem obchodů je tokovou veličinou a tržní kapitalizace veličinou stavovou, dochází u tohoto ukazatele k jistému zkreslení oproti ideální situaci, kdyby se jednalo o průměr hodnot denních obchodů a tržních kapitalizací k těmto jednotlivým dnům. Tato data však nejsou dostupná a proto použijeme pouze aproximovaných hodnot.

³⁹ Větší likvidita znamená větší atraktivnost pro věřitele a větší atraktivnost pro věřitele snižuje náklady pro dlužníky (Kohn, 2004, str. 28).

instrumentech je vysoká, objemy obchodů na sekundárních trzích rostou, avšak počet nových emisí je minimální. Od května 2004 mají české podniky na základě tzv. evropského pasu jednodušší vstup na zahraniční trhy. Co se týče dluhopisů, tuto možnost využila např. společnost ČEZ, která v říjnu emitovala eurobondy v hodnotě 0,5 mld. EUR s úrokovým výnosem 4,125 %. ... Eurobondy jsou kotované na burze v Lucembursku“ (Nývtová, 2007, str. 203).

3. BANKOVNÍ SEKTOR

V této části se podíváme na alternativu burzovnímu financování v podobě úvěrové činnosti bankovního sektoru a jejího vlivu na zásobu kapitálu. Nejprve se budeme věnovat stavu sektoru před rokem 1990 a poté jeho vývoji po roce 1990 s ohledem na faktory ovlivňující tvorbu kapitálu. Poté se zaměříme na výši poskytnutých úvěrů.

3.1. Stav před rokem 1990

Před rokem 1990 byl v tehdejší ČSSR jednostupňový bankovní systém v čele s Státní bankou Československa (SBČS), jejíž činnost podléhala vládě. Tuto banku doplňovaly další čtyři specializované banky (plus Slovenská spořitelna na Slovensku), přičemž poskytování úvěrů prováděla Československá obchodní banka. Přidělování úvěrů bylo určováno vládou a banka zajišťovala potřebné administrativně kroky. Nejednalo se tak o klasickou přeměnu úspor v investice a ani se nedá hovořit o vlivu na dlouhodobý hospodářský růst, jak je vnímán v této práci.

3.2. Vývoj po roce 1990

Vývoj soudobého bankovníctví v ČR se datuje k 1.1.1990, kdy vznikla dvoustupňová bankovní soustava. Původní banky se rozrostly o Tatrabanku a delimitací SBČS vznikly dva nové peněžní ústavy (Komerční banka Praha a na Slovensku Všeobecná úvěrová banka Bratislava). V roce 1990 byl tento sektor poddimenzován, s velkou poptávkou po bankovních službách, což vyústilo ve vznik nových bank. V bankovním sektoru se však již začaly objevovat problémy související s transformací, týkající se špatných úvěrů a nízké kapitálové přiměřenosti (Vencovský, 1999, str. 497). Tyto problémy měl řešit tzv. Konsolidační program I., na základě něhož byla založena konsolidační banka, komerční banky oddluženy a nekapitalizovány a byla ustanovena inkasní jednotka ČSOB. V první fázi oddlužení dostaly banky 7,8 mld. Kč na posílení kapitálové pozice a 22,2 mld. Kč plynuly na odepsání špatných úvěrů státním podnikům. V druhé fázi poté Konsolidační banka odkoupila špatné pohledávky ve výši 15,1 mld. Kč. ČSOB měla díky své předchozí specializaci na úvěry exportním firmám nedobytné pohledávky ve výši 34,7 mld. Kč, které byly převedeny na Českou inkasní jednotku. V roce 1993 se začaly problémy se špatnými úvěry dále prohlubovat. Vliv zde mělo i pozdní přijetí zákona o kapitálové přiměřenosti v roce 1992. V roce 1994 zkrachovala první banka Bohemia. Tyto problémy vedly ČNB k pozastavení vydávání licencí. V roce 1996 po zpřísnění dohledu nad bankami, v rámci konsolidačního programu, přešlo několik bank do likvidace a pod nucenou správu ČNB. Ta také přistoupila k realizaci Konsolidačního programu II, který spočíval v přísnějším přístupu k problémovým bankám. Podařilo se tím odstranit některé problémové malé a střední banky. Krize bankovního sektoru přišla v roce 1998, kdy po měnové

krizi a započaté recesi, znamenající zhoršení splácení úvěrů, se dostaly do problémů dvě největší banky – Česká spořitelna a Komerční banka. Vinu na tom měly samozřejmě také ztrátové operace minulých let (Vencovský, 1999, str. 498-500).

Privatizace českých bank byla dlouhodobým a politicky i ekonomicky hojně diskutovaným a kritizovaným procesem. Proces privatizace byl započat kuponovou privatizací, v rámci níž byly částečně privatizovány původní státní (kromě ČSOB). První plně zprivatizovanou bankou byla Živnostenská banka, a to již v roce 1992. Této bance se také jako jediné podařilo vyhnout problémům se špatnými úvěry. Dvě největší banky – Česká spořitelna a Komerční banka – byly privatizovány po očištění o klasifikované úvěry až v roce 2000, resp. 2001.

Než přejdeme k samotným hodnotám poskytnutých úvěrů, povšimněme si ještě vývoje úrokových sazeb, které determinují jejich výši. Vývoj diskontních sazeb zobrazuje tabulka č. 11. V ČR dochází od roku 1997 k postupnému snižování úrokových sazeb, přičemž od roku 2002 se sazby pohybují mezi 1 % a 1,75 %.

Tabulka č. 11: Diskontní sazby, p.a., k 31.12.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ČR	8	8,5	9,5	10,5	13	7,5	5	5	3,75	1,75	1	1,5	1	1,5

Zdroj: ČNB, IMF - International Financial Statistics

Kromě všeobecného trendu sazeb je pro nás ještě důležité, jak se vyvíjely výpůjční sazby, které přímo vyjadřují cenu získání úvěru. Ty zobrazuje tabulka č. 12. Výpůjční sazby mají v některých letech odlišný průběh než diskontní.⁴⁰ Stejně tak procentní rozdíl mezi těmito sazbami se v průběhu sledovaného období měnil. V případě ČR došlo k výraznějšímu snížení ceny úvěru až v roce 1999 oproti snížení diskontní sazby v roce 1998. Od roku 2002 je zde poměrně stabilní rozdíl 4–5 bazických bodů mezi těmito sazbami.

Tabulka č. 12: Výpůjční sazby soukromému sektoru, p.a., průměrné

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ČR	14,1	13,1	12,8	12,5	13,2	12,8	8,7	7,2	7,2	6,7	6,0	6,0	5,8	5,6

Zdroj: IMF - International Financial Statistics

Nyní po vymezení hlavních událostí, ovlivňujících úvěrovou schopnost bank a ceny úvěrů, přejdeme k třetí vazbě a povšimněme si výše jednotlivých úvěrů, které bankovní sektor poskytl v jednotlivých letech.

⁴⁰ Zdrojem odlišností je kromě jistého zpoždění také rozdíl v povaze dat. Diskontní sazby jsou zde prezentovány jako stavy k 31.12., zatímco výpůjční sazby jsou průměrné.

Poskytnuté úvěry

V rámci výše uvedené vazby si povšimněme výše úvěrů poskytnutých bankovním sektorem, které prezentuje tabulka č. 13. Pro nás jsou nejdůležitější hodnoty úvěrů poskytnuté firmám. Jejich stav dosáhl vrcholu v letech 1996–1997, tedy před měnovou krizí roku 1997, po které následoval propad téměř o polovinu se dnem v roce 2002. Po roce 2002 nastává opětovný růst poskytnutých úvěrů. Banky tak po měnové krizi snižovaly množství poskytnutých úvěrů firmám a přesměrovaly zdroje směrem k domácnostem (od roku 1997 do roku 2006 více než desetinásobný nárůst) a k vládě, přičemž celkové poskytnuté úvěry nezaznamenaly tak výrazný pokles.

Tabulka č. 13: Celkové úvěry poskytnuté jednotlivým sektorům bankovním systémem, stavy k 31.12. v mld. CZK

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
firmy	621,8	723,0	785,5	848,2	841,8	788,3	732,8	696,9	510,3	435,8	455,3	485,0	572,5	665,9
vláda	1,8	1,9	3,5	4,0	13,8	14,2	15,4	33,3	146,0	159,0	151,0	107,5	74,6	61,2
domácnosti	46,5	46,4	35,5	37,9	48,5	62,2	76,3	93,7	115,7	156,5	210,0	282,8	378,9	494,4
celkem	670,1	771,3	824,5	890,1	904,0	864,7	824,5	823,9	771,9	751,3	816,2	875,3	1026,0	1221,6

Zdroj: ČNB, statistiky ARAD

4. VZÁJEMNÉ SROVNÁNÍ

Pro vzájemné srovnání vlivu burzovního a bankovního zprostředkování na hospodářský růst vyvstává otázka, z jakého aspektu tyto dva způsoby srovnat. Obecně oba dva způsoby jsou důležité a každý z nich dosahuje v oblasti zprostředkování komparativní výhody jiným způsobem, pro které je využíván (Kohn, 2004). Z hlediska zdroje pro akumulaci kapitálu z externích zdrojů kapitálový trh v ČR nepřinesl firmám téměř žádné zdroje pro financování. Důvody pro toto jsou uvedeny výše v tomto článku. Bankovní sektor, ve kterém v období transformace byly velké banky ve vlastnictví státu, představoval levný zdroj úvěru (Hanousek, 2007). Bankovní sektor měl rovněž výhodu v dlouhodobější tradici a v podstatě monopolního postavení pro správu úspor obyvatelstva před rokem 1990. Do roku 1997 hrál bankovní sektor dominantní roli při tvorbě kapitálu. Po měnové krizi (a v rámci restrukturalizace bankovníctví) nastávají záporné přírůstky úvěrů a zdroje kapitálového financování přichází primárně ze zahraničí, viz Niedermayer (2001).⁴¹ Od roku 2002 dochází opět k pozitivním přírůstkům hodnoty úvěrů.

Vzájemné srovnání a tím i relativní vliv jednotlivých typů zprostředkování postihneme prostřednictvím ročních změn úvěrů a ročních přírůstků kapitálu zprostředkovaných primárním trhem. Tyto hodnoty zobrazuje tabulka č. 14. Ta nám potvrzuje souvislosti uvedené výše, že bankovní sektor má v ČR dominantní převahu. Primární trh burzy zaznamenal úspěch až od roku 2004, nicméně jeho vliv na akumulaci nového kapitálu je oproti bankovnímu sektoru zanedbatelný.

Tabulka č. 14: Nově poskytnuté úvěry bankami a hodnota nově emitovaných akcií (NK), k 31.12.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
úvěr y/y	101,2	62,5	62,7	-6,4	-53,5	-55,5	-35,8	-186,7	-74,5	19,4	29,8	87,5	93,4
NK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,5	0,0	3,6

Zdroj: ČNB – ARAD a Nývltová (2007)

Podívejme se ještě na vzájemné srovnání těchto zprostředkovatelů z hlediska změny ovlivnitelné hodnoty kapitálu. Pro toto srovnání použijeme dynamizované hodnoty tržní kapitalizace a úvěrů v poměru k HDP. Jelikož státní dluhopisy a ani úvěr vládě nepovažujeme za produktivní zdroj dlouhodobého hospodářského růstu, poměříme pouze tržní kapitalizaci akcií a úvěry firmám. Tyto hodnoty zobrazuje tabulka č. 15.

⁴¹ Blíže se této problematice v rámci CVKS ESF MU věnuje Vašendová (2006).

Tabulka č. 15: Podíl změny tržní kapitalizace (TK) akcií a změny úvěrů firem na HDP, v %

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Δ TK/HDP	8,56	3,60	-2,24	-4,13	3,05	-1,68	-4,36	5,59	6,46	11,91	11,95	8,15
Δ úvěrů/HDP	4,26	3,72	-0,36	-2,68	-2,67	-1,64	-7,94	-3,02	0,75	1,07	2,95	2,91

Zdroj: IMF – International Financial Statistics, tabulka č. 4 a tabulka č. 13

Změna hodnoty bankovních úvěrů vychází a tudíž i odpovídá vývoji prezentovaném v předchozí tabulce č. 13 a po měnové krizi zaznamenávala záporné hodnoty až do roku 2003. Hodnoty změny tržní kapitalizace nám říkají, jak se měnila hodnota zásoby kapitálu ve sledovaném období. S výjimkou let 1997–1998 a 2000–2001 tento ukazatel dosahoval každoročních přírůstků. Jelikož nedocházelo téměř k žádnému přísunu nového kapitálu, změna této hodnoty je primárně spojená se změnou ocenění stávajícího kapitálu, viz výše. Toto umožňuje pohled na zdroj hodnoty kapitálu jednak z jeho efektivnějšího využívání a jednak z akumulace prostřednictvím reinvestice nerozdělených zisků firem. BCPP tak i přes skutečnost, že neregeneruje významné množství kapitálu přes primární trh, je významnou institucí z hlediska obsluhy existující hodnoty kapitálu.

5. ZÁVĚR

V práci jsme prozkoumali vliv kapitálu na hospodářský růst v rámci tří vazeb, týkajících se primárního a sekundárního trhu burzy cenných papírů a výše poskytnutých úvěrů bankovním sektorem. Objemy kapitálu zprostředkované BCPP jsou velmi nízké především kvůli specifikům jejího vzniku: v rámci kuponové privatizace bylo na BCPP uvedeno mnoho firem, které sem tak nevstoupily primárně z důvodů akumulace kapitálu, ale jako součást transformace ekonomiky; nízká zkušenost investorů s investováním na kapitálových trzích; nedostatečná ochrana drobných akcionářů a chybějící nezávislý orgán dozoru nad kapitálovým trhem. V rámci sekundárního trhu burzy byl problém s nízkou likviditou, zapříčiněnou velkým počtem akcií. Tento problém pomohlo odstranit zavedení obchodních segmentů KOBOS a především SPAD, na kterém se tvůrci trhu starají o vytvoření patřičné likvidity a také o vyřazení 1301 nelikvidních emisí z obchodování. Velkým impulzem pro zkvalitnění parametrů BCPP byl vstup do Evropské unie, po kterém došlo k první primární emisi a vstupu 3 společností. Jednalo se o kapitálově silné společnosti a všechny se při úpisu setkaly s převisem poptávky investorů po jejich akciích. Vzhledem k úspěchům těchto firem a k proklamovanému vstupu dalších očekáváme do budoucna rostoucí význam této formy financování, který by se dále mohl rozšířit i na oblast středně kapitalizovaných firem a technologických titulů.

Bankovní financování bylo v průběhu sledovaného období dominantním způsobem až do měnové krize v roce 1997. Poté dochází ke každoročním úbytkům hodnoty poskytnutých úvěrů firmám. Bankovní sektor se po tomto roce více zaměřil na financování vládních deficitů a úvěrů domácností. Kapitál do ekonomiky poté přicházel především ze zahraniční a z vlastních zdrojů. K růstu firemních úvěrů dochází až po roce 2004 a tento trend pokračuje do současnosti.

Ve vzájemném srovnání vlivu jednotlivých finančních zprostředkovatelů na tvorbu nového kapitálu byl bankovní sektor jeho jediným zdrojem. Burza cenných papírů zaznamenala první primární emisi až v roce 2004. Po tomto roce dochází i k dalším úpisům, nicméně celková hodnota je ve srovnání s bankami velmi malá. Druhým možným srovnáním je poměr hodnoty kapitálu, na kterou mají vliv jednotliví zprostředkovatelé. V poměru k HDP v posledních letech dochází k větším přírůstkům tržní kapitalizace než hodnoty bankovních úvěrů. Burza tak již má rovněž své významné místo v rámci finančního systému.

6. POUŽITÁ LITERATURA

BINTER, R. – MOUDRÝ, M. (2007): Význam kapitálového trhu pro českou ekonomiku a její výkonnost, BCPP, 2007, dostupné na: http://www.seminar-burzy.cz/files/07_Moudry_Binter_Prezentace_FINAL.pdf.

ČIHÁK, M. (1998): Od teorie růstu k politické ekonomii růstu, (Příčiny a důsledky moderních empirických studií o růstu), Finance a úvěr, č. 7, str. 414, 1998.

DVOŘÁK, P. (2005): *Bankovníctví* pro bankéře a klienty, 3. přepracované a rozšířené vydání, Linde Praha, 2005.

GAZDA, J. – LIŠKA, V. (2004): Kapitálové trhy a kolektivní investování, Professional Publishing, 2004.

HANOUSEK, J. (2007): Výchozí poznámky k panelové diskusi: Kapitálový trh, IPO a ekonomický růst, BCPP, 2007, dostupné na: http://www.seminar-burzy.cz/files/07_Hanousek_Prezentace_FINAL.pdf.

CHROMEČEK, M. (2006): Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst? Working paper, CVKS ESF MU, č. 12, 2006.

JAKUB, F. (2003): Kapitálový trh v České republice a jeho budoucnost v kontextu vstupu ČR do EU, Vysoká škola ekonomická, 2003. dostupné na: http://www.radce-investora.cz/export/Pages/Seminare/Studenti_a_pedagogove/get_dms_file.do?FileId=99.

JEŽEK, T. a kol. (2004): Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu, Komise pro cenné papíry, 2004, dostupné na: http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/NXT_KCP_IPO_final.pdf

KOHN, M. (2004): Financial institutions and markets, Oxford University Press, New York, 2004.

LEVINE, R. (2004): Finance and Growth, Theory and Evidence, 2004, in AGHION, P. – DURLAUF, S., Eds. (2005): Handbook of Economic Growth, The Netherlands: Elsevier Science, 2005.

LEVINE, R. – LOAYZA, N. – BECK, T. (2000): Financial and the source of growth, Journal of Financial Economics, 2000.

LEVINE, R. – LOAYZA, N. – BECK, T. (2000a): Financial intermediation and growth: causality and causes, Journal of Monetary Economics, 2000.

MENŠÍK, J. (2005): Peníze a kapitál, disertační práce, Masarykova univerzita, 2005.

MISHKIN, F. S. (2004): The economics of money, banking, and financial markets, Addison – Wesley, 7. vyd. 2004.

MUSÍLEK, P. (2002): Trh cenných papírů, Ekopress, 2002.

NIEDERMAYER, L. (2001): Nízký růst úvěrů postihuje malé a střední podniky, HN, 2001, dostupné na: http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/pro_media/clanky_rozhovory/media_2001/cl_01_010221.html.

NÝVLTOVÁ, R. – REŽŇÁKOVÁ, M. (2007): Mezinárodní kapitálové trhy, zdroj financování, Grada, Praha, 2007.

SVOBODA, M. (2005): Jak investovat, aneb, Anatomie burzovních lží, Vyd. 2., CP Books, Brno, 2005.

TREGLER, K. (2005): Oceňování akciových trhů: metody měření správnosti ocenění, C. H. Beck, Praha, 2005.

VAŠENDOVÁ, M. (2006): Pohyb kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky, Working paper, CVKS ESF MU, č. 17, 2006.

VENCOVSKÝ, F. et al. (1999): Dějiny bankovníctví v českých zemích, Bankovní institut, Praha, 1999.

ŽÍDEK L. (2006): Transformace české ekonomiky 1989–2004, 2. vyd., Praha, C.H.Beck, 2006.

Statistické ročenky BCPP

Statistická ročenka BCPP 1999, BCPP, Praha, 2000, dostupná na www.pse.cz.

Statistická ročenka BCPP 2000, BCPP, Praha, 2001, dostupná na www.pse.cz.

Statistická ročenka BCPP 2001, BCPP, Praha, 2002, dostupná na www.pse.cz.

Statistická ročenka BCPP 2002, BCPP, Praha, 2003, dostupná na www.pse.cz.

Ročenka BCPP 2003, BCPP, Praha, 2004, dostupná na www.pse.cz.

Ročenka BCPP 2004, BCPP, Praha, 2005, dostupná na www.pse.cz.

Ročenka BCPP 2005, BCPP, Praha, 2006, dostupná na www.pse.cz.

Ročenka BCPP 2006, BCPP, Praha, 2007, dostupná na www.pse.cz.

Výroční zprávy Komise pro cenné papíry

Výroční zpráva 2000, Komise pro cenné papíry, Praha, 2001, dostupné na www.sec.cz.

Výroční zpráva 2001, Komise pro cenné papíry, Praha, 2002, dostupné na www.sec.cz.

Výroční zpráva 2002, Komise pro cenné papíry, Praha, 2003, dostupné na www.sec.cz.

Výroční zpráva 2003, Komise pro cenné papíry, Praha, 2004, dostupné na www.sec.cz.

Zprávy ČNB

Zpráva o situaci na českém kapitálovém trhu 2005, ČNB, Praha, 2006, dostupné na www.cnb.cz.

Zpráva o výkonu dohledu nad finančním trhem 2006, ČNB, Praha, 2007, dostupné na www.cnb.cz.

Výroční zprávy UNIVYC

Výroční zpráva 1999, UNIVYC, Praha 2000, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

Výroční zpráva 2000, UNIVYC, Praha 2001, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

Výroční zpráva 2001, UNIVYC, Praha 2002, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

Výroční zpráva 2002, UNIVYC, Praha 2003, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

Výroční zpráva 2003, UNIVYC, Praha 2004, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

Výroční zpráva 2004, UNIVYC, Praha 2005, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

Výroční zpráva 2005, UNIVYC, Praha 2006, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

Výroční zpráva 2006, UNIVYC, Praha 2007, dostupné na <http://www.pse.cz/univyc>.

V roce 2005 vyšlo:

WP č. 1/2005

Petr Chmelík: Vliv institucí přímé demokracie na hospodářskou politiku ve světle empirického výzkumu

WP č. 2/2005

Martin Kvizda – Jindřiška Šedová: Privatizace a akciové společnosti – k některým institucionálním aspektům konkurenceschopnosti české ekonomiky

WP č. 3/2005

Jaroslav Rektourek: Přístup k inovacím v České republice. Současný stav a možné směry zlepšení.

WP č. 4/2005

Milan Víturka – Vladimír Žitek – Petr Tonev: Regionální předpoklady rozvoje inovací

WP č. 5/2005

Veronika Bachanová: Analýza kvality regulace České republiky

WP č. 6/2005

Hana Zbořilová – Libor Židek: Washingtonský konsenzus v české ekonomické praxi 90. let

WP č. 7/2005

Osvald Vašíček and Karel Musil: The Czech Economy with Inflation Targeting Represented by DSGE Model: Analysis of Behaviour

WP č. 8/2005

Zdeněk Tomeš: Je stárnutí populace výzvou pro hospodářskou politiku?

WP č. 9/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová: Společenská odpovědnost podniků

WP č. 10/2005

Ladislav Blažek – Alena Klapalová: Vztahy podniku se zákazníkem

WP č. 11/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová – Ladislav Šiška: Metodická východiska zkoumání a řízení inovační výkonnosti podniku

WP č. 12/2005

Ladislav Blažek – Radomír Kučera: Vztahy podniku k vlastníkům

WP č. 13/2005

Eva Kubátová: Analýza dodavatelských vztahů v kontextu inovací

WP č. 14/2005

Ladislav Šiška: Možnosti měření a řízení efektivnosti a úspěšnosti podniku

V roce 2006 vyšlo:

WP č. 1/2006

Tomáš Otáhal: Je úplatkářství dobrá cesta k efektivnějšímu vymáhání práva?

WP č. 2/2006

Pavel Breinek: Vybrané institucionální aspekty ekonomické výkonnosti

WP č. 3/2006

Jindřich Marval: Daňová kvóta v ČR

WP č. 4/2006

Zdeněk Tomeš – Daniel Němec: Demografický vývoj ČR 1990–2005

WP č. 5/2006

Michal Beneš: Konkurenceschopnost a konkurenční výhoda

WP č. 6/2006

Veronika Bachanová: Regulace a deregulace v ČR v období 1990–2005

WP č. 7/2006

Petr Musil: Tendence na českém trhu práce v období transformace

WP č. 8/2006

Zuzana Hrdličková: Vliv sociální politiky na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 9/2006

Pavína Balcarová – Michal Beneš: Metodologie měření a hodnocení makroekonomické konkurenceschopnosti

WP č. 10/2006

Miroslav Hloušek: Czech Business Cycle Stylized Facts

WP č. 11/2006

Jitka Doležalová: Vliv politiky na konkurenceschopnost České republiky

WP č. 12/2006

Martin Chromec: Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst?

WP č. 13/2006

Tomáš Paleta: Strukturální změny české ekonomiky ve světle privatizace a podpory malého a středního podnikání

WP č. 14/2006

Tomáš Otáhal: Vývoj korupce v ČR v období transformace

WP č. 15/2006

Jan Jonáš: Ekonomická svoboda a konkurenční schopnost české ekonomiky

WP č. 16/2006

Michal Tvrdoň: Regulace trhu práce v ČR

WP č. 17/2006

Martina Vašendová: Pohyb kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 18/2006

Ondřej Moravec: Hospodářská soutěž a její vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 19/2006

Milan Víturka – Viktorie Klímová: Globálně orientované hodnocení konkurenční pozice krajů České republiky

WP č. 20/2006

Monika Jandová: Vývoj komoditních, teritoriálních a institucionálních aspektů zahraničního obchodu ČR

WP č. 21/2006

Vladimír Žítek – Josef Kunc – Petr Tonev: Vybrané indikátory regionální konkurenceschopnosti a jejich vývoj

WP č. 22/2006

Aleš Franc: Hlavní tendence ve vývoji pracovních migrací v České republice

WP č. 23/2006

Osvald Vašíček – Karel Musil: Behavior of the Czech Economy: New Open Economy Macroeconomics DSGE Model

WP č. 24/2006

Jaroslav Rektourek: Zapojení vysokých škol do přípravy a realizace strategických dokumentů regionů – podmínka rozvoje inovačních aktivit

WP č. 25/2006

Ladislav Šiška: Analýza finanční úspěšnosti tuzemských podniků

WP č. 26/2006

Daniel Němec: Demografický vývoj SR 1990–2005

V roce 2007 vyšlo:

WP č. 1/2007

Nada Voráčová: Maďarská fiskální politika a hospodářský růst

WP č. 2/2007

Martin Chromec: Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky

WP č. 3/2007

Martina Vašendová: Pohyb zahraničního kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenční schopnost slovenské ekonomiky

WP č. 4/2007

Jitka Doležalová: Vliv politiky na konkurenceschopnost Slovenské republiky

WP č. 5/2007

Daniel Němec: Komparace demografického vývoje Maďarska a Polska v období transformace

WP č. 6/2007

Veronika Bachanová: Regulace a deregulace v Maďarsku v období 1990–2006

WP č. 7/2007

Martina Vašendová: Pohyb zahraničního kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenční schopnost polské ekonomiky

WP č. 8/2007

Tomáš Otáhal: Vývoj korupce v SR v období transformace

WP č. 9/2007

Jitka Doležalová: Rozvoj demokracie v Polsku a jeho vliv na výkonnost hospodářství

WP č. 10/2007

Monika Jandová: Zahraniční obchod Slovenské republiky 1993–2006

WP č. 11/2007

Milan Viturka: Inovační profily regionů

WP č. 12/2007

Veronika Bachanová: Regulace a deregulace v Polsku a ve Slovenské republice v období 1990–2006

WP č. 13/2007

Jitka Doležalová: Demokracie a její vliv na výkonnost maďarského hospodářství

WP č. 14/2007

Tomáš Paleta: Strukturální politika Slovenské republiky 1990–2005

WP č. 15/2007

Naďa Voráčová: Hospodrsk růst na Slovensku a v Polsku: jaký vliv měla fiskální politika?

WP č. 16/2007

Monika Jandová: Komparace zahraničního obchodu Maďarska a Polska (1990–2006)

WP č. 17/2007

Miroslav Hloušek: Growth Accounting for Visegrad States: Dual Approach

WP č. 18/2007

Jaromír Tonner – Osvald Vašíček: Odhad časov proměnných parametrů v modelech české ekonomiky

WP č. 19/2007

Jiří Polansk – Osvald Vašíček: Economic Development of Visegrad Countries: Macroeconomic DSGE Models

WP č. 20/2007

Petr Musil: Trh práce a konkurenceschopnost maďarsk ekonomiky v období transformace

WP č. 21/2007

Petr Musil: Trh práce a konkurenceschopnost polsk ekonomiky v období transformace

WP č. 22/2007

Petr Musil: Trh vrobnch faktorů a konkurenceschopnost v SR v období transformace

WP č. 23/2007

Tomáš Otáhal: Teorie korupce: Kteoru použit?

WP č. 24/2007

Vladimír Žítek – Viktorie Klmov: Podprn infrastruktura inovačního podnikání v regionech ČR

WP č. 25/2007

Tomáš Paleta: Strukturální politika Polska a Maďarska 1990–2005

WP č. 26/2007

Jan apek: Nejistota vybraných makroekonomických dat zem Visegrádu

WP č. 27/2007

Jan Jonáš: Finanční zprostředkovatel a jejich vliv na hospodrsk růst v ČR