

VÝZNAM A CHARAKTERISTIKA ČESKÉHO PRIMÁRNÍHO AKCIOVÉHO TRHU

Nývltová Romana

ABSTRAKT

Příspěvek se zabývá problematikou podnikových primárních akciových emisí (IPO). Cílem je popsat aktuální situaci v České republice v kontextu světového vývoje a s akcentem na sousední trhy a následně definovat příčiny malé vyspělosti primárního akciového segmentu českého finančního trhu.

ABSTRACT

This article deals with company initial public offerings (IPO). The goal of the article is to describe current situation in the Czech Republic in comparison with other countries, especially with the neighbouring. Subsequently the goal is to define the reasons of insufficient maturity of the Czech stock market.

Úvod

Akciový trh je místem, kde se úspory na investice přeměňují emisí majetkových cenných papírů s odpovídajícími právy. Jeho primárním účelem je tedy poskytovat zdroje financování podnikové sféře. Tyto zdroje přitom investoři poskytují nesvázáni pravidly obezřetného chování, na bázi individualizace rizika a s mnohem širšími možnostmi jeho diverzifikace (i na mezinárodní úrovni) než například banky. Odvážné, rozsáhlé a perspektivní podnikatelské projekty tak na akciovém trhu mají značnou šanci získat odpovídající finanční podporu. Lze tedy vyjádřit opodstatněnou domněnku, že existence a funkčnost akciového trhu nutně vede k vyšší prosperitě a dynamice hospodářského rozvoje, než pouhé spoléhání na tradiční bankovní kulturu.

Je zřejmé, že v žádné zemi na světě není akciový trh zdrojem samojediným a výlučným. Z hlediska četnosti jeho využití podniky v kontinentální Evropě, potažmo v zemích CEE, jej lze dokonce paradoxně označit spíše za zdroj doplňkový. Navíc, zatímco například na varšavské burze uskutečnilo primární emisí akcií (IPO) za pouhý jeden rok (2006) celkem 38 společností, na Burze cenných papírů Praha byly za celou její moderní historii (od začátku obchodování v roce 1993) uskutečněny pouze tři IPO.

1. Likvidita primárního akciového trhu v České republice

Primární akciový trh v České republice nevykazoval od počátku devadesátých let až dosud téměř žádnou tržní likviditu. V celé moderní historii Burzy cenných papírů Praha byly uskutečněny pouze tři primární akciové emise (společnosti Zentiva, N.V., ECM Real Estate Investments A.G. a Pegas Nonwovens SA) a od dokončení kupónové privatizace tak došlo ke změně v počtu kotovaných emisí akcií téměř výhradně z důvodu jejich vyřazení z obchodování. V posledních letech rovněž přibýlo několik akciových emisí v důsledku jejich duálního listingu (např. společnost Erste Bank).

Počet uskutečněných IPO na českém akciovém trhu je v silném kontrastu s počtem akciových emisí uskutečněných na vyspělých, ale i mnohých rozvíjejících se trzích (viz. tabulka 1).

Typ trhů	Burza cenných papírů	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Vyspělé kapitálové trhy	Deutsche Börse ¹	492	30	6	0	6	15	35
	London Stock Exchange	45	45	228	201	423	626	578
Rozvíjející se kapitálové trhy	Prague Stock Exchange	0	0	0	0	1	0	2
	Budapest Stock Exchange	2	1	0	0	1	1	n/a
	Warsaw Stock Exchange	13	9	4	6	36	35	38
Malé kapitálové trhy ve vyspělých zemích	Luxembourg Stock Exchange	12	2	14	25	11	31	35
	Helsinki Stock Exchange	20	9	3	1	1	5	6
	Oslo Børs	22	0	6	1	21	48	14
	Irish Stock Exchange	3	2	0	0	2	5	10
	Wiener Börse	8	8	8	9	4	7	6

Tabulka 1: Vývoj primárních akciových emisí na vybraných evropských trzích

Zdroj: <http://www.fese.be>

S akciemi kotovanými na pražské burze se živě obchoduje. Je-li objem realizovaných obchodů s akciemi přepočten na jednu kotovanou emisi (viz. tabulka 2), dosahuje pražská burza předních míst mezi rozvíjejícími se trhy i menšími trhy vyspělými. Ve srovnání s varšavskou burzou je objem obchodů na jednu emisi téměř šestinásobně vyšší. Absolutní hodnota objemu akciových obchodů je však při stávajícím objemu kotovaných emisí ve srovnání s ostatními trhy zanedbatelná. Nedojde-li k nárůstu primárních emisí (a s tím související absolutní hodnoty objemu obchodů), nelze ani sekundární akciový trh v České republice považovat za dostatečně likvidní. To samozřejmě může působit jako další z faktorů odrazujících od uskutečňování IPO.

Typ trhů	Burza cenných papírů	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Vyspělé kapitál. trhy	Deutsche Börse	1 643,83	1 370,30	1 314,81	1 511,20	2 023,29	2 848,48
	London Stock Exchange	1 755,44	1 497,08	1 179,09	1 463,05	1 482,75	1 839,83
Rozvíjející se kapitálové trhy	Budapest Stock Exchange	96,01	112,48	141,78	233,98	441,30	600,62
	Prague Stock Exchange	35,42	74,42	114,93	274,06	895,09	937,98
	Warsaw Stock Exchange	50,21	41,13	46,44	60,87	100,04	163,15
Malé kapitálové trhy ve vyspělých zemích	Iceland Stock Exchange	25,36	55,40	131,64	244,64	594,12	n/a
	Irish Stock Exchange	293,34	456,19	587,24	557,73	824,18	949,89
	Luxembourg Stock Exchange	3,06	2,14	0,96	1,39	0,84	0,72
	Oslo Børs	329,29	291,85	380,18	576,65	865,60	1 401,62
	Wiener Börse	76,24	50,00	78,43	161,67	337,87	574,27

Tabulka 2: Objem obchodů s akciemi na jednu kotovanou emisi (v mil. EUR)

Zdroj: <http://www.fese.be>; <http://www.pse.cz>

2. Příčiny nerealizování IPO v České republice

Je zřejmé, že v České republice již několik let neexistují v oblasti uskutečňování IPO žádné překážky legislativního či technického charakteru. Příčiny

¹ oficiální a regulovaný trh

nerealizování primárních akciových emisí tak spočívají v několika rovinách, kterými se zabývají následující podkapitoly.

2.1. Psychologické příčiny

Jednou z nejvýznamnějších příčin nerealizování IPO v České republice jsou obavy investorů i emitentů, pramenící z historického vývoje akciového trhu v České republice.

Český kapitálový trh vznikl kupónovou privatizací, která měla neblahé následky na celý jeho dosavadní vývoj. Na kapitálový trh byly uvedeny akcie bývalých státních podniků, které se zejména s ohledem na požadavek informační otevřenosti v tomto prostředí neuměly nebo nechtěly chovat odpovídajícím způsobem. V kontextu s neefektivním systémem regulace měla celková netransparentnost trhu za následek finanční skandály zejména na straně obchodníků s cennými papíry, pokles důvěryhodnosti trhu, snížení likvidity cenných papírů a odliv zahraničních investorů. Významnou změnu sice přinesl v tomto směru rok 1998 (byla zřízena Komise pro cenné papíry jako nezávislý správní orgán zodpovědný za výkon dozoru nad kapitálovým trhem s cílem zajištění ochrany investorů, transparentnosti trhu a boje proti finanční kriminalitě), ale ztracenou důvěru investorů se dosud plně obnovit nepodařilo.

V roce 2001 se k obavám z neúspěchu případné IPO připojila ještě nevydařená emise akcií brněnské společnosti Limart, na jejíž majetek byl v roce 2004 prohlášen konkurz.

2.2. Neochota podniků

Podniky v České republice nemají zájem podstupovat časově náročný a nákladný proces „going public“ a to především s ohledem na nutnost absolutní informační otevřenosti a celkové úspěšnosti jak z hlediska životního cyklu tak i z hlediska podnikových procesů.

2.3. Dostupnost alternativních zdrojů financování

V současné době neexistuje v České republice významná potřeba využívat akciový trh jako zdroj financování. Dostupnost alternativních zdrojů financování je značná a je podporována stále ještě nízkými úrokovými sazbami a přebytečnou likviditou bankovního sektoru.

3. Příčiny vysoké likvidity primárních akciového trhu varšavské burzy

Burza cenných papírů ve Varšavě (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie) se zejména v posledních třech letech může chlubit záviděníhodným počtem IPO, který je nesrovnatelný s ostatními evropskými trhy stejné velikosti. V současné době je zde na hlavním trhu kotováno 281 emisí akcií (z toho 12 zahraničních²), na paralelním trhu 12 emisí akcií a tedy celkem 293 emisí s celkovou tržní kapitalizací 132 145,58 milionů EUR.

V čem se tedy varšavská burza od ostatních burz odlišuje? V hlavních charakteristikách (datum vzniku, organizační uspořádání, způsob obchodování) se příliš neliší od ostatních trhů. Hlavní odlišnosti spočívají v oblasti vlastnictví, neboť hlavním akcionářem držícím 98,81 % akcií je však stát zastoupený státním finančním úřadem (Skarb Państwa) a především v historickém vývoji. Polský kapitálový trh totiž

² které však tvoří více než 30 % celkové tržní kapitalizace

nevznikl kuponovou privatizací tak, jako tomu bylo v České republice. Naopak v procesech privatizace byl kapitálový trh využíván postupně skrze jednotlivé akciové emise a proto nedošlo k masivnímu úbytku (delistingu) zde kotovaných emisí v důsledku netransparentnosti, informační uzavřenosti a následné neobchodovatelnosti. Nebyla tak negativně poznamenána psychologie emitentů a investorů, kteří například na českém trhu vyžadují u případných IPO záruku budoucí likvidity akcií tlakem na minimální objem emise v řádu desítek či stovek milionů EUR. Naproti tomu na varšavské burze byla většina dosud uskutečněných úspěšných emisí relativně malá (cca. do 25 milionů EUR).

Druhá významná (vlastně spíše hlavní) příčina velkého objemu IPO ve Varšavě spočívá na straně investorů. Značným objemem kapitálu zde totiž disponují penzijní fondy, které jsou regulatorně omezeny v zahraničním investování. Tyto fondy mohou totiž v zahraničí investovat pouze 5 % svého kapitálu a proto živě nakupují akcie kotované na domácím trhu. Mnoho zahraničních podniků je proto motivováno uskutečnit IPO, alespoň částečně, ve Varšavě, čímž zvyšují pravděpodobnost dosažení vyššího emisního kurzu.

Závěr

Fungující kapitálový trh umožňující podnikům získávat zdroje financování je nezbytným předpokladem prosperity a dynamiky hospodářského rozvoje každé země. Z hlediska počtu kotovaných emisí a objemu obchodování s nimi lze Burzu cenných papírů Praha označit ve srovnání s novými trhy Evropské unie za jednu z nejméně vyspělých. Základním problémem je přitom nedostatečný objem primárních akciových emisí (IPO), bez nichž se nemůže zvýšit ani likvidita sekundárního trhu. Je přitom prokazatelné, že z hlediska technického a legislativního je pražská burza připravena a příčiny nerealizování emisí tak spočívají zejména v rovině psychologických bariér. K jejich odstranění by mohl přispět úspěch společností ECM Real Estate Investments A.G. a Pegas Nonwovens SA, kterým se nečekaně snadno a v rekordním čase podařilo uskutečnit IPO na konci roku 2006. Je zajímavé, že v případě těchto dvou společností a vlastně i v případě IPO společnosti Zentiva N.V. lze vysledovat některé shodné rysy, které lze teoreticky považovat za potenciální nutné předpoklady úspěchu. Jedná se zejména o zahraniční právní formu podnikání (sídlo) mateřské společnosti či například o kombinovanou nabídku akcií tuzemským a zahraničním investorům, která zvyšuje pravděpodobnost na úspěšné umístění celé emise.

LITERATURA

1. Burza cenných papírů Praha. <http://www.pse.cz>
2. Federation of European Securities Exchanges. <http://www.fese.be>
3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. <<http://www.gpw.com.pl>>.
4. Hatlapatka, M. Proč je varšavská burza v oblasti IPO daleko před pražskou? [online]. *Economia Online*. iHned.cz. 18.4.2007 [cit. 2007-04-25]. ISSN 1213-7693. Dostupné z: <http://ihned.cz/c3-20931390-000000_d-proc-je-varsavska-burza-v-oblasti-ipo-daleko-pred-prazskou>.
5. Nývltová, R. & Režňáková, M. Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování. Praha: Grada, 2007, 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

KONTAKT

Ing. Romana Nývltová, Ph.D.
ŠKODA AUTO a.s. Vysoká škola
Tř. Václava Klementa 869, 293 60 Mladá Boleslav
romana.nyvltova@skoda-auto.cz