



WORKING PAPER č. 28/2007

**FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVÁNÍ  
A JEHO VÝZNAM PRO  
HOSPODÁŘSKÝ RŮST POLSKA  
A SLOVENSKA**

Jan Jonáš

Prosinec 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](mailto:slany@econ.muni.cz), tel.: +420 549491111



# FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVÁNÍ A JEHO VÝZNAM PRO HOSPODÁŘSKÝ RŮST POLSKA A SLOVENSKA

*Abstract:*

The main goal of this paper is to examine the influence of stock exchange and bank sector on economic growth in Poland and Slovakia. We deal with three channels of influence concerning the accumulation of capital on primary market, the conditions of that accumulation and the 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 Polsku a na Slovensku. Tento vliv zkoumáme v rámci tří vazeb týkajících se akumulace kapitálu na primárním trhu burzy, podmínkách této akumulace a prostoru pro efektivitu užití kapitálu na sekundárním trhu a akumulace kapitálu prostřednictvím úvěrů poskytnutých firmám bankovním sektorem.

Recenzoval:

doc. Ing. Libor Žídek, Ph.D.

# 1. FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVÁNÍ A JEHO VÝZNAM PRO HOSPODÁŘSKÝ RŮST POLSKA A SLOVENSKA

V této práci se věnujeme dvěma zemím Vyšegrádské čtyřky, konkrétně Polsku a Slovensku. Pro analýzu vlivu těchto zemí na dlouhodobý hospodářský růst použijeme následujících vazeb:

1) 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).<sup>1</sup>

2) V rámci sekundárního trhu burzy platí, že čím likvidnější kapitálový trh, tím nižší náklady na získání kapitálu a vyšší růst.<sup>2</sup> Rovněž platí, že čím likvidnější trh, tím snazší diverzifikace a tedy i 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.

3) Z hlediska bankovního systému mají nově poskytnuté úvěry vliv na akumulaci kapitálu a tím i na růst produkční schopnosti ekonomiky (Mishkin, 2004).

V první části se budeme věnovat nejprve Polsku, v druhé poté Slovenské republice.

---

<sup>1</sup> Vztah tvorby kapitálu a hospodářského růstu předpokládají všechny významné ekonomické modely, jejichž přehled je možno nalézt v Čihák (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 prodloužení výrobní struktury.

<sup>2</sup> Binter a Moudrý (2007) uvádí, „že zdvojnásobení objemu obchodování může teoreticky vést až k 0,5 % zvýšení růstu HDP“.

## 2. FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVÁNÍ V POLSKU

V rámci finančního zprostředkování v Polsku se budeme nejprve věnovat burze a jejímu historickému a institucionálnímu uspořádání. Poté přejdeme k analýze prvních dvou vazeb. V rámci bankovního sektoru se poté budeme věnovat třetí vazbě.

### 2.1. Burza

#### Stav před rokem 1990

Polský akciový trh má v rámci zemí Vyšegrádské čtyřky nejdelší tradici. První burza cenných papírů byla otevřena ve Varšavě 12. května 1817. V devatenáctém století se obchodovalo převážně s dluhopisy a dalšími dlužními instrumenty. Obchodování s akciemi se vyvinulo až ve druhé polovině dvacátého století. Před druhou světovou válkou bylo burzovní obchodování poměrně rozvinuté, kdy existovalo sedm burzovních trhů, a to ve městech Varšava, Katovice, Krakov, Lvov, Lodž, Poznaň, Viln.<sup>3</sup> Dominantní místo však zaujímala burza ve Varšavě s více než 90 % celkových objemů.

Před druhou světovou válkou bylo obchodováno 130 různých cenných papírů - komunálních, vládních a podnikových obligací a akcií.<sup>4</sup> Po druhé světové válce, obdobně jako v dalších socialistických zemích, bylo využíváno centrálního plánování ekonomických činností. Díky převažujícímu státnímu vlastnictví nebylo systémově nutné mít organizovaný trh s vlastnickými právy a nedocházelo tak k žádným burzovním obchodům.

Změna politického režimu, která přinesla rovněž reformu ve vlastnických vztazích, znamenala nutnost pro znovuotevření burzovních trhů. Polsko tak po více než půlstoletí trvajícím přerušení obchodování, muselo znovu budovat burzovní systém.

#### Vývoj od roku 1990

##### Vznik burzy a významné události

Se změnami, které nastaly po roce 1989, začala polská vláda pracovat na vytvoření nového kapitálového trhu. Ten měl být vystaven na moderních základech implementovaných jinde v Evropě, především však podle vzoru Francie a Spojených států.<sup>5</sup> Proto také 16. října polská vláda podepsala mezivládní dohodu s Francií o vytvoření burzy cenných papírů ve Varšavě.

---

<sup>3</sup> Viz FactBook WSE 2005, str. 130.

<sup>4</sup> [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_ogieldzie&k=1&i=/historia/historia&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_ogieldzie&k=1&i=/historia/historia&sky=1) k 22.5.2007.

<sup>5</sup> [http://www.kpwig.gov.pl/f1b2\\_ang.htm](http://www.kpwig.gov.pl/f1b2_ang.htm) k 12.6.2007.

Varšavská burza (WSE - Warsaw Stock Exchange) byla jako nezisková akciová společnost založena dne 16. dubna 1991 Ministerstvem financí s akciovým kapitálem ve výši 42 mil PLN, který byl rozdělen do 60 000 akcií, které si mohou koupit banky, obchodníci s cennými papíry, Ministerstvo financí, investiční společnosti, pojišťovací společnosti a emitenti cenných papírů, kteří mají povolení k obchodování na burze.<sup>6</sup> Souvztažně vznikla i polská komise pro cenné papíry.<sup>7</sup>

Hned od počátku činnosti burzy začalo obchodování elektronickou formou. Obchodovalo se však pouze jeden den v týdnu. Ke 3.9. vyšlo první číslo oficiálního denního bulletinu Cedula WSE a k 3.12.1991 byla WSE přijata za korespondenčního člena Mezinárodní federace burz (FIBV).<sup>8</sup>

Dne 15.6.1992 se začalo obchodovat s vládními dluhopisy. K 22.4.1993 byl vytvořen paralelní trh a k 1. 5. téhož roku se zkrátila doba vypořádání obchodů z T+4 na dnešních T+3. K 1.3. dochází k první alokaci akcií prostřednictvím veřejného upisování (společnost Exbud). Od 1.6. je rozšířeno podávání informací o obchodování přes teletext, kdy záznamy závěrečných kurzů nahradilo zveřejňování aktuálních dat. V roce 1994 k 3.10. dochází postupným zvyšováním počtu obchodních dní na současných pět a k 10.10. se WSE stává členem FIBV.

V roce 1996 vychází první číslo měsíčníku WSE Bulletin a na burze začíná obchodování v kontinuálním režimu s pěti společnostmi. K 15.7.1996 začíná obchodování s NIF certifikáty v modulu aukčního obchodování a od 12.8. téhož roku i v modulu kontinuálního obchodování.<sup>9</sup> V roce 1997 začíná obchodování s první společností na volném trhu. K 1.4.1997 jsou záznamy obchodování v reálném čase dostupné na Reuters. V roce 1998 dochází k prvnímu obchodování s warranty (investiční instrumenty, které nesou právo, nikoliv však povinnost koupit nebo prodat podkladové aktivum za předem dohodnutou cenu k předem dohodnutému dni). Dále na burzu vstupují

---

<sup>6</sup> Seznam členů je možné nalézt zde [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_domy&k=1&i=/lista\\_dm/lista&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_domy&k=1&i=/lista_dm/lista&sky=1) k 13.6.2007.

<sup>7</sup> Webové stránky komise pro cenné papíry jsou <http://www.kpwig.gov.pl>, Činnost komise trvala do 18.9.2006, poté ji nahradila Polská autorita pro finanční dozor (PFSA), viz níže.

<sup>8</sup> Blíže viz <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp>. FIBV má za cíl posilovat vzájemný přístup ke spolupráci směrem k stimulaci volného toku kapitálu mezi národy.

<sup>9</sup> Masová privatizace v Polsku gradovala až v roce 1995, kdy v červenci 15 Národních investičních fondů (NIF), vytvořených z důvodu privatizace, získalo akcie 413 privatizovaných podniků. Po roce byly NIF vydány certifikáty obchodovatelné na burze. Při privatizaci NIF získaly 60 % privatizovaných společností, (1. NIF 33 % a 2. NIF 27 %), stát 25 % a zaměstnanci zdarma 15 %. Viz <http://www.warsawvoice.pl/archiwum.phtml/2307/> k 18.6.2007.

dvě největší banky Pekao a BRE. BRE formou tzv. přidělových certifikátů (allotment certificate), instrumentu, který umožňuje vlastníkům akcií, které ještě nejsou obchodovány na burze, již s nimi obchodovat. K 15.9.1998 byla WSE přijata za přidruženého člena Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO) a k 4.6.1999 se stala přidruženým členem FESE (Federace evropských burz).

Dne 5.4.2000 dochází k první kotaci podnikových dluhopisů a 25.5. k prvnímu obchodování investičních certifikátů. K 22.1.2001 je nabídka obchodovatelných instrumentů rozšířena na futures na jednotlivé akcie a k 25.4.2002 na konvertibilní dluhopisy.

První zahraniční společnost na WSE přišla až v roce 2003, kdy 14.10. byly přijaty k obchodování společnost Bank of Austria Creditanstalt AG. Po vstupu do EU se stává WSE plnohodnotným členem FESE k 1.6.2004.

Varšavská burza prošla více událostmi, jejichž význam však pro cíl této práce nepovažujeme za příliš relevantní.<sup>10</sup>

### **Zákonné úpravy fungování polské burzy**

Důležitým krokem bylo přijetí zákonného rámce, který tvoří především Zákon o veřejném obchodování s cennými papíry a svěřeneckými fondy přijatý v březnu 1991.<sup>11</sup> Tento zákon standardně upravuje, jaké cenné papíry se mohou obchodovat, pravidla obchodování, postavení komise pro cenné papíry atd. Dalšími důležitými zákony jsou Zákon o dluhopisech z 29. června 1995, který upravuje podmínky emise dluhopisů, kromě dluhopisů Národní banky Polska a Ministerstva financí<sup>12</sup> a Zákon o investičních fondech z 27. května 2004.<sup>13</sup>

Regulace kapitálového trhu v Polsku podléhá především Zákonu o veřejném upisování a společnostech, Zákonu o obchodování s finančními instrumenty, Zákonu o dohledu nad kapitálovým trhem. Každý z nich je přitom zaměřen na jednu oblast: primární trh, sekundární trh a dohled nad finančním trhem (viz Fact Book 2007, str. 10).

---

<sup>10</sup> Blíže viz [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_ogieldzie&k=11&i=/historia/wazne\\_daty&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_ogieldzie&k=11&i=/historia/wazne_daty&sky=1) k 28.5.2007.

<sup>11</sup> Zákon byl vícekrát novelizován, v současném znění z 12.3.2004 je možné jej nalézt zde, viz [http://www.kpwig.gov.pl/e1\\_ang.htm](http://www.kpwig.gov.pl/e1_ang.htm) k 11.6.2007.

<sup>12</sup> Zákon byl vícekrát novelizován, viz [http://www.kpwig.gov.pl/e3\\_ang.htm](http://www.kpwig.gov.pl/e3_ang.htm) k 11.6.2007.

<sup>13</sup> Viz [http://www.kpwig.gov.pl/e2\\_ang.htm](http://www.kpwig.gov.pl/e2_ang.htm) k 11.6.2007. Další zákony a nařízení upravující činnost kapitálových trhů a postavení jednotlivých účastníků je možné nalézt zde [http://www.kpwig.gov.pl/e4\\_ang\\_arch.htm](http://www.kpwig.gov.pl/e4_ang_arch.htm) a resp. zde [http://www.kpwig.gov.pl/e4\\_ang.htm](http://www.kpwig.gov.pl/e4_ang.htm), obojí k 11.6.2007. Nové zákony jsou shrnuty v dokumentu polské komise pro cenné papíry [http://www.kpwig.gov.pl/pdf/new\\_low\\_ang.pdf](http://www.kpwig.gov.pl/pdf/new_low_ang.pdf) k 12.6.2007.

Právní rámec polské burzy týkající se obchodování s cennými papíry je dále založen na standardech amerického zákonodárství a nařízení EU, které mají zajistit podobnost s regulacemi v dalších zemích.<sup>14</sup>

Pro úplnost ještě zmiňme interní předpisy, kterými je činnost burzy regulována. Jedná se o Stanovy burzy schválená 21.8.1997 a Burzovní pravidla schválená dne 8.11.1991.

### **Organizace obchodování**

V této části postihneme relevantní informace týkající se způsobu obchodování, tj. organizace kapitálového trhu celkově a interních pravidel burzy speciálně. Tento popis nám umožní posouzení vlivu institucionálních faktorů na oba vymezené cíle, tj. na akumulaci kapitálu i na její efektivnostní složku, stejně tak jako pro mezinárodní srovnání.

Hlavními institucemi doplňujícími a ovlivňujícími podobu obchodování na WSE jsou Národní depozitář pro cenné papíry (NDCP), který má na starosti vypořádávání obchodů, úschovu cenných papírů a činnosti brokerského domu při zprostředkování transakcí. NDCP využívá Národní banku Polska jako clearingovou banku. Obchody s cennými papíry jsou umožňovány též přes tzv. MTS-CeTO.<sup>15</sup> MTS Poland<sup>16</sup> je neregulovaný organizovaný trh, poskytující velkoobchodní elektronické obchodování polských vládních listů a dluhopisů. CeTo je součástí kapitálové skupiny WSE a poskytuje platformu pro MTS a dále tvoří mimoburzovní trh pro akcie a podnikové a státní dluhopisy.

Od svého založení v roce 1991 do 18. září 2006 prováděla dohled nad polským kapitálovým trhem Polská komise pro cenné papíry a burzu. 19. září 2006 vznikla v Polsku nová instituce dohledu, Polská autorita pro finanční dozor (Polish Financial Supervision Authority, PFSA).<sup>17</sup> PFSA sjednocuje dohled nad finančními institucemi, rozdělený před jejím vznikem mezi vícero institucí. Nyní dohlíží také nad pojišťovnami a penzijními fondy a od roku 2008 má dojít k rozšíření působnosti také na dohled nad bankami a elektronickými penězi (v současnosti prováděné Bankovní komisí pro dozor).<sup>18</sup>

---

<sup>14</sup> Viz [http://www.kpwig.gov.pl/f1b2\\_ang.htm](http://www.kpwig.gov.pl/f1b2_ang.htm) k 12.6.2007.

<sup>15</sup> Viz <http://www.mts-ceto.pl/opencms/opencms/cms/eng/ceto/index.html> k 13.6.2007.

<sup>16</sup> Společnost MTS Poland Market byla založena 25.11.2004 na základě spolupráce WSE s italskou společností MTS S.p.A., která je prvním evropským trhem pro vládní dluhopisy a zakládajícím členem MTS Group. MTS společnosti jsou dnes vedoucím trhem v Evropě pro obchodování s dluhopisy (průměrné denní objemy přes 85 mld. EUR). Blíže viz <http://www.mtspoland.com/index.php> k 13.6.2007.

<sup>17</sup> Viz <http://www.knf.gov.pl/> k 13.6.2007.

<sup>18</sup> Viz [http://www.knf.gov.pl/knf/index.jsp?place=Menu06&news\\_cat\\_id=763&layout=4&page=0](http://www.knf.gov.pl/knf/index.jsp?place=Menu06&news_cat_id=763&layout=4&page=0) k 13.6.2007.



## Tržní segmenty a způsoby obchodování

Polský trh cenných papírů je rozdělen na čtyři segmenty - hlavní trh, paralelní trh, volný trh a SiTech.<sup>19</sup> Jak jsme zmínili výše, na Varšavské burze se obchoduje se všemi hlavními instrumenty – akciemi, dluhopisy, podílovými listy i derivátovými produkty (futures, opce a warranty).

Hlavní trh je určen především pro obchodování s vysoce likvidními cennými papíry kapitálově významných společností, které navíc udržují vysoký standard ve vztahu k investorům a ke corporate governance.<sup>20</sup> Jeho součástí je tzv. Plus segment.

Součástí paralelního trhu je tzv. Prim segment a firmy, které chtějí být zde kotovány, musí rovněž splňovat dobré standardy v komunikaci mezi emitentem a investorem a také publikovat množství finančních výkazů.

SiTech je segment inovačních technologií (IT, telekomunikace, elektronická media a biotechnologie). Společnosti zařazené do SiTech jsou obchodovány v kontinuálním režimu.

Akcie jsou kotovány v režimu kontinuálního obchodování nebo aukčním režimu s dvěma aukcemi denně. Velké objemy akcií je možné obchodovat přes tzv. blokové obchody. Upisovací práva (subscriptions rights) a přídělové certifikáty jsou obchodovány ve stejném segmentu jako dotyčná společnost. Všechny dluhopisy se obchodují v kontinuálním režimu. Deriváty jsou obchodovány také v kontinuálním režimu. Nejlikvidnější společnosti, bez ohledu na tržní segment, jsou obchodovány v kontinuálním režimu, zatímco společnosti s nízkou likviditou se obchodují v aukčním režimu stanovujícími jednotnou cenu (s dvěma aukcemi za den) (str. 99, FB 2006).

Od 17. listopadu 2000 probíhá obchodování přes systém WARSET 21, který je obdobný vyspělým světovým burzám. Jedná se o plně automatický systém přenosu a vypořádání transakcí, který umožňuje

---

<sup>19</sup> Podmínky, které musí emitent splnit, aby mohl obchodovat na konkrétním segmentu burzy, je možné nalézt v Fact Book WSE 2007, str. 102.

<sup>20</sup> Pokyny, které by měly firmy v rámci dobré corporate governance dodržovat a které jsou WSE vyžadovány, jsou upřesněny v Best Practices in Public Companies 2005. Jejich znění je možné nalézt na [http://www.ecgi.org/codes/documents/pol\\_best\\_practice\\_2005\\_final.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/pol_best_practice_2005_final.pdf) k 14.6.2007. Pravidla jsou platná od 1.1.2005. Corporate governance je WSE vyžadována již od roku 2002 a všechny kotované společnosti splňují stanovené podmínky. Viz Fact Book WSE 2006, str. 99. Podle Světové banky je v Polsku platný Kodex obchodních společností (Code of Commercial Companies) a s ním i corporate governance podle OECD standardů. Viz [http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_cg\\_poland.html#2](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_poland.html#2) k 19.6.2007. Ze studií vychází, že firmy s lepší corporate governments mají v horizontu 3 let silnou korelaci s výnosy investorů. Viz Eisenhofer (2005), str. 2.

<sup>21</sup> Blíže viz Fact Book WSE 2007, str. 135.

kontinuální obchodování, aukční obchodování s aukcí dvakrát denně a blokové obchody a zároveň získání aktuálních dat pro účastníky obchodování.<sup>22</sup>

Nyní, po popisu relevantního právního a institucionálního uspořádání burzy a obchodování, přejdeme k prvnímu cíli, jímž je akumulace kapitálu.

## Akumulace kapitálu

V rámci vlivu akumulace kapitálu na dlouhodobý růst si všimněme hodnot tržní kapitalizace, jíž cenné papíry na WSE dosahovaly v jednotlivých letech.<sup>23</sup> Následující tabulka č. 1 nám ukazuje vývoj tržní kapitalizace v jednotlivých letech. Akciový trh zaznamenává, s výjimkou roku 2002, každoročního růstu tržní kapitalizace. Od roku 2003 započala mezinárodní integrace akciového trhu WFE, 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. 1: Tržní kapitalizace akcií domácích a zahraničních společností a domácích a zahraničních dluhopisů v mil. EUR

rok	akciové společnosti			dluhopisy			celkem
	domácí	Cizí	celkem	domácí	cizí	celkem	
1993	2443,3	-	2443,3	1010,3	-	1010,3	3453,6
1994	2505,0	-	2505,0	1724,6	-	1724,6	4229,7
1995	3564,4	-	3564,4	4086,5	-	4086,5	7650,9
1996	6719,7	-	6719,7	7407,9	-	7407,9	14127,6
1997	11262,5	-	11262,5	8395,5	-	8395,5	19658,0
1998	17701,2	-	17701,2	12629,4	-	12629,4	30330,6
1999	29602,8	-	29602,8	14046,6	-	14046,6	43649,4
2000	33749,7	-	33749,7	19225,6	-	19225,6	52975,3
2001	29350,6	-	29350,6	29977,9	142,0	30119,8	59470,5
2002	27502,4	-	27502,4	38904,8	127,1	39031,9	66534,3
2003	29680,3	5875,6	35555,9	38737,8	170,7	38908,4	74464,3
2004	52540,6	18971,6	71512,1	55673,4	194,7	55868,1	127380,2
2005	79905,2	30178,2	110083,4	74300,7	292,5	74593,2	184676,7
2006	114251,1	51730,5	165981,7	84404,1	187,9	84592,0	250573,7

Zdroj: WSE

<sup>22</sup> Blíže viz také Fact Book WSE 2007, str. 127.

<sup>23</sup> 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.

Pro posouzení nově akumulovaného kapitálu nám poslouží odvozená tabulka meziročních změn hodnot tržní kapitalizace, kterou ukazuje tabulka č. 2.

Tabulka č. 2: Změna tržní kapitalizace domácích a zahraničních akcií a dluhopisů v mil. EUR a v procentním vyjádření

rok	akcie						dluhopisy					
	domácí spol.		cizí spol.		celkem		domácí		cizí		celkem	
	EUR	%	EUR	%	EUR	%	EUR	%	EUR	%	EUR	%
1994	61,8	2,5	-	-	61,8	2,5	714,3	70,7	-	-	714,3	70,7
1995	1059,4	42,3	-	-	1059,4	42,3	2361,9	137,0	-	-	2361,9	137,0
1996	3155,3	88,5	-	-	3155,3	88,5	3321,4	81,3	-	-	3321,4	81,3
1997	4542,8	67,6	-	-	4542,8	67,6	987,6	13,3	-	-	987,6	13,3
1998	6438,7	57,2	-	-	6438,7	57,2	4233,9	50,4	-	-	4233,9	50,4
1999	11901,6	67,2	-	-	11901,6	67,2	1417,2	11,2	-	-	1417,2	11,2
2000	4147,0	14,0	-	-	4147,0	14,0	5178,9	36,9	-	-	5178,9	36,9
2001	-4399,1	-13,0	-	-	-4399,1	-13,0	10752,3	55,9	-	-	10894,3	56,7
2002	-1848,3	-6,3	-	-	-1848,3	-6,3	8926,9	29,8	-14,9	-10,5	8912,1	29,6
2003	2177,9	7,9	-	-	8053,5	29,3	-167,0	-0,4	43,6	34,3	-123,5	-0,3
2004	22860,3	77,0	13096,0	222,9	35956,3	101,1	16935,7	43,7	24,0	14,1	16959,7	43,6
2005	27364,6	52,1	11206,7	59,1	38571,3	53,9	18627,3	33,5	97,8	50,3	18725,1	33,5
2006	34346,0	43,0	21552,3	71,4	55898,3	50,8	10103,4	13,6	-104,6	-35,8	9998,8	13,4

Zdroj: WSE

Změna tržní kapitalizace ukazuje, jakým způsobem se vyvíjela zásoba kapitálu obchodovaného přes WSE. U akcií si můžeme všimnout velmi významného nárůstu, kdy od počátku sledovaného období vzrostla tržní kapitalizace domácích společností 555krát a celková dokonce 904krát. S výjimkou let 2000–2003 dochází u domácích akciových společností také k meziročnímu růstu vyššímu než 40 %. V roce 2003 vstoupila na burzu první zahraniční společnost (Bank Austria Creditanstalt AG, viz výše) a od té doby dochází ke každoročnímu přírůstku tržní kapitalizace zahraničních emisí. Významné přitom je, že burza si udržuje růstovou dynamiku i po více než patnácti letech činnosti, kdy v posledních třech letech vzrostla tržní kapitalizace přibližně sedmkrát. Dluhopisy zaznamenávají rovněž každoroční nárůst, s výjimkou roku 2003. U dluhopisů si povšimněme sektorového složení, kdy zcela dominantní vliv na tržní kapitalizaci má veřejný sektor, viz tabulka č. 3.<sup>24</sup> Z hlediska významu burzy je také důležitý fakt, že podle tabulky č. 1 vykazuje celková kapitalizace WSE, každoroční růst.

<sup>24</sup> V roce 1999 se obchodovalo pouze s dluhopisy ministerstva financí, v roce 2000 přišla na trh s dluhopisy jedna soukromá emise, viz Fact Book WSE 2000 str. 35.

Tabulka č. 3: Podíl jednotlivých sektorů na tržní kapitalizaci dluhopisů v %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
domácí veřejný sektor	100,00	99,53	99,64	99,51	99,44	99,55	99,76
domácí soukromý sektor	0,00	0,00	0,03	0,06	0,21	0,06	0,01
zahraničí	0,00	0,47	0,33	0,44	0,35	0,39	0,22

Zdroj: Výroční zprávy WFE 2001–2006

### 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 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;<sup>25</sup> 3) přílivem nového kapitálu v podobě nových emisí cenných papírů. Ta může mít rovněž formu 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 změny cenové hladiny na hodnotu tržní kapitalizace nám zobrazuje následující tabulka č. 4. Polsko se na přelomu 80. a 90. let potýkalo s vysokými hodnotami inflace (deflátor 213 % v roce 1989 a 560 % v roce 1990),<sup>26</sup> které se však v průběhu 90. let snižovaly. Dezinflace tak způsobila v některých letech poměrně velké vychýlení hodnot uvedené tržní kapitalizace, a to v negativním směru. Tržní kapitalizace očištěná o změnu cenové hladiny tak byla po většinu sledovaného období vyšší než nominální.

<sup>25</sup> Pod pojmem interní úspory rozumíme úspory generované obchodovanou firmou (ať již v podobě nerozděleného zisku nebo reinvestované). Externími úsporami rozumíme úspory domácností. Obdobně u investování hovoříme o interním a externím.

<sup>26</sup> Viz <http://www.econstats.com/weo/C128V021.htm> k 15.6.2007.

Tabulka č. 4: Deflátor HDP a vliv změny cenové hladiny na celkovou tržní kapitalizaci TK (v %)<sup>27</sup>

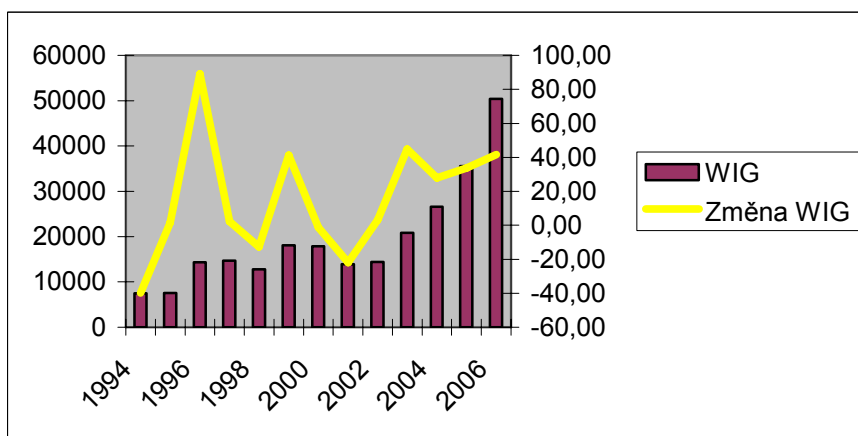
rok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
deflátor y/y	36,6	34,0	18,6	13,9	11,6	6,4	6,7	4,0	1,3	0,5	2,9	2,4	2,8
TK nominální y/y	52,3	92,3	108,6	51,4	62,5	46,6	12,2	2,6	27,7	31,3	47,9	37,2	34,7
TK reálná y/y	38,0	100,2	157,0	60,2	66,9	55,2	11,8	5,6	31,4	32,3	44,4	37,9	34,2
vliv cenové hladiny na změnu TK	27,2	-8,5	-44,6	-17,1	-7,1	-18,5	3,6	-115,6	-13,2	-3,1	7,4	-1,9	1,2

Zdroj: <http://www.econstats.com/weo/C128V021.htm> k 15.6.2007, WSE, vlastní výpočty

Vliv rostoucí ceny na tržní kapitalizaci můžeme posoudit podle cenových indexů. Nejširším a nejstarším indexem WSE je WIG, publikovaný od 16. dubna 1991. Tento index zahrnuje všechny obchodované společnosti s výjimkou těch, které mají volně obchodovatelný podíl menší než 10 % nebo hodnotu nižší než 1 mil. EUR. Podíl v indexu je determinován podle objemů volných k obchodování (free float volume). Jedna společnost přitom nesmí přesáhnout 10 % a odvětví 30 %. Váhy se aktualizují každé tři měsíce. Báze indexu byla stanovena k prvnímu dni obchodování na 1000.<sup>28</sup>

Ani přes svoji šíři není tento index přesným ukazatelem změny hodnoty tržní kapitalizace akcií, jelikož jeho složení nezaznamenává všechny akcie a fixní váhy neodpovídají – a ani přesně nemohou – poměrům akcií tvořících výpočet tržní kapitalizace.

Graf č. 1: Vývoj indexu WIG a jeho meziroční změna



Zdroj: WSE

<sup>27</sup> Reálná kapitalizace v této souvislosti znamená tržní kapitalizace očištěnou o vliv cenové hladiny.

<sup>28</sup> [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=7&i=/indices\\_n/WIG/WIG\\_ba\\_sic\\_concept&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=7&i=/indices_n/WIG/WIG_ba_sic_concept&sky=1) k 17.6.2007 a Fact Book WSE 2007, str. 68.

Vývoj indexu WIG nám zobrazuje graf č. 1. Na pravé ose je hodnota indexu a na levé ose jsou její meziroční změny. Z grafu je patrný vliv hodnoty indexu na tržní kapitalizaci, kdy v letech 2000–2002 index dosahoval nízkých (i záporných) hodnot a tržní kapitalizace byla rovněž nízká (i záporná) a poté soustavný růst hodnoty indexu od roku 2002 táhne nahoru i tržní kapitalizaci.

### Vliv nových emisí

Posledním uvažovaným faktorem ovlivňujícím hodnotu tržní kapitalizace je příliv a odliv emisí z trhu. Dostupné statistiky poskytuje WFE (World Federation of Exchange), jejímž členem je WSE, až od roku 2000. V případě akcií zobrazuje tuto hodnotu tabulka č. 5.

Tabulka č. 5: Tržní kapitalizace nově emitovaných a deemitovaných akcií domácích společností v mil. EUR<sup>29</sup>

	tržní kapitalizace akcií domácích společností			TK celkem	podíl čistého přílivu na TK v %
	nově emitovaných	deemitovaných	rozdíl		
2000	1 562,94	181,92	1 381,02	33 749,74	4,09
2001	646,27	592,41	53,86	29 350,63	0,18
2002	110,57	1 128,20	-1 017,64	27 502,36	-3,70
2003	752,14	275,61	476,53	29 680,31	1,61
2004	8 202,38	668,83	7 533,55	52 540,57	14,34
2005	8 135,42	950,98	7 184,44	79 905,18	8,99
2006	2 500,35	1 326,48	1 173,86	114 251,15	1,03

Zdroj: Výroční zprávy WFE 2001–2006 a pro kurzy měn [http://www.gpw.pl/zrodla/e\\_informacje/periodical\\_statistic/Gpwsen.html](http://www.gpw.pl/zrodla/e_informacje/periodical_statistic/Gpwsen.html) k 14.7.2007

Z dat si můžeme všimnout významného příliv kapitálu v letech 2004 a 2005. Oproti tomu v roce 2002 došlo ke snížení tržní kapitalizace, způsobené pozastavením obchodování s některými akciemi a slabými přírůstky nově emitovaných společností. Rok 2003 znamenal pro WSE odchod 19 společností (příchod 6), avšak tento rok došlo ke kotaci první zahraniční společnosti Bank Austria Creditanstalt AG, viz Výroční zpráva WSE 2004, str. 13. V roce 2004 na WSE debutovalo 36 nových společností, z toho 4 zahraniční. Mezi nimi byla nejvýznamnější emise privatizované banky PKO BP, která byla zároveň nejvýznamnějším veřejným úpisem v historii WSE, viz Výroční zpráva WSE 2005, str. 15. V roce 2005 přišlo na WSE 35 nových společností (2 zahraniční), viz Výroční zpráva WSE 2006, str. 14. V roce 2006 debutovalo 38 společností, z nichž 6 bylo zahraničních a nejprominentnější z nich byla česká energetická společnost ČEZ, a. s. V roce 2006 zaznamenala WSE i největší úspěch u IPO, když společnost

<sup>29</sup> Tržní kapitalizace nově emitovaných, resp. deemitovaných akcií je počítána jako násobek celkového množství dané emise násobené tržní cenou v první den kotace, resp. v poslední den kótace. Viz Fact Book WFE, 2003, str. 70.

Multimedia upsala akcie za 803 mil. PLN (208 mil. EUR), viz Výroční zpráva WSE 2007, str. 13.

Z hlediska struktury nově emitovaného kapitálu si ještě všimněme tabulky č. 6, který nám ukazuje hodnotu upisovaných akcií prostřednictvím prvního a druhého veřejného úpisu.

Tabulka č. 6: Nově emitovaný kapitál podle způsobu, v mil. EUR<sup>30</sup>

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IPO	1 144,67	0,62	2,19	0,00	1 858,83	433,12	964,95
SPO	337,54	827,96	140,84	300,22	735,03	1 452,28	1 207,59
celkem	1 482,20	828,59	143,03	300,22	2 593,85	1 885,40	2 172,54

Zdroj: výroční zprávy WFE 2001–2006

U dluhopisů jsme viděli dominující vliv veřejného sektoru. Ten přetrvává ve stejném poměru i u nově přichozího kapitálu, jak potvrzuje tabulka č. 7. V ní si můžeme všimnout stabilního nárůstu nově emitovaného kapitálu s výjimkou poklesu v roce 2001. U dluhopisů však bývá zvykem, že nové emise refinancují emise s končící splatností, a proto je důležitější ukazatel čistý příliv kapitálu. Ten zaznamenává stabilní růst s výjimkou roku 2003.

Tabulka č. 7: Hodnota nově emitovaných dluhopisů podle sektorů, hodnota splacených dluhopisů a čistý příliv kapitálu v mil. EUR<sup>31</sup>

	nově emitovaný kapitál				splacené emise	čistý příliv kapitálu	
	celkem	domácí		zahraniční		absolutně	v %
		soukromý sektor	veřejný sektor				
2000	10782,02	2,52	10779,50	0	na	na	na
2001	7965,42	0,00	7900,28	65,14	-2928,82	10894,24	36,17
2002	10001,24	12,44	9964,38	24,43	1089,18	8912,07	22,83
2003	17079,80	11,60	16992,30	75,90	17203,35	-123,55	-0,32
2004	21926,50	112,90	21813,60	0,00	5221,61	16704,89	29,90
2005	27309,30	23,00	27151,40	134,90	8224,83	19084,47	25,58
2006	29660,70	0,00	29652,20	8,50	19577,17	10083,53	11,92

Zdroj: Výroční zprávy WFE 2001–2006, pro kurzy měn  
[http://www.gpw.pl/zrodla/e\\_informacje/periodical\\_statistic/Gpwsen.html](http://www.gpw.pl/zrodla/e_informacje/periodical_statistic/Gpwsen.html)  
 k 14.7.2007, vlastní výpočty

<sup>30</sup> Hodnota IPO (initial public offering, prvotní úpis) a SPO (secondary public offering, úpis již kotované společnosti) je počítána jako násobek upisovaného množství a upisovací ceny. Viz Fact Book WFE 2003, str. 71 a 2004, str. 40. Rozdíl ve výpočtu oproti tržní kapitalizaci nové emise spočívá v násobení upisovací cenou oproti cenou burzovního obchodování.

<sup>31</sup> Hodnoty splacených dluhopisů jsou dopočítány jako rozdíl mezi přírůstkem tržní kapitalizace a hodnotou nových emisí. Čistý příliv je poté dopočítán jako rozdíl hodnoty nových emisí a splacených emisí.

Z analýzy vlivů na akumulaci kapitálu měla v prvních sledovaných letech velký význam změna cenové hladiny, která skutečnou tržní kapitalizaci podhodnocovala. Po roce 2000, kdy můžeme inflaci v Polsku považovat za stabilizovanou na nízké úrovni, rostla tržní kapitalizace díky úspěchům WSE na obou polích, tj. jak v růstu ocenění, tak přílivem nového kapitálu.

## Sekundární trh

V minulé podkapitole jsme se zabývali celkovou tržní kapitalizací a faktory ovlivňujícími její změny. 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.<sup>32</sup> Funkci následného obchodování plní sekundární trh. Důležité tedy je, aby byl sekundární trh likvidní, což nám umožňuje posoudit objem realizovaných obchodů.

Tabulka č. 8: Objemy obchodů s akcemi, dluhopisy a celkové s dělením na kurzotvorné (K) a přímé (P), v mil. EUR

	akcie			dluhopisy			celkem		
	celkem	K	P	celkem	K	P	celkem	K	P
1993	1645,49	99,96	0,04	116,42	54,04	45,96	1761,90	193,86	6,14
1994	3937,46	100,00	-	554,81	65,12	34,88	4492,27	191,38	8,62
1995	2161,70	97,11	2,89	3047,97	21,55	78,45	5209,67	105,81	94,19
1996	4185,10	94,73	5,27	2270,55	36,41	63,59	6455,65	148,43	51,56
1997	6734,69	91,05	8,95	1735,46	41,91	58,09	8470,15	161,96	38,04
1998	7616,13	85,48	14,52	1048,38	57,69	42,33	8664,51	164,24	35,77
1999	10671,16	79,61	20,39	571,61	98,11	1,91	11242,77	161,10	38,90
2000	21935,45	61,30	38,70	595,42	95,45	4,55	22530,87	124,41	75,59
2001	11420,40	75,27	24,73	728,73	99,22	0,78	12149,12	153,41	46,59
2002	7917,77	74,97	25,03	513,78	96,49	3,51	8431,55	152,57	47,43
2003	8456,01	83,29	16,71	1343,44	61,86	38,14	9799,45	160,70	39,30
2004	14527,83	92,62	7,38	1023,90	93,62	6,38	15551,73	185,38	14,62
2005	24754,65	91,79	8,21	713,38	91,86	8,14	25468,03	183,58	16,42
2006	43659,82	95,74	4,26	722,49	99,13	0,87	44382,31	191,59	8,41

Zdroj: WSE

<sup>32</sup> Rekordmanem v úspěšnosti IPO na WSE je společnost Ateria, která při upisování dosáhla redukční míry 99,48 %, a stala se tak nejúspěšnějším úpisem v historii WSE. Viz Fact Book WSE 2007, str. 13.



Tabulka č. 8 nám ukazuje výrazně vyšší podíl kurzotvorných obchodů nad přímými.<sup>33</sup> U přímých obchodů se předem dohodnou zúčastněné strany (členové burzy) na obchodu určitého množství cenných papírů za určitou cenu a tyto informace poté zanesou do obchodního systému burzy. U kurzotvorných obchodů mají vliv na cenu nabídka a poptávka neznámých stran, které burza spáruje a umožní tak stanovení ceny čistící trh. Zprostředkující role burzy, vhodná pro posouzení likvidity, se týká kurzotvorných obchodů. Strukturu obchodů z jiného úhlu, tentokrát v dělení na akcie a dluhopisy, nám vyjadřuje tabulka č. 9. Akciové emise nad dluhopisovými dosahují v objemech obchodů (na rozdíl od poměru tržních kapitalizací) suverénního postavení, s výjimkou roku 1995. Z hlediska objemů u akcií i dluhopisů dominují kurzotvorné obchody, od roku 2004 s více než 90 % a proto soudíme na velmi dobrou likviditu polského trhu.

Tabulka č. 9: Podíl objemu obchodů s akciemi na celkových objemech v jednotlivých letech, v %

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
93,4	87,6	41,5	64,8	79,5	87,9	94,9	97,4	94,0	93,9	86,3	93,4	97,2	98,4

Zdroj: WSE

Samotný ukazatel velikosti objemu obchodu sice naznačuje solidní likviditu WSE, pro úplnější představu se však 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. Tyto podíly ukazuje následující tabulka č. 10. Podle údajů pro akcie změnila majitele v počátečních letech poměrně významná část tržní kapitalizace. Od roku 2002 se hodnota dostala na úroveň okolo 20 %, kde se udržuje dodnes. Podíl objemu obchodů na tržní kapitalizaci je u dluhopisů mnohem menší a od roku 1999 změní majitele méně než 10 % hodnoty těchto cenných papírů. Toto je způsobeno hlavně povahou těchto cenných papírů, tedy méně rizikových instrumentů vhodnějších pro stabilnější uložení volných prostředků, převážně institucionálními investory. Jak jsme viděli v tabulce č. 3, tak největšího podílu na tržní kapitalizaci dosahují státní cenné papíry, které jsou chápány jako bezrizikové cenné papíry a „benchmark“ pro výnosnost ostatních cenných papírů.

<sup>33</sup> Za výrazným nárůstem objemu obchodů v roce 2006 můžeme vidět i snížení poplatků svým členům o 14 %, které WSE uskutečnila v roce 2005. Viz Fact Book, WSE 2006, str. 14-15.

Tabulka č. 10: Podíl objemu obchodů na tržní kapitalizaci v % <sup>34</sup>

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Akcie	67,35	157,18	60,65	62,28	59,80	43,03	36,05	64,99	38,91	28,79	23,78	20,32	22,49	26,30
dluhopisy	11,52	32,17	74,59	30,65	20,67	8,30	4,07	3,10	2,42	1,32	3,45	1,83	0,96	0,85
Celkem	51,02	106,21	68,09	45,70	43,09	28,57	25,76	42,53	20,43	12,67	13,16	12,21	13,79	17,71

Zdroj: WSE

Likvidita na WSE je tedy poměrně velmi vysoká a pozitivní je, že hlavně na trhu s akciemi. Jelikož je možnost převodu vlastnických práv důležitá nejenom pro efektivitu vynakládání kapitálu, ale i pro primární trh a tedy pro akumulaci kapitálu, podívejme se ještě na možné důvody, které vyšší likviditě WSE pomáhají.<sup>35</sup>

Jak jsme zmínili výše, v Polsku je poměrně dlouhá tradice burzovního obchodování a v předválečném období zde fungovalo několik kapitálových trhů. O rozvoj současného stavu se hodně zasadila WSE svoji činností. Od vzniku novodobé burzy se snažila vybudovat burzu s implementací technologií osvědčených v jiných státech a sladit podmínky s mezinárodními standardy. Standardizace snižuje transakční náklady. To se projevilo zejména v elektronickém obchodování od založení burzy, snaze o zpřístupňování „real time“ dat obchodování nejdříve na teletextu, poté na Reuters a také brzkým členstvím v Mezinárodní federaci burz. WSE je rovněž poměrně dosti inovativní v oblasti obchodovatelných instrumentů. Povzbuzením pro primární trh je rovněž možnost obchodování s přidělovými certifikáty. O snížení monitorovacích nákladů pro věřitele s cílem usnadnit jim investování se WSE snaží vyžadováním corporate governance od roku 2002.

Positivní vliv na burzovní prostředí a objemy obchodů má i způsob privatizace, který na rozdíl od České republiky a Slovenska nepřinesl na trh velké množství nelikvidních akcií. Počet kotovaných akcií má každoroční přírůstky za celé sledované období.<sup>36</sup> Kladně hodnotíme i vznik samostatného orgánu pro dohled nad kapitálovými trhy hned po vzniku burzy. Výhodou Polska je i velký trh, umožňující rozprostřít fixní náklady na velký počet lidí.

Efektivitu trhu povzbuzuje fakt, že WSE je poměrně velmi integrovaná, o čemž svědčí rostoucí hodnota zahraniční tržní kapitalizace.

<sup>34</sup> Jelikož objem obchodů je tokovou veličinou a tržní kapitalizace stavovou, dochází u tohoto ukazatele k jistému zkreslení oproti ideální situaci, kdy by 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.

<sup>35</sup> Větší likvidita znamená větší atraktivnost pro věřitele a větší atraktivnost pro věřitele snižuje náklady pro dlužníky (viz Kohn, 2004, str. 28).

<sup>36</sup> Viz [http://www.gpw.pl/zrodla/e\\_informacje/periodical\\_statistic/Gpwsen.html](http://www.gpw.pl/zrodla/e_informacje/periodical_statistic/Gpwsen.html) k 13.6.2007.

## **2.2. Bankovní sektor**

Alternativou burzovnímu financování je financování bankovní. V rámci postihnutí vlivu bankovního sektoru na hospodářský růst si nejprve povšimneme stavu bankovního sektoru před rokem 1990 a poté vývoje po roce 1990.

### **Stav před rokem 1990**

V centralistickém režimu, který v Polsku panoval před rokem 1990, neexistoval rozdíl mezi centrální bankou a komerčními; šlo o tzv. monobankovní strukturu. Hlavní bankou systému byla Národní banka Polska (NBP), která byla pod dohledem ministerstva financí. Vláda rovněž rozhodovala o úvěrové politice. Do druhé poloviny osmdesátých let působily kromě NBS v Polsku ještě další 4 banky, které byly rovněž vlastněny státem. Každá byla specializovaná na specifickou oblast (depozita pro jednotlivce, firmy, obchod se zahraničím a výměna měny, financování bytové výstavby), měla na ni monopol a nemohla zasahovat do činnosti ostatních bank. V druhé polovině osmdesátých let byly v rámci mírných reforem, které měly zastavit pokles v Polsku, založeny ještě další tři banky. Zajímavostí je, že reforma začala ještě před pádem režimu, kdy v lednu 1989 bylo zavedeno dvoustupňové bankovníctví a z NBP se vyčlenily ještě další banky. Do konce roku 1989 tak fungovalo 18 státně vlastněných bank (Balcerowitz, 2001).

### **Vývoj po roce 1990**

V počátečních letech transformace byl bankovní sektor hodně ovlivněn makroekonomickou nestabilitou, kdy Polsko zažilo propad HDP přibližně ve velikosti 12 % a inflaci téměř 800 % (Balcerowitz, 2001, str. 10). Dalším vlivem byl poměrně velmi liberální postoj k vydávání bankovních licencí, díky němuž bylo v Polsku v roce 1992 již 54 bank. Akcionáři nově založených bank byly často státní podniky a municipální orgány. Nové banky pak často sloužily jako zdroj levného kreditu pro specifické sektory. NBP v druhé polovině roku 1992 zpřísnila politiku. Do roku 1993 vstoupilo do polského bankovního segmentu rovněž 10 zahraničních bank, které primárně sloužily jako pomocník zahraničním subjektům při vstupu na polský trh. Zahraniční banky tak až do roku 1995 nebyly považovány za konkurenty bankám domácím (Balcerowitz, 2001, str. 13).

Po zpřísnění licenční politiky byl vstup podmíněn splněním kapitálové přiměřenosti obvyklé v zemích EU, ekvivalentní 5 mil. ECU. Pro udělení licence však zahraniční banky musely přikoupit neperspektivní domácí banky a skutečné náklady spojené s licencí se tak pohybovaly výše.

Banky se v prvních letech transformace potýkaly s velkým procentem klasifikovaných úvěrů (až ve výši 34 %, viz Balcarowitz, 2001, str. 14 a 50). Polská vláda se rozhodla pomoci bankám a jednotlivé státní

komerční banky rekapitalizovat ex-ante (tj. bankám byly klasifikované pohledávky ponechány a mohly je dále vymáhat). Banky tak zbavila dluhů, pomohla jim vylepšit kapitálovou přiměřenost a zároveň mělo toto opatření sloužit jako motivační stimul pro budoucí činnost a také pro urychlení procesu jejich restrukturalizace. Do problémů se dostaly i nově založené nestátní komerční banky, jejichž situaci s klasifikovanými pohledávkami řešila NBP.

Samotná privatizace velkých státních bank byla zdlouhavým a velmi politizovaným procesem. Kvůli dluhovým problémům zmíněným výše započala až v roce 1993 a do konce roku 1995 byly částečně zprivatizovány 4 banky z 9. Plánem polské vlády bylo další banky konsolidovat a prodat je jako silnou banku. Tento plán vyšel částečně ve vytvoření skupiny PEKAO Group. Celkově zde však byla neochota prodávat banky zahraničním subjektům. Velká většina z bank tak byla zprivatizována formou IPO, což přispělo k následnému rozdrobení vlastnictví a hledání strategických investorů. V současné době je většina bankovního sektoru v soukromých rukou a státní podíl na vlastnictví činí 11 %.<sup>37</sup>

Dříve než přejdeme k samotným hodnotám poskytnutých úvěrů, povšimněme si ještě vývoje úrokových sazeb, které determinují jejich výši. Vývoj diskontních sazeb a výpůjčních sazeb pro soukromý sektor zobrazuje následující tabulka č. 11. Ve vývoji sazeb nastal poměrně výrazný rozdíl počáteční a koncové hodnoty, když sazba 22 % v roce 1996 klesla na 4 % v roce 2006. Obdobný vývoj byl i u výpůjčních sazeb.

Tabulka č. 11: Vývoj diskontních sazeb, p.a. k 31.12. a výpůjčních sazeb soukromého sektoru, p.a., průměrně za období

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
diskontní	22	24,5	18,3	19	21,5	14	7,8	5,8	6,5	4,5	4
výpůjční	26,1	25,0	24,5	16,9	20,0	18,4	12,0	7,3	7,6	6,8	5,5

Zdroj: IMF - International Financial Statistics

### Poskytnuté úvěry

V rámci stanovených vazeb si povšimněme ještě kapitálu, který zprostředkoval bankovní systém v Polsku, viz tabulka č. 12. Pro úplnost uvádíme i sektor domácností, nejdůležitější však je hodnota úvěrů poskytnutých firmám. Ty s výjimkou roku 2006 dosahovaly každoročního růstu. Rostoucí objemy úvěrů jsou v souladu s klesající úrokovou sazbou. Bankovní sektor tak měl v průběhu sledovaného období pozitivní vliv na vybavenost ekonomiky kapitálem. Zároveň je přitom pozitivní, že podíl vlády na celkových úvěrech je poměrně malý

<sup>37</sup> <http://www.business.gov.pl/Banking,system,and,financial,services,in,Poland,108.html>, k 20.9.2007.

a nevytlačuje tak soukromé investice. Největšího procentního nárůstu však zaznamenal úvěr poskytnutý domácnostem.

Tabulka č. 12: Úvěry poskytnuté jednotlivým sektorům bankovním systémem, stavy k 31. 12. v mil. EUR

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
domácnosti	2 929	5 223	6 202	8 778	11 775	14 225	17 667	23 386	29 041	46 052	39 378
firmy	17 034	25 243	29 094	32 476	37 505	41 603	45 646	53 391	55 068	69 902	50 305
vláda	559	958	1 707	2 131	1 539	2 452	3 385	4 649	5 294	7 101	5 250

Zdroj: Národní banka Polska (NBP), [http://www.nbp.pl/en/statystyka/czasowe\\_dwn/Nalez\\_zobow\\_en.zip](http://www.nbp.pl/en/statystyka/czasowe_dwn/Nalez_zobow_en.zip) k 8.7.2007

Nyní již máme všechny tři vazby naplněny daty. Povšimněme si však ještě vzájemného srovnání vlivu burzovního a bankovního zprostředkování na hospodářský růst. Tyto dva sektory srovnáme z hlediska přílivu nového kapitálu. Tabulka č. 13 nám tento údaj ukazuje prostřednictvím změny stavu úvěrů poskytnutých firmám a hodnoty nových emisí akcií a dluhopisů poskytnutých soukromému sektoru. Dostupná data jsou opět až od roku 2000. Ve sledovaném období tvořil bankovní sektor větší přírůsteky ve všech letech kromě 2004 a roku 2006, ve kterém zaznamenal dokonce významného propadu. Když sečteme údaje za sledované období, dostaneme hodnoty 9 568 mil. EUR pro nové emise a 17 829 mil. EUR pro nové úvěry. Bankovní sektor tak v rámci posledních sedmi let zprostředkoval přibližně 2/3 domácího kapitálu.<sup>38</sup> Za dominanci bankovního sektoru přirozeně stojí fakt, že v době neexistence burzy před rokem 1990 se jednalo o výhradní zdroj financování a také místo pro uložení vkladů.

Tabulka č. 13: Nově poskytnuté úvěry firmám a nové emise akcií a dluhopisů soukromému sektoru v mil. EUR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
nové emise	1 485	829	155	312	2 707	1 908	2 173
nové úvěry	5 029	4 098	4 043	7 745	1 677	14 834	-19 597

Zdroj: NBP, WFE, WSE

Pro postihnutí dalšího aspektu akumulace kapitálu a vzájemné srovnání bankovního a burzovního finančního zprostředkování můžeme použít ještě jednoho hlediska, a to změny hodnoty tržní kapitalizace a hodnoty úvěrů. Pro změnu akumulace kapitálu použijeme dynamizované hodnoty tržní kapitalizace a úvěrů v poměru k HDP. Jelikož státní dluhopisy a ani úvěr vládě (který rovněž zahrnuje i státní dluhopisy, protože banky jsou jejich významnými držiteli) nepovažujeme za produktivní zdroj dlouhodobého hospodářského růstu, poměříme pouze tržní kapitalizaci akcií a úvěry firmám.

<sup>38</sup> Problematice zahraničních investic se v rámci CVKS ESF MU věnuje Vašendová (2007b).

Tabulka č. 14: Podíl změny tržní kapitalizace (TK) akcií a změny úvěrů firem na HDP, v %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
$\Delta$ TK akcie/HDP	3,43	4,39	7,45	2,15	-1,99	-0,92	4,51	15,89	15,18	20,38
$\Delta$ úvěrů/HDP	6,19	2,62	2,12	2,60	1,85	2,01	4,34	0,74	5,84	-7,14

Zdroj: IMF International Financial Statistics, WSE a NBP

Tabulka č. 14 ukazuje v posledních třech letech rostoucí význam vlivu WSE na zásobu kapitálu, měřenou pomocí změny tržní kapitalizace. Ta zahrnuje kromě již výše zmíněného ukazatele nových emisí i vliv nárůstu hodnoty kapitálu díky efektivnějšímu užití případně refinancování z vlastních zdrojů firem. Změna hodnoty bankovních úvěrů odpovídá vývoji předchozí tabulky a je zde uvedena především pro srovnání.

### 2.3. Závěr

V rámci první vazby je primární trh WSE poměrně vlivným prostředím pro akumulaci kapitálu a to hlavně formou akcií. Obzvlášť v posledních třech letech zaznamenává podstatné nárůsty hodnoty kapitálu formou veřejných úpisů. Podstatný vliv na tento stav má i efektivní sekundární trh, kterému jsme se věnovali v rámci druhé vazby. Sekundární trh je velmi likvidní, čemuž pomáhá i rostoucí integrace WSE a adekvátně tak doplňuje trh primární. Hodnota tržní kapitalizace každoročně vykazuje rostoucí tendenci, přičemž vlivnými faktory jsou příliv nových zdrojů a zejména růst ocenění, spojený s reinvesticí nerozdělených zisků firem.

Dluhopisy na WSE zaujímají rovněž významné postavení, i když jejich tržní kapitalizace za akciemi z důvodu vyšší dynamiky růstu akcií v posledních letech zaostává. Co se týče ukazatele objemů obchodů, hrají dluhopisy oproti akciím zanedbatelnou roli. Největší podíl zaznamenávají státní cenné papíry, jejichž dopad na dlouhodobý hospodářský růst je nejednoznačný a ovlivněný hodnotícími teoriemi. Dostupná data neumožňují určit za jakým účelem jsou státní cenné papíry vydávány a jak moc jsou tedy prospěšné pro hospodářský růst.

Bankovní zprostředkování mělo ve sledovaném období většinový podíl na souhrnné akumulaci kapitálu. Při financování je přitom markantní poměrně nízký význam vlády, díky němuž nedochází k vytěšňování soukromých investic.

## 3. FINANČNÍ ZPROSTŘEDKOVÁNÍ NA SLOVENSKU

### 3.1. Burza

#### Stav před rokem 1990

Historicky měla burza na Slovensku, jako součásti Československa, určitý význam v období mezi válkami. Podíl finančního zprostředkování byl však 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, pokládáme větší důraz na samotné formování jejího vzniku, resp. obnovení. Je nutno podotknout, že činnost burzy je pro ekonomiku významná a podléhá státním regulacím.<sup>39</sup>

#### Vývoj od roku 1990

Aby mohly finanční trhy začít svoji činnost, bylo po roce 1989 nutné stanovit jejich systémové uspořádání a formálně upravit pravidla pro jejich 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

---

<sup>39</sup> 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](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 (viz Kohn, 2004, str. 51-65).

*mimoburzovních organizátorů sekundárních trhů.*“ (Vencovský, 1999, str. 529)

### **Vznik burzy a významné události**

Na základě rozhodnutí ministra financí SR ze dne 14. 12. 1990 došlo k ustanovení Burzy cenných papírů v Bratislavě, a. s. (BCPB) jako akciové společnosti.<sup>40</sup> V souladu s tímto rozhodnutím byla BCPB dne 15. března 1991 oficiálně zapsána do Obchodního rejstříku. Jejimi akcionáři jsou Fond národního majetku SR (74,2 %), největší slovenské peněžní ústavy a brokerské, pojišťovací a investiční společnosti.<sup>41</sup>

Vznik BCPB byl vyvolaný procesem první vlny kupónové privatizace.<sup>42</sup> Svoji funkci veřejného organizátora trhu s cennými papíry začala plnit 6. dubna 1993, tedy až poté, co vstoupil v platnost zákon o cenných papírech, viz níže. Vznik burzy cenných papírů pro potřeby privatizace vyvolal řadu specifik pro její následný vývoj. Slovenská burza se tak v počátečních letech vyznačovala vysokým počtem akcionářů, kdy většina obyvatel se jimi stala v podstatě automaticky nabytím majetkových cenných papírů v první vlně kupónové privatizace. Zároveň však většina firem vstoupila na bratislavskou burzu z donucení kvůli kupónové privatizaci a firmy samotné ji nevnímají jako zdroj kapitálu.<sup>43</sup> O tom svědčí i počet emisí, zobrazený v tabulce č. 22.

Významný den pro efektivnost fungování byl 6.6.1994, kdy se začalo obchodovat on-line. Toto opatření snižuje transakční náklady na obchodování, tudíž vytváří lepší podmínky pro akumulaci kapitálu. V témže roce také dochází k mezinárodní inauguraci.

Den 26.7.1997 znamenal další posun, neboť vznikla možnost obchodování se zahraničními cennými papíry za podmínky, že cenný papír je kotovaný na hlavním trhu zahraniční burzy cenných papírů.

---

<sup>40</sup> BCPB dosahuje na slovenském regulovaném kapitálovém trhu dominantní postavení. V roce 1999 zprostředkovala 97,4 %, v roce 2000 98,3 %, v roce 2001 98 % a v roce 2002 98,89 % ze všech obchodů na kapitálovém trhu, viz jednotlivé výroční burzovní zprávy BCPB <http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/DEFAULT.HTM> (k 3.4.2007). Budeme se tudíž zabývat pouze BCPB, a.s. Na finančním zprostředkování se od roku 1993 rovněž podílí RM-S a v roce 2002 jeho akcionáři vytvořili Slovenskou burzu cenných papírů, a.s. Z hlediska významu BCPB na slovenském kapitálovém trhu je nutné poznamenat, že podíl zprostředkovaných obchodů na celkových obchodech nepřevyšoval v průběhu sledovaného období 20 %, tabulka č. 22.

<sup>41</sup> Jednotliví akcionáři a jejich podíl je možné nalézt zde (k 3.4.2007): <http://www.bcpb.sk/Content/SK/Burza/akcionari.htm>. Organizace burzovních trhů má povahu přirozeného monopolu. Aby nedocházelo ke stanovování poplatků burzy nad náklady, bývá burza ve vlastnictví zúčastněných subjektů (viz Kohn, str. 53). BCPB toto opatření tedy splňuje.

<sup>42</sup> Viz Trh státních cenných papírů v roce 2000, str. 2.

<sup>43</sup> Viz Marcinčin, 2001, str. 139.



V roce 2000 byla BCPB přijata za korespondenčního člena, v roce 2002 za asociovaného a v roce 2004 za plnoprávného člena Evropské federace burz (FESE). Toto členství zvyšuje mezinárodní prestiž a pozitivně působí na kredibilitu burzy.

BCPB samozřejmě prošla dalšími událostmi, jejichž význam však pro cíl této práce nepovažujeme za příliš relevantní.<sup>44</sup>

### **Organizace obchodování**

V této části postihneme relevantní informace týkající se organizace burzovního obchodování, dalších institucí ovlivňujících činnost burzy, podmínek pro přijímání cenných papírů na trh a organizace a fungování obchodů a jejich vypořádání. Tento popis nám umožní posouzení vlivu institucionálních faktorů na oba vymezené cíle, tj. na akumulaci kapitálu i na její efektivnostní složku, stejně tak jako pro mezinárodní srovnání.

Důležitou institucí ovlivňující podobu burzovního obchodování na Slovensku je Středisko cenných papírů (SCP), které vzniklo v prosinci 1992 jako centrální depozitář zaknihovaných cenných papírů. Činnost SCP byla spojena s kupónovou privatizací, kdy evidovala nabyté cenné papíry a jejich následné převody. Ke dni 19. 3. 2004 se SCP transformovalo na Centrální depozitář cenných papírů SR (CDCP), přičemž jeho činnost byla rozšířena na obstarávání zúčtování a vypořádávání obchodů BCPB.<sup>45</sup>

Dozor nad kapitálovým trhem byl od založení burzy v kompetenci ministerstva financí. Od 1. listopadu 2000 nabyl účinnosti zákon zřizující Úrad pre finančný trh (ÚFT) jako orgánu státního dozoru v oblasti kapitálového trhu. Slovensko zavedlo samostatný orgán pro dohled nad burzou jako poslední ze srovnávaných zemí.<sup>46</sup>

BCPB je v od roku 1997 organizována na kotovaný trh a regulovaný volný trh (nekotovaný), přičemž kotovaný trh se dále člení na tři segmenty: hlavní, paralelní a nový. Na všech těchto trzích jsou obchodovány akcie. Dluhopisům je vyhrazen kotovaný hlavní a paralelní trh a trh regulovaný volný. Podmínky pro přijetí na určitý trh podléhají „Pravidlům pro přijetí cenných papírů na trh burzy“.<sup>47</sup>

---

<sup>44</sup> Bližší informace viz <http://www.bcpb.sk/Content/SK/Burza/historia.html>.

<sup>45</sup> Zahájení činnosti CDCP bylo poměrně komplikované. Původně „v důsledku nedostatečné připravenosti technického systému CDCP pro ZaV (zúčtování a vypořádání) došlo k zastavení obchodování na BCPB na téměř dva týdny“ (Trh státních cenných papierov v roku 2004, str. 10). Následně navazovalo přechodné období, ve kterém byl využíván mírně modifikovaný systém původního zúčtování a vypořádání a CDCP fakticky zahájilo činnost k 1.10.2004. Viz tamtéž, str. 10.

<sup>46</sup> Výroční zpráva NBS 2000, str. 71-72.

<sup>47</sup> [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Burza/burzove\\_pravidla.lst/Uvod\\_ustanovenia\\_prijimanie%20CP\\_od011105.pdf](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Burza/burzove_pravidla.lst/Uvod_ustanovenia_prijimanie%20CP_od011105.pdf) k 9. 5. 2007.

Podmínky pro přijetí cenného papíru na regulovaný volný trh jsou nejsnazší. Vstup podléhá jen požadavku splnění všeobecných právních předpisů a podmínek ustanovených zákonem o burze, které mají zaručit jejich veřejnou obchodovatelnost – musí být zastupitelné, převoditelné, zaknihované, mít schválený prospekt,<sup>48</sup> úplně splacený emisní kurz a úspěšně skončené upisování cenných papírů na základě veřejné nabídky. Tato pravidla musí také splnit akcie přijímané na kotovaný trh. Z členství na burze také plynou informační povinnosti, kterými se burza snaží usnadnit získání informací věřitelům. Ty se týkají především výročních zpráv o hospodaření, účetních uzávěrek, popř. konsolidovaných účetních uzávěrek. Jejich stanovení zlepšuje informace o firmě, na druhé straně má i své náklady. Podle Svobody (Svoboda, 2005, str. 10) se „nešvarné kvartální reporty nepostaraly o větší transparentnost, nýbrž se tyto myšlenky ukázaly i ve smyslu 'shareholder value' kontraproduktivními. Přitom zde v první řadě nejde o finanční náklady, které (přirozeně opět ke škodě akcionářů) vznikají, pokud se místo jednou musí bilancovat čtyřikrát. Daleko závažnější je to, že čtvrtletní skládání účtů nutí představenstva akciových společností ke krátkodobému jednání.“

Obchodování s cennými papíry na BCPB probíhá denně prostřednictvím elektronického burzovního obchodního systému (EBOS). Jednotliví členové aktivně zadávají objednávky na nákup a prodej osobně prostřednictvím počítače a obchody se tak uzavírají přímo členy burzy zastoupenými makléři. Členové burz přitom mohou uzavírat kurzotvorné, přímé a repo obchody a nabídky na převzetí společnosti. Někteří obchodníci přitom u vybraných cenných papírů vstupují do role tvůrců trhu, kteří svými povinnými kótacemi by měli pomáhat zvýšit likviditu trhu, viz níže.

## **Akumulace kapitálu**

V rámci vlivu akumulace kapitálu na dlouhodobý růst si všimněme hodnot tržní kapitalizace, které cenné papíry na BCPB dosahovaly v jednotlivých letech. Následující tabulka č. 15 nám ukazuje vývoj tržní kapitalizace v jednotlivých letech.

---

<sup>48</sup> Prospekt cenného papíru je dokument obsahující údaje o vydávaném cenném papíru a emitentovi, který slouží investorům na posouzení rizika spojeného s investicí do tohoto cenného papíru.

Tabulka č. 15: Tržní kapitalizace (TK) akcií, podílových listů, dluhopisů a celkové s rozdělením na procentní podíl kotovaného (K) trhu a nekotovaného trhu (N) v SKK k 31.12.<sup>49,50</sup>

rok	TK akcie a podílové listy	K %	N %	TK dluhopisy	K %	N %	celková TK
1993	93 776 000 000	38	62	na			na
1994	97 429 803 817	42	58	na			na
1995	158 316 890 117	23	77	na			na
1996	184 066 794 506	24	76	na			na
1997	184 057 485 034	26	74	92 782 150 940	79	21	276 839 635 974
1998	151 965 817 089	16	84	119 977 383 810	87	13	271 943 200 899
1999	150 799 691 987	11	89	113 758 095 783	87	13	264 557 787 770
2000	154 875 370 091	13	87	117 383 076 500	91	9	272 258 446 591
2001	167 611 411 709	16	84	293 607 310 460	82	18	461 218 722 169
2002	104 959 445 068	35	65	290 917 277 120	84	16	395 876 722 188
2003	110 892 087 258	38	62	331 928 696 000	86	14	442 820 783 258
2004	140 127 492 588	49	51	362 323 794 100	94	6	502 451 286 688
2005	151 702 991 987	52	48	421 928 356 230	95	5	573 631 348 217
2006	153 011 324 937	56	44	428 733 611 734	95	5	581 744 936 671

Zdroj: BCPB

V ní vidíme nominální hodnoty tržní kapitalizace. U akcií a podílových listů dosáhla tržní kapitalizace nejvyšších hodnot v letech 1996 a 1997, od té doby si s výjimkou let 2002 a 2003 udržuje relativně stabilní hodnotu. Údaje pro dluhopisy jsou dostupné až od roku 1997 a zaznamenávají rostoucí a od roku 2001 i dominantní význam na tržní kapitalizaci BCPB. Většina dluhopisů je přitom obchodována na kotovaném trhu. Pro posouzení nově akumulovaného kapitálu nám poslouží odvozená tabulka meziročních změn hodnot tržní kapitalizace, kterou ukazuje tabulka č. 16.

<sup>49</sup> Tržní kapitalizace dluhopisů a celková nezahrnuje ke konci roku 2000 dluhopis FNM, jehož tržní kapitalizace ke konci roku 2000 byla 38 531 693 420 Sk.

<sup>50</sup> Tabulka vyjadřuje celkovou tržní kapitalizaci. Ta je odlišná od reálné, podle významu tohoto slova. 1) Reálná kapitalizace vyjadřuje tržní kapitalizaci cenných papírů, které byly předmětem cenotvorných obchodů, zatímco celková zahrnuje i nominální hodnoty cenných papírů, které ještě nebyly obchodovány nebo jen přímými obchody. Takto chápáná reálná kapitalizace se na Slovensku pohybuje v intervalu 6–12,8 % ku HDP, viz [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/history\\_data/overview.lst/realna\\_trh\\_kap.htm](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/history_data/overview.lst/realna_trh_kap.htm). 2) Reálnou kapitalizaci můžeme chápat jako celkovou kapitalizaci očištěnou o vliv změny cenové hladiny. Díky inflaci by tato byla nižší.

Tabulka č. 16: Meziroční změna tržní kapitalizace akcií, podřlových listů, dluhopisů a celková v SKK a v procentech

rok	akcie a pl		dluhopisy		celkem	
	SKK	v %	SKK	v %	SKK	v %
1 994	3 653 803 817	3,90	na		na	
1 995	60 887 086 300	62,49	na		na	
1 996	25 749 904 389	16,26	na		na	
1 997	-9 309 472	-0,01	na		na	
1 998	-32 091 667 945	-17,44	27 195 232 870	-29	-4 896 435 075	-1,80
1 999	-1 166 125 102	-0,77	-6 219 288 027	5	-7 385 413 129	-2,79
2 000	4 075 678 104	2,70	3 624 980 717	-3	7 700 658 821	2,83
2 001	12 736 041 618	8,22	176 224 233 960	-150	188 960 275 578	40,97
2 002	-62 651 966 641	-37,38	-2 690 033 340	1	-65 341 999 981	-16,51
2 003	5 932 642 190	5,65	41 011 418 880	-14	46 944 061 070	10,60
2 004	29 235 405 330	26,36	30 395 098 100	-9	59 630 503 430	11,87
2 005	11 575 499 399	8,26	59 604 562 130	-16	71 180 061 529	12,41
2 006	1 308 332 950	0,86	6 805 255 504	-2	8 113 588 454	1,39

Zdroj: BCPB a vlastní výpočty

Změna tržní kapitalizace ukazuje, jakým způsobem se vyvíjela zásoba kapitálu obchodovaného přes BCPB. Zmíněná data ukazují poměrně značné kolísání hodnoty kapitálu. Hodnota kapitálu je jako každá ekonomická hodnota subjektivního charakteru. Stejně jako v případě Polska se i zde pokusíme pomocí agregovaných hodnot zaznamenat trendy její souhrnné hodnoty obchodované na burze.

### Faktory ovlivňující tržní kapitalizaci

Vliv změny cenové hladiny na tržní kapitalizaci nám ukazuje tabulka č. 17. Přestože Slovensko nezažilo ve sledovaném období vysoké míry inflace (s výjimkou roku 1994 pod 10 %), změna cenové hladiny způsobovala poměrně významné zkráslení hodnoty procentního růstu tržní kapitalizace, s výjimkou roku 1994 i v řádu desítek procent.

Tabulka č. 17: Deflátor HDP a vliv změny cenové hladiny na tržní kapitalizaci (TK)<sup>51</sup>

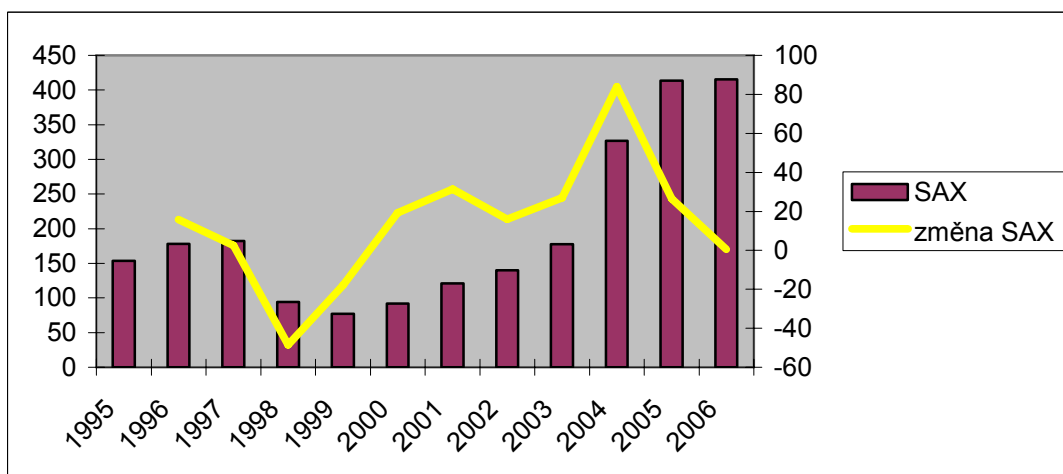
rok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
deflátor y/y %	13,45	9,89	4,33	6,71	5,22	6,45	8,45	4,17	3,99	4,66	4,59	3,22	2,75
TK nominální y/y %	3,90	62,49	16,26	50,40	-1,77	-2,72	2,91	69,40	-14,17	11,86	13,47	14,17	1,41
TK reálná y/y %	25,75	69,17	23,44	46,67	-0,20	-3,99	0,71	77,33	-14,01	11,08	13,55	15,81	1,91
vliv cenové hladiny na změnu TK v %	-560,7	-10,6	-44,1	7,4	88,7	-46,8	75,4	-11,4	1,1	6,6	-0,6	-11,6	-35,3

<sup>51</sup> Je zde použita celková tržní kapitalizace, přičemž do roku 1997 jsou hodnoty tvořeny pouze tržní kapitalizací akcií.

Zdroj: <http://www.econstats.com/weo/C142V021.htm> k 15.6.2007, [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/history\\_data/overview.lst/trhova\\_kapitalizacia.htm](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/history_data/overview.lst/trhova_kapitalizacia.htm) k 11.5.2007 a vlastní výpočty

Vliv rostoucích cen na tržní kapitalizaci můžeme posoudit podle cenových indexů. Akciové indexy umožňují zachytit změnu hodnoty tržní kapitalizace akcií zařazených do výpočtu. Použijeme index SAX, který je oficiálním akciovým indexem BCPB. Jedná se o kapitálově vážený index. SAX porovnává současnou hodnotu vybraných akcií s jejich hodnotou ke dni 14. 9. 1993 (k tomuto dni byla báze indexu 100). Kromě cen zahrnuje i dividendové příjmy a příjmy související se změnou velikosti akciového kapitálu, tj. rozdílem mezi aktuální tržní cenou a upisovací cenou nových akcií.<sup>52</sup> Na Slovensku vyjadřují i dluhopisový index SDX, který je dvousložkový. Jedna část vyčísľuje dluhopisy soukromého sektoru a druhá dluhopisy státní. Jelikož státní dluhopisy převládají, viz níže, povšimněme si i vlivu SDX na změnu tržní kapitalizace. Hodnota SDX od začátku sledování 1. 10. 1996 k poslednímu zveřejněnému údaji ze dne 23. 12. 2005 stabilně rostla z 100 na 252,85 a zapříčila tak průměrný růst tržní kapitalizace dluhopisů o 1,75 % ročně.<sup>53</sup>

Graf č. 2: Hodnota indexu SAX a její meziroční změna (levá osa – hodnota SAX, pravá osa – meziroční změna v %)



Zdroj: BCPB

Vývoj indexu SAX nám zobrazuje graf č. 2. Na pravé ose je hodnota indexu a na levé ose jsou její meziroční změny. Jeho interpretace je mnohem méně jednoznačná než v případě indexu dluhopisů. Patrný vliv hodnoty indexu na tržní kapitalizaci byl v letech 1998–1999, kdy

<sup>52</sup> <http://www.bcpb.sk/Obchodovanie/Indexy/IndexSAX.aspx> 4.7.2007.

<sup>53</sup> [http://www.bcpb.sk/Obchodovanie/Indexy/\\_IndexHistoria.aspx?LANG=SK&Idx=SDXs](http://www.bcpb.sk/Obchodovanie/Indexy/_IndexHistoria.aspx?LANG=SK&Idx=SDXs) k 4.7.2007.

i tržní kapitalizace byla záporná, a v roce 2004, kdy index zaznamenal rekordní růst 83,89 % stejně tak jako tržní kapitalizace po roce 1995.

Po splnění určitých předpisů zmíněných výše mohou jednotlivé subjekty na burze emitovat akcie nebo dluhopisy, aby tím získaly potřebný kapitál. Emisemi akcií získávají společnosti vlastní zdroje, emisemi dluhopisů zdroje cizí. Emise nových akcií a dluhopisů nebo navyšování základního kapitálu u akciových společností tvoří nový kapitál. Následující tabulka nám zobrazuje tvorbu nového kapitálu u dluhopisů, akcií a souhrnnou.

Tabulka č. 18: Nový kapitál přijatý k obchodování, v tis. SK<sup>54</sup>

rok	nové emise akcie	navyšovaný ZK	celkem akcie	celkem dluhopisy	celkem
1995	68 749 772	4 642 156	73 391 928		
1996	25 851 909	279 239	26 131 148		
1997	10 249 717	1 632 570	11 882 287	42 052 200	53 934 487
1998	8 695 173	329 550	9 024 723	68 867 050	77 891 773
1999	488 984	1 480 467	1 969 451	61 329 000	63 298 451
2000	7 961 106	114 498	8 075 604	107 237 940	115 313 544
2001	6 874 213	3 209 555	10 083 768	214 475 960	224 559 728
2002	1 242 079	4 244 760	5 486 839	61 525 000	67 011 839
2003	3 637 707	1 994 713	5 632 420	105 211 601	110 844 021
2004	2 242 268	1 717 875	3 960 143	109 689 000	113 649 143
2005	0	278 059	278 059	82 943 630	83 221 689
2006	0	0	0	54 905 768	54 905 768

Zdroj: BCPB

Jak ukazuje tabulka č. 18, příliv nového kapitálu k obchodování na BCPB zaznamenává klesající tendenci a v posledních dvou letech je dokonce nulový.<sup>55</sup> Tento propad může být způsoben vyčerpáním potenciálních firem, ochotných přistoupit k obchodování svých cenných papírů na trh a firem schopných splnit podmínky pro obchodování zmíněné výše. Dalším odrazujícím vlivem může být nízká likvidita BCPB, viz níže.<sup>56</sup> Následující tabulka č. 19 nám ukazuje počty emisí akcií a podílových fondů. Velký počet společností (obdobně jako v případě ČR) vstoupil na burzu v rámci privatizace a tím jsou také

<sup>54</sup> Hodnota dluhopisů v roce 2000 obsahuje i emise FNM v hodnotě 33,3 mld. Sk a v roce 2001 a 2003 emise Eurobondů v hodnotách 43,7 mld. a 0,6 mld. resp.

<sup>55</sup> Jelikož pojmenování vyznívá dvojznačně, pro objasnění podotýkáme, že se zde jedná o kapitál nově přijatý k obchodování na BCPB ve formě akcií a nikoliv nově vytvořený kapitál na primárním trhu.

<sup>56</sup> Slovenské firmy téměř nejsou obchodovány na zahraničních burzách. Jedinou výjimkou je IT společnost Asseco Slovakia, která byla upsána v roce 2006 na polské burze ve Varšavě. <http://www.stockmarket.cz/files/analyzy/1173166706.pdf> k 9.5.2007.

ovlivněny počáteční velké hodnoty. Znatelnou převahu má regulovaný trh, jehož firmy však představují menší objemy kapitálu. Podle Marcinčina a Morvaye (Marcinčin, 2001, str. 139) jsou na volném trhu „*najhoršie akcie, a burza v podstate nemá páky na to, aby takéto akcie z obchodovania vylúčila*“, což je důsledkem umístění privatizovaných společností na trh BCPB. Počet emisí však má klesající tendenci, stejně jako nově přijaté emise. Z toho vyplývá, že za rostoucí tržní kapitalizací akcií a podílových fondů stojí menší počet firem. Objemově nejvýznamnější firmy, obchodované v současné době na kotovaném trhu, jsou dvě emise biotechnologické a farmaceutické firmy Biotika, jedna emise IT firmy Novitech, dvě emise bankovního titulu OTB Banka a jedná Všeobecné úvěrové banky, jedna emise strojírenské firmy SES Tmelče a tři emise petrochemického koncernu Slovnaft. Z těchto akcií je k 31. 12. 2006 objemově suverénně nejvýznamnější Slovnaft s tržní kapitalizací 63,5 mld. Sk, následovaný druhou Všeobecnou úvěrovou bankou se 16 mld. a na třetím místě OTB Bankou s 4,4 mld. Tržní kapitalizace ostatních emisí je pod 1 mld. Sk. (Výroční zpráva burzy 2006, str. 20)

Tabulka č. 19: Počty emisí akcií a podílových fondů

rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
kótované	11	19	21	21	14	14	11	10	12	15	14	14	13	10
regulovaný	501	504	829	949	904	819	819	856	876	495	438	375	293	246
celkem	512	523	850	970	918	833	830	866	888	510	452	389	306	256

Zdroj: BCPB

Tabulka č. 18, publikovaná BCPP, musí být správně interpretována. Hodnoty v ní neznamenají příliv nového kapitálu pro podniky, ale pouze ten, který byl připuštěn k obchodování na burze. Co se týče primárních úpisů, tak na Slovensku neproběhlo žádné IPO, tudíž je přírůstek kapitálu nulový. Za přírůstky kapitálu z interních zdrojů však z tabulky č. 18 můžeme považovat údaj o navýšení základního kapitálu. Příliv kapitálu v podobě zvyšování základního kapitálu (z interních úspor) je poměrně malý, avšak např. v roce 2002 více než trojnásobně přesáhl emise akcií nových firem přijatých k obchodování. Od roku 2002 se i zde projevuje klesající tendence a v posledním roce rovněž nulovou hodnotu. Je tedy patrné, že příliv nového kapitálu z akciových instrumentů je v posledních letech pro dlouhodobý růst nevýznamný.

U dluhopisů si můžeme všimnout podstatného nárůstu nových emisí do roku 2001. V roce 2000 vstoupila v platnost novela Zákona o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, díky které se začalo obchodovat s dluhopisy FNM. Tato událost vyvolala 31 % nárůst celkové nové hodnoty u dluhopisů. V roce 2001 došlo k přijetí 3 nových emisí Eurobondů (z kterých jsou 2 vládní v objemu 1 mil. Eur a 1 bankovní v objemu 0,5 mld. Sk). Dne 22.12. bylo obchodování s nimi ukončeno. K 1.8.2000 vstoupil v platnost nový zákon o konkurzu

a vyrovnání, který zefektivňuje proces konkurzu a více zohledňuje postavení věřitelů (viz Výroční zpráva BCPB 2000, str. 2). V roce 2002 zaznamenala emise dluhopisů propad a poté v letech 2003 a 2004 významný nárůst. Od roku 2005 hodnota nových emise klesá.

Tabulka č. 20: Nově emitované dluhopisy, splacené dluhopisy a čistý příliv kapitálu v tis. Sk<sup>57</sup>

	nově emitované dluhopisy	splacené dluhopisy	čistý příliv kapitálu
1998	68 867 050	41 671 817	27 195 233
1999	61 329 000	67 548 288	-6 219 288
2000	107 237 940	103 612 959	3 624 981
2001	214 475 960	38 251 726	176 224 234
2002	61 525 000	64 215 033	-2 690 033
2003	105 211 601	64 200 182	41 011 419
2004	109 689 000	79 293 902	30 395 098
2005	82 943 630	23 339 068	59 604 562
2006	54 905 768	48 100 512	6 805 256

Zdroj: BCPB

Z údajů o nových emisích je zřetelný převládající poměr úvěrových cenných papírů. Jak ukazuje následující tabulka č. 21, tak za dominujícím poměrem dluhopisů oproti akciím stojí ve velké míře stát. Hodnota je také vyšší díky refinancování dluhopisů, které dosáhly doby splatnosti. Některé firmy (již obchodované na akciovém trhu) získávají nyní zdroje dluhovou formou, např. B.O.F. nebo Železářny Podbrezová, což je hypoteticky snazší pro již obchodovanou firmu a přináší jí to výhodu díky tomu, že nedochází ke změně majetkových poměrů. Postupem času narůstá i hodnota nových emisí hypotečních zástavních listů, tedy spíše financování dlouhodobé spotřeby než investičních projektů. Za převládajícím podílem státních dluhopisů stojí i velká poptávka na straně institucionálních investorů, kterému napomáhal jejich bezrizikový charakter oproti ostatním investicím do rizikovějších projektů tranzitivní ekonomiky a přebytečná likvidita bank. Státní dluh tak častokrát způsoboval vytěšňovací efekt pro soukromé investice.

<sup>57</sup> Hodnota splacených dluhopisů je dopočítána jako rozdíl tržních kapitalizací v následných letech mínus nově emitovaný kapitál.



Tabulka č. 21: Podíl jednotlivých nových emisí dluhopisů na celkovém počtu emisí, nominální hodnota v mil. Sk<sup>58</sup>

	státní	podnikové	bankovní + HZL	komunální	FNM	eurobondy	celkem
1999	61 229	100					61 329
2000	69500	1600	2400	500	33 297		107 297
2001	168900	800	1040			43 698	214 438
2002	58030	700	2900				61 630
2003	98500	1622	5000	100			105 222
2004	101000	2000	6700				109 700
2005	67200	200	15300				82 700
2006	33200	2614	19200				55 014

Zdroj: výroční zprávy BCPB, k 15.5.2007, vlastní výpočty, HZL – hypoteční zástavní listy

O emisi státních dluhopisů (a způsobu jejich upisování) se do konce roku 2003 staralo ministerstvo financí a od 1.1.2004 se o jejich správu stará Agentura pro řízení dluhu a likvidity (ARDAL),<sup>59</sup> na jejichž webových stránkách je možné nalézt další informace o jednotlivých dluhopisech a jejich úročení. Jednotlivé státní dluhopisy nejsou specifikovány podle účelu, z dostupných dat se jedná převážně o financování státního dluhu a refinancování dluhopisů s končící splatností. Výjimku tvořilo šest emisí státních dluhopisů, určených na restrukturalizaci vybraných bank vydaných v roce 2001 v celkové hodnotě 105 mld. Sk, viz níže.<sup>60</sup>

Příliv kapitálu z externích úspor je u akciových instrumentů na BCPB nulový. Za dobu její existence nebylo realizováno žádné IPO. Funkce primárního trhu pro získání zdrojů od veřejnosti tedy není využívána. Firmy nehledají zdroje pro své financování u veřejnosti, což je ovlivněno a také ovlivňuje sekundární trh, viz níže.

Externí financování u dluhopisů probíhá převážně přes banky a některé další obchodníky, tedy přes institucionální investory, viz níže. U státních dluhopisů, které mají největší váhu, především ve formě americké aukce.

Celkový vliv nových emisí by měl být ještě upraven o celkovou hodnotu investičních instrumentů, u kterých bylo pozastaveno obchodování. Tyto údaje však nejsou k dispozici. Díky nízkým hodnotám úpadkových

<sup>58</sup> V roce 2003 je do hodnoty podnikových dluhopisů zařazena emise v EUR v hodnotě 15 mil. EUR přepočtena kurzem SKK/EUR 41,5. Hodnoty celkem se díky zaokrouhlování jemně liší od hodnot ve výše zmíněné tabulce. V roce 2005 a 2006 hodnota státních dluhopisů zahrnuje i navýšení hodnoty již registrovaných dluhopisů.

<sup>59</sup> <http://www.ardal.sk/>.

<sup>60</sup> Výroční zpráva NBS 1997 oddíl B, část 5 a Výroční zpráva NBS 2001, str. 70.

firm se můžeme domnívat, že podíl tohoto vlivu na ukazatel celkové tržní kapitalizace je nevýznamný.

## Sekundární trh

V minulé části jsme se zabývali celkovou tržní kapitalizací a důvody její změny. 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. 22: Objem realizovaných obchodů v mil. Sk a procentní podíl objemu kurzotvorných obchodů (K) a přímých obchodů (P)

	akcie			dluhopisy			celkem		
	celkem	% K	% P	celkem	% K	% P	celkem	% K	% P
1995	24 730	1,60	98,40	15 338	0,49	99,51	40 069	1,17	98,83
1996	83 130	8,89	91,11	30 986	27,23	72,77	114 116	13,87	86,13
1997	82 672	2,78	97,22	81 392	4,45	95,55	164 064	3,61	96,39
1998	37 267	5,23	94,77	261 813	7,89	92,11	299 081	7,56	92,44
1999	20 234	8,68	91,32	168 208	15,43	84,57	188 441	14,70	85,30
2000	25 094	7,44	92,56	205 445	12,47	87,53	230 539	11,92	88,08
2001	45 766	5,18	94,82	347 715	6,70	93,30	393 481	6,52	93,48
2002	34 911	3,02	96,98	608 316	8,79	91,21	643 228	8,48	91,52
2003	24 365	6,63	93,37	1 072 364	11,12	88,88	1 096 729	11,02	88,98
2004	21 390	39,82	60,18	410 862	3,42	96,58	432 252	5,22	94,78
2005	2 131	20,19	79,81	999 746	0,78	99,22	1 001 876	0,82	99,18
2006	2 600	47,62	52,38	989 455	0,57	99,43	992 056	0,70	99,30

Zdroj: Výroční zpráva BCPB 2006, str. 48, vlastní výpočty

Tabulka č. 22 nám prozrazuje výrazně nižší podíl kurzotvorných obchodů v porovnání s obchody přímými. Přímé obchody spočívají v tom, že se vzájemně známé protistrany, kterými jsou členové burzy, dohodnou na obchodu určitého množství cenných papírů za určitou cenu a tyto informace poté zanesou do obchodního systému burzy (viz Výroční zpráva BCPB 2006, str. 22). To znamená, že zprostředkující role burzy, vhodná pro posouzení likvidity se týká kurzotvorných obchodů a je tedy velmi nízká. U akcií má sice podíl kurzotvorných obchodů rostoucí tendenci, celkový objem obchodů však ztlačeně poklesl.

Samotný ukazatel velikosti objemu obchodu sice naznačuje, že slovenský kapitálový trh není moc likvidní, pro úplnější představu se však 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. Tyto podíly ukazuje následující tabulka č. 23. Podle údajů pro akcie změnila majitele v počátečních letech poměrně významná část tržní kapitalizace. V posledních dvou letech, jsou však zobchodována jen necelá dvě procenta celkové hodnoty. Mnohem více se obchoduje s dluhovými cennými papíry, a to většinou prostřednictvím přímých obchodů. Toto je způsobeno hlavně povahou těchto cenných papírů, tedy méně rizikových instrumentů, vhodnějších pro stabilnější uložení volných prostředků převážně institucionálními investory. Jak jsme viděli v tabulce č. 21, tak největší podíl na tržní kapitalizaci dosahují státní cenné papíry, které jsou chápány jako bezrizikové cenné papíry a „benchmark“ pro výnosnost ostatních cenných papírů.<sup>61</sup>

Tabulka č. 23: Podíl objemu obchodů na tržní kapitalizaci v %<sup>62</sup>

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
akcie	26,4	85,3	52,2	20,2	11,0	16,5	30,3	22,5	14,5	20,4	1,9	1,9
dluhopisy	na	na	87,7	218,2	147,9	175,0	118,4	209,1	323,1	113,4	236,9	230,8
celkem	na	na	59,3	110,0	71,2	84,7	85,3	162,5	247,7	86,0	174,7	170,5

Zdroj: tabulka č. 15, tabulka č. 22 a vlastní výpočty

Pro podporu likvidity bývá na burzách organizován způsob obchodování pomocí tzv. tvůrců trhu, tj. povinnost některých členů burzy kótovat nákupní i prodejní ceny vybraných cenných papírů. Tvůrci trhu vydělávají na rozdílu mezi těmito cenami, další účastníci trhu však mají jistotu, že vždy najdou protistranu, od které mohou cenný papír koupit nebo prodat. Obchodování v module tvůrců trhu (market makers - MM) začalo na BCPB dne 28.10.1999 s emisí státních dluhopisů (číslo 89), viz Výroční zpráva BCPB 1999, str. 4. Postupem času se obchodování s dluhopisy rozšířilo kromě státních dluhopisů i na emise podniků, bank a hypotéčních zástavních listů. Obchodování v module MM s akciemi začíná poprvé dne 6.12.2000 s akciemi Slovnaft a Slovakofarma. Od ledna 2001 i Železářny Podbrezová (viz Výroční zpráva BCPB 200, str. 6). Na rozdíl od dluhopisů se však modul MM s akciemi nerozrůstá, naopak v roce 2003 zůstaly kotovány pouze akcie Slovnaftu a Slovakofarmy a v roce 2004 byly i tyto vyřazeny. Od té doby není v module MM obchodována žádná emise akcií. Objem obchodů dluhopisů a akcií a jejich podíl na celkových kurzotvorných obchodech zachycuje tabulka č. 24.

<sup>61</sup> Trh se státními cennými papíry je celosvětově významným dluhopisovým trhem svou velikostí objemů i likviditou. V U.S.A. zdatelně převyšuje objemy ostatních úvěrových cenných papírů (Kohn 2004, str. 338). Obdobně tomu je i v případě Polska, viz výše.

<sup>62</sup> Pro metodologickou poznámku k těmto hodnotám viz poznámka č. 34.

Z uvedeného je patrné, že modul MM byl u akciových cenných papírů zanedbatelný, zatímco u dluhopisů zaujímá v posledních dvou letech poměrně významný podíl a napomáhá tak likviditě těchto instrumentů.

Tabulka č. 24: Objem obchodů s dluhopisy a akciemi v mil. Sk, realizovaných v modulu tvůrců trhu a podíl těchto objemů na celkovém objemu kurzotvorných obchodů

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
objem obchodů s dluhopisy	1400	800	1800	654,1	1040	4600	1900
podíl na celkových kurzotvorných obchodech s dluhopisy v %	5,4	3,4	3,4	0,6	7,4	59	32,7
objem obchodů s akciemi		3,8	1,4	1,3	0	0	0
podíl na celkových kurzotvorných obchodech s akciemi v %		0,2	0,1	0,1	0	0	0

Zdroj: Výroční zprávy BCPB 1999–2006

Likvidita slovenského kapitálového trhu je tedy poměrně velmi nízká. Bez existence státních dluhopisů by byl v posledních letech sekundární trh nevýznamný. Jelikož, jak jsme zmínili, je možnost převodu vlastnických práv důležitá nejenom pro efektivitu vynakládání kapitálu, ale i pro primární trh a tedy pro akumulaci kapitálu, podívejme se ještě na možné důvody, které vyšší likviditě brání.<sup>63</sup>

Z hlediska historie se jedná o problém tzv. „path dependence“, kdy minulý vývoj ovlivňuje vývoj budoucí. Na Slovensku není dlouhodobá tradice kapitálového financování a za dobu existence BCPB musíme říci, že ani ztelně nepostoupila. Nízkou tradici dále podporuje vliv kontinentálního práva, které obecně dává větší možnosti pro bankovní financování, viz výše.

Během období své činnosti se BCPB podařilo vybudovat prostředí vhodné k obchodování. Byla přijata za člena mezinárodní federace burz FESE, pravidelně vydává výroční zprávy a plní svoje informační a dozorčí povinnosti, čímž zvýšila svoji kredibilitu. Ve způsobu obchodování zavedla standardní obchodní systém elektronického obchodování, obchodní systémy i modul tvůrců trhů. Tento aspekt můžeme však v současnosti považujeme za nutný standard.

Marcinčin a Murvay (2001, str. 139) udávají za další důvod malého významu BCPB existenci mnoha společností, které fakticky nemají zájem na burze být, ale zrušení obchodování brání požadavek souhlasu všech akcionářů a ztrátu důvěry investorů v kolektivní investování, přímo i prostřednictvím investičních společností, díky

<sup>63</sup> Větší likvidita znamená větší atraktivnost pro věřitele a větší atraktivnost pro věřitele snižuje náklady pro dlužníky (Kohn, 2004, str. 28).

jejich slabé ochraně. K tomu dodávají citaci zprávy Evropské komise „Manipulácia s cenami akcií a zneužívanie dôverných informácií pri obchodovaní s cennými papiermi sa stali normou“ (Marcinčin, 2001, str. 139).

Za další významnější aspekt považujeme fakt, že Slovensko je malý trh, díky čemuž má v oblasti kapitálových trhů nevýhody. Ty se týkají hlavně výnosů z rozsahu, které jsou důležité pro snížení dopadu fixních nákladů na transakční náklady. Jak jsme zmínili v úvodu, s investováním jsou spjaty určité náklady (informační, na uzavření kontraktu, jeho vynuovení), které mají často povahu fixních nákladů. Díky tomu se obecně vyplatí získávat větší zdroje přes kapitálové trhy než přes bankovní sektor. Bankovní sektor má oproti tomu výhody při financování menších investičních projektů, např. kvůli úsporám z rozsahu (Kohn, 2004, kapitola 2).<sup>64</sup>

Burza naopak může transakční náklady ovlivnit výší poplatků, které si účtuje za jednotlivé úkony. Jak jsme zmínili v poznámce č. 41, členové BCPB jsou zároveň jejími vlastníky, čímž by nemělo docházet k převyšování cen nad náklady. Tyto poplatky se však týkají členů burzy, nikoliv nově příchozích emitentů nebo zákazníků. Negativní trend ve vývoji nově přijatých emisí a institucionální změny v poslední době (propojením centrálního depozitáře s BCPB, integrace dohledu ve prospěch Národní banky Slovenska) dovedly BCPB ke snížení těchto poplatků.<sup>65</sup>

Pro mezinárodní srovnání si ještě povšimněme jednoho ukazatele, zachyceného v tabulce č. 25, který nám udává podíl tržní kapitalizace jednotlivých investičních instrumentů na nominálním HDP. Jak je zřejmé z celé práce, tak tento podíl má klesající tendenci pro akcie a od roku 2001 přibližně stabilní hodnoty pro dluhopisy (nominální HDP za sledované období vzrostl přibližně čtyřikrát z 411 366 mil. v roce 1993 na 1 635 500 mil. v roce 2006).

Tabulka č. 25: Podíl tržní kapitalizace na HDP (v %)

	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
akcie (+PL)	22,80	19,66	27,03	28,09	25,39	19,24	17,70	16,45	16,42	9,44	9,14	10,34	10,31	9,36
dluhopisy	na	na	na	na	12,80	15,19	13,35	12,47	28,77	26,17	27,37	26,73	28,68	26,21
celkem	na	na	na	na	38,19	34,42	31,05	28,92	45,19	35,62	36,52	37,07	38,99	35,57

<sup>64</sup> Vencovský (1999, str. 529) v souvislosti se zakládáním burz v Československu píše, že: „Zvolený model československého sekundárního trhu byl založen na zastaralém burzovním právu z 18. a 19. století, na nefunkčním modelu státní regulace kapitálového trhu a na modelu obchodního systému, jež nevytvářel podmínky pro budoucí dostatečnou transparentnost a likviditu burzovních obchodů.“

<sup>65</sup> <http://www.bsse.sk/Content/SK/Emitenti/Prehľad%20zmien%20v%20prospech%20emitentov.pdf> k 9.5.2007.

Zdroj: IMF, International Financial Statistics, Internet Datashop k 21.5.2007, tabulka č. 15

### 3.2. Bankovní sektor

Po osamostatnění Slovenska v roce 1993 došlo k otevírání nových bank, kdy z celkového počtu 23 v roce 1993 vzrostl tento počet na 33 v roce 1995, především díky bankám se zahraniční majetkovou účastí, viz Národní banka Slovenska, 2003.<sup>66</sup> Od té doby se počet bank postupně snižoval až na 20 v roce 2002. NBS v roce 1994 zavedla opatření o kapitálové přiměřenosti, úvěrové angažovanosti a pravidlech likvidity. Zároveň došlo k navýšení požadavku na minimální výši základního kapitálu nově vznikajících bank. Obdobně jako v ČR, také na Slovensku byly banky privatizovány později. První byla v roce 1997 privatizována Investiční a rozvojové banka, jedna ze čtyř největších bank na Slovensku. Chřen (2005) uvádí, že tato privatizace do rukou slovenské VSŽ, spřízněné s politickými strukturami, zapříčinila její úpadek. Bankovní sektor na Slovensku naakumuloval v průběhu transformace ekonomiky poměrně velké procento klasifikovaných úvěrů, které kulminovalo v roce 1998 s 35 % (Kohútiková, 2002). Privatizace bankovního sektoru tak byla nutností a započala po volbách v roce 1998. Před samotnou privatizací bylo potřeba očistit a restrukturalizovat banky. V roce 1999 tak došlo k převodu klasifikovaných úvěrů tří největších státních bank (Slovenské spořitelny, Všeobecné úvěrové banky, Investiční a rozvojové banky) v hodnotě 100 mld. SKK na Konsolidační banku a Slovenskou konsolidační, které byly později sloučeny (viz Chřen, 2005). Do konce roku 2002 poté státní banky získaly strategické zahraniční investory.

Obdobně jako v případě Polska, i zde si povšimněme vývoje úrokových sazeb na Slovensku. Tyto hodnoty zobrazuje následující tabulka č. 26. V případě Slovenska rovněž dochází v celém sledovaném období k poklesu úrokových sazeb, a to jak diskontních, tak výpůjčních soukromého sektoru.

Tabulka č. 26: Vývoj diskontních sazeb, p.a. k 31.12. a výpůjčních sazeb soukromého sektoru, p.a., průměrné za období

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
diskontní	12	12	9,75	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	7,75	6,5	6	4	3	4,75
výpůjční	14,4	14,6	16,8	13,9	18,7	21,2	21,1	14,9	11,2	10,3	8,5	9,1	6,7	7,7

Zdroj: IMF - International Financial Statistics

V rámci třetí vazby se nyní podíváme na úvěry poskytnuté bankovním sektorem. Hodnotu poskytnutých úvěrů pro Slovenskou republiku nám ukazuje následující tabulka č. 27. Úvěr vládě má negativní souvislost s hospodářským růstem, protože financuje neproduktivní spotřebu

<sup>66</sup> Blíže k této problematice Musil (2007).

místo investic.<sup>67</sup> V počátečních letech měl poměrně malý význam, po roce 2001 však dosahuje vyšších hodnot než úvěry poskytnuté firmám.

Tabulka č. 27: Úvěry poskytnuté bankovním sektorem v mld. Sk, stavy k 31.12.<sup>68</sup>

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
vládě	33,2	65,5	78,2	72	76,3	108,9	146,9	160,4	193,9	347,7	272,2	309,1	362,3	390,2
podnikům	215,3	237,8	235,8	268,5	313,6	314,2	320,4	321	316	230,4	225,3	233,8	201,5	233,5

Zdroj: NBS, Analytické účty bankového sektora

Zřetelněji tento fakt potvrzuje dynamika změn, kterou zobrazuje tabulka č. 28. Zatímco vládní sektor zaznamenává s výjimkou let 1995 a 2002 každoroční přírůstky úvěru, hodnoty úvěru soukromému sektoru od roku 1997 mírně klesají. V případě Slovenska klesající úrokové míry přesouvají bankovní zdroje k financování státních dluhopisů, které mají nižší míru rizika, viz výše.

Zatímco vládní sektor zaznamenával až na výjimku let 1995 a 2002 každoroční přírůstky úvěru, hodnoty úvěrů soukromému sektoru od roku 1997 spíše mírně klesají. V případě Slovenska klesající úrokové míry přesouvají bankovní zdroje k financování státních dluhopisů, které mají nižší míru rizika, viz výše.

Tabulka č. 28: Změny hodnoty úvěrů v mld. Sk

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
vládě	32,3	12,7	-6,2	4,3	32,6	38	13,5	33,5	153,8	-75,5	36,9	53,2	27,9
podnikům	22,5	-2	32,7	45,1	0,6	6,2	0,6	-5	-85,6	-5,1	8,5	-32,3	32

Zdroj: NBS, Analytické účty bankového sektora

Porovnání burzovního a bankovního zprostředkování z hlediska akumulace nového kapitálu vyznívá jednoznačně pro převahu bankovního sektoru. Od roku 1999 hodnota nově poskytnutých úvěrů v podstatě klesá (s výjimkou malého přírůstku roku 2003) a do významnějšího zvýšení dosáhla až v roce 2005. Z domácích externích zdrojů, tak v posledních letech plyne pouze velmi malá hodnota kapitálu.

<sup>67</sup> Viz např. „V důsledku vysokého dopytu po štátných dlhopisoch nemali slovenské podniky veľa príležitostí na získanie prostriedkov pre svoje aktivity. ... Banky sa v priebehu roka sústredili najmä na obchody na medzibankovom trhu a obchodovanie so štátnymi cennými papiermi, čím reagovali na celkový stav hospodárstva, spomalenie ekonomického rastu a rast rozpočtového schodku“ (Výročná zpráva NBS 1998, str. 67 a 78). „Banky sa v priebehu hodnoteného obdobia zamerali najmä na menej rizikové obchody. Pokračujúce zhoršovanie finančnej situácie podnikateľských subjektov ovplyvnilo rast nesplácaných úverov s negatívnym dopadom na kvalitu úverových portfólií bánk“ (Výročná zpráva NBS 1999, str. 77 a 78).

<sup>68</sup> Údaj pro rok 1992 je hodnota z 1.1.1993.

Všimněme si ještě porovnání bankovního sektoru a burz vzhledem k HDP. Opět použijeme dynamizované hodnoty tržní kapitalizace a úvěrů v poměru k HDP. Stejně jako v případě Polska, tak i zde upouštíme od zahrnutí státního sektoru (státních dluhopisů a úvěru vládě), který nepovažujeme za produktivní zdroj dlouhodobého hospodářského růstu.

Tabulka č. 29: Podíl změny tržní kapitalizace (TK) akcií a změny úvěrů firem na HDP, v %

	1994	1995	1996	1 997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
TK akcie/HDP	0,74	10,39	3,93	0,00	-4,06	-0,14	0,43	1,25	-5,64	0,49	2,16	0,79	0,08
úvěry/HDP	-0,40	5,58	6,88	0,08	0,78	0,07	-0,53	-8,39	-0,46	0,70	-2,38	2,18	na

Zdroj: IMF, International Financial Statistics, tabulka č. 16 a tabulka č. 28

Tabulka č. 29 ukazuje u obou způsobů ukazatelů zanedbatelný vliv domácích finančních zprostředkovatelů na tvorbu kapitálu.

### 3.3. Závěr

Burza cenných papírů v Bratislavě má velmi malý vliv na akumulaci kapitálu formou akcií. Primární trh na Slovensku v podstatě zcela absentuje a sekundární vykazuje téměř nulovou likviditu, kdy celkové objemy obchodů dosahují v posledních dvou letech ročně pouze 1,9 % podílu na celkové tržní kapitalizaci. Tržní podmínky jsou lepší v případě dluhopisů. Tento trh má vyšší tržní kapitalizaci i dosahované objemy obchodů a likviditu. Největší podíl však zaznamenávají státní cenné papíry, jejichž dopad na dlouhodobý hospodářský růst je zpochybnitelný. Dostupná data ukazují, že většina státních dluhopisů byla určena na financování státního dluhu, tedy ne na tvorbu produktivních zdrojů. Část dluhopisů zaujímají i hypotéční zástavní listy, které jsou spíše financováním dlouhodobé spotřeby. Podnikové dluhopisy, u kterých je největší vazba na dlouhodobý růst, jsou minoritního významu a jejich výše je ovlivněna vytěšňovacím efektem vládních dluhopisů. Hodnota tržní kapitalizace v poměru k HDP dosahuje v posledních letech přibližně 25 %.

Co se týče bankovního sektoru jako alternativního zdroje financování, projevuje se na Slovensku obdobná tendence jako u burzovního trhu, a to zvětšující se podíl vlády. Jak na burze, tak u bank vládní sektor vytěšňuje investice pro soukromý sektor a brání tak firmám ve snazším získávání úvěrů. Přírůstky úvěrů poskytnuté soukromému sektoru byly od roku 1997 téměř nulové s výjimkou výrazného propadu v roce 2001 v hodnotě 85,6 mld. Sk.

Z práce tedy soudíme na zanedbatelný vliv burzy i bankovního zprostředkování na dlouhodobý hospodářský růst Slovenské republiky.



## 4. POUŽITÁ LITERATURA

BALCEROWITZ, E. – BRATKOWSKI, A. (2001): Restructuring and Development of the Banking Sector in Poland. Lessons to be Learnt by Less Advanced Transition Countries, Case, Warsaw, 2001. dostupné na: [http://www.case.com.pl/upload/publikacja\\_plik/RC44.pdf](http://www.case.com.pl/upload/publikacja_plik/RC44.pdf).

EISENHOFER, J. W. – LEVIN, G. S. (2005): Does Corporate Governance Matter to Investment Returns?, Corporate Accountability Report, Vol. 3, No. 57, 2005. dostupné na <http://www.issproxy.com/pdf/CorporateAccountabilityReport.pdf>.

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

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

MARCINČIN, A. – MORVAY, K. (2001): Makroekonomická ilúzia a mikroekonomická realita – príklad Slovenska, Finance a úvér, č. 3, 2001.

MUSIL, P. (2007): Trh výrobních faktorů a konkurenceschopnost v SR v období transformace, working paper č. 22, CVKS ESF MU, Brno, 2007.

SOSNOWSKA-SMOGORZEWSKA, L. – WICHOWSK, M. (1995): National investment funds, Selection Runs Smoothly, The Warsaw Voice, 1995. Dostupné na <http://www.warsawvoice.pl/archiwum.phtml/2307/>.

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

VAŠENDOVÁ, M. (2007a): Pohyb zahraničního kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenční schopnost slovenské ekonomiky, working paper č. 5, CVKS ESF MU, Brno, 2007.

VAŠENDOVÁ, M. (2007b): Pohyb zahraničního kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenční schopnost polské ekonomiky, working paper č. 7, CVKS ESF MU, Brno, 2007.

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

### **Výroční zprávy Warsaw Stock Exchange (WSE)**

Fact Book 2000, Warsaw Stock Exchange, 2000, dostupné na: [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=343&n=34&i=/publications/fact\\_book2000&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=343&n=34&i=/publications/fact_book2000&sky=1).

Fact Book 2001, Warsaw Stock Exchange, 2001, dostupné na: [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=342&n=34&i=/publications/fact\\_book2001&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=342&n=34&i=/publications/fact_book2001&sky=1).

Fact Book 2002, Warsaw Stock Exchange, 2002, dostupné na:  
[http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=341&i=/publications/fact\\_book2002&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=341&i=/publications/fact_book2002&sky=1).

Fact Book 2003, Warsaw Stock Exchange, 2003, ISSN 1428-118X,  
[http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=344&i=/publications/fact\\_book2003a&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=344&i=/publications/fact_book2003a&sky=1).

Fact Book 2004, Warsaw Stock Exchange, 2004, dostupné na:  
[http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=345&i=/publications/fact\\_book2003&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=345&i=/publications/fact_book2003&sky=1).

Fact Book 2005, Warsaw Stock Exchange, 2005, dostupné na:  
[http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=346&i=/publications/fact\\_book2005&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=346&i=/publications/fact_book2005&sky=1).

Fact Book 2006, Warsaw Stock Exchange, 2006, dostupné na:  
[http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=347&i=/publications/fact\\_book2006&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=347&i=/publications/fact_book2006&sky=1).

Fact Book 2007, Warsaw Stock Exchange, 2007, dostupné na:  
[http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e\\_informacje&k=348&i=/publications/fact\\_book2007&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=348&i=/publications/fact_book2007&sky=1).

### **Výroční zprávy World Federation of Exchanges (WFE)**

Annual Report 2001, World Federation of Exchanges, 2001, dostupné na: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=61>.

Annual Report 2002, World Federation of Exchanges, 2002, dostupné na: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=61>.

Annual Report 2003, World Federation of Exchanges, 2003, dostupné na: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=61>.

Annual Report 2004, World Federation of Exchanges, 2004, dostupné na: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=61>.

Annual Report 2005, World Federation of Exchanges, 2005, dostupné na: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=61>.

Annual Report 2006, World Federation of Exchanges, 2006, dostupné na: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=61>.

### **Statistiky a publikace burzy BCPB**

Ročenka za rok 1999, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 1999, ISBN: 80-968136-2-5, dostupné na: [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook\\_1999.pdf](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook_1999.pdf).

Ročenka za rok 2000, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 2000, ISBN: 80-968136-3-3, dostupné na: [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook\\_2000.pdf](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook_2000.pdf).

Ročenka za rok 2001, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 2001, ISBN: 80-968136-4-1, dostupné na: [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook\\_2001.pdf](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook_2001.pdf).

Ročenka za rok 2002, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 2002, ISBN: 80-968136-5-X, dostupné na: <http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/Rocenka2002-final-color.pdf>.

Ročenka za rok 2003, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 2003, ISBN: 80-968136-6-8, dostupné na: [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook\\_2003.pdf](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook_2003.pdf).

Ročenka za rok 2004, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 2004, ISBN: 80-968136-7-6, dostupné na: [http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook\\_2004\\_full.pdf](http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/FactBook_2004_full.pdf).

Ročenka za rok 2005, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 2005, ISBN: 80-968136-8-4, dostupné na: <http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/Rocenka2005-BCPB.pdf>.

Ročenka za rok 2006, Burza cenných papírov v Bratislave, a.s., 2006, ISBN: 978-80-968136-9-8, dostupné na: <http://www.bcpb.sk/Content/SK/Statistiky/rocenky.lst/BSSE-rocenka-2006-SJ.pdf>.

### **Statistiky a publikace Národní banky Slovenska**

Výroční zpráva NBS 1997, Národná banka Slovenska, 1997, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK1997/INDEX.HTM>.

Výroční zpráva NBS 1998, Národná banka Slovenska, 1998, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK1998/CELE.PDF>.

Výroční zpráva NBS 1999, Národná banka Slovenska, 1999, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK1999/VSNBS99.PDF>.

Výroční zpráva NBS 2000, Národná banka Slovenska, 2000, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK2000/VSNBS00.PDF>.

Výroční zpráva NBS 2001, Národná banka Slovenska, 2001, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK2001/VSNBS01.PDF>.

Výroční zpráva NBS 2002, Národná banka Slovenska, 2002, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK2002/VSNBS02.PDF>.

Výroční zpráva NBS 2003, Národná banka Slovenska, 2003, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK2003/VSNBS03.PDF>.

Výroční zpráva NBS 2004, Národná banka Slovenska, 2004, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/SVK2004/VSNBS04.PDF>.

Výroční zpráva NBS 2005, Národná banka Slovenska, 2005, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/VSNBS05.PDF>.

Výroční zpráva NBS 2006, Národná banka Slovenska, 2006, dostupné na: <http://www.nbs.sk/VS/VSNBS06.PDF>.

## **Analytické zprávy trhu státních cenných papírů od Národní banky Slovenska**

Trh státních cenných papierov v roku 2000, Národná banka Slovenska, dostupné na: <http://www.nbs.sk/FINMARK/TCP0001.PDF>.

Trh státních cenných papierov v roku 2001, Národná banka Slovenska, dostupné na: <http://www.nbs.sk/FINMARK/TCP0102.PDF>.

Trh státních cenných papierov v roku 2002, Národná banka Slovenska, dostupné na: <http://www.nbs.sk/FINMARK/TCP0204.PDF>.

Trh státních cenných papierov v roku 2003, Národná banka Slovenska, dostupné na: <http://www.nbs.sk/FINMARK/TCP2003.PDF>.

Trh státních cenných papierov v roku 2004, Národná banka Slovenska, dostupné na: <http://www.nbs.sk/FINMARK/TCP2004.PDF>.

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 výrobních 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 Čapek: Nejistota vybraných makroekonomických dat zem Visegrádu

WP č. 27/2007

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

**WP č. 28/2007**

**Jan Jonáš: Finann zprostředkovatel a jejich vliv na hospodrsk růst Polska a Slovenska**