

Úloha kapitálového trhu ve financování nefinančních podniků v zemích Evropské unie

Romana Nývltová¹

Abstrakt

Příspěvek se zabývá posouzením významu kapitálového trhu z hlediska financování nefinančních podniků ve vybraných zemích Evropské unie. Cílem příspěvku je prezentovat základní teoretická východiska financování emisí akcií a dluhopisů z pohledu emitentů i investorů a v návaznosti na to analyzovat vybrané kapitálové trhy. Příspěvek nejprve vymezuje, čím je financování podniků skrze kapitálový trh specifické či odlišné od ostatních způsobů financování. Následně hodnotí, zda je kapitálový trh pro podniky a investory ve vybraných zemích stejně významný a jaký vliv mají na financování podniků skrze kapitálový trh finanční zprostředkovatelé. V závěrečné části jsou shrnuty důsledky zjištěných závěrů pro podniky. Příspěvek byl zpracován za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci řešení grantového projektu GAČR č. 402/08/P531.

Klíčová slova

kapitálový trh, emise akcií, emise dluhopisů, finanční zprostředkovatel

1. Úvod

V každém časovém okamžiku existují na různých místech světa subjekty, které mají přebytek kapitálu, ale nedisponují zajímavými nápady, časem či schopnostmi něco vybudovat, uvést do provozu či vyvinout. Ve stejném okamžiku je řada subjektů schopných realizovat velice zajímavou investiční příležitost, avšak nedisponujících dostatečným kapitálovým vybavením. Skrze finanční trh se volné zdroje přebytkových jednotek přesouvají k jednotkám deficitním. Jedním z kanálů alokace úspor na investice je i kapitálový trh.

Cílem příspěvku je analyzovat kapitálový trh ve vybraných zemích Evropské unie jako místo, kde podniky mohou získávat zdroje financování. Objektem zkoumání jsou pouze nefinanční podniky, přičemž primárně jsou sledovány akciové společnosti. V této souvislosti je dále nutno upozornit na přetrvávající terminologickou nejednotnost jednotlivých autorů na vymezení kapitálového trhu, jakožto segmentu trhu finančního. Autorka příspěvku vychází z předpokladu, že kapitálový trh je takovým segmentem finančního trhu, na kterém je pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty uskutečňován nákupem a prodejem různých druhů dlouhodobých cenných papírů. Kapitálový trh tedy považuje za synonymum pojmu "trh dlouhodobých cenných papírů".

Aby bylo možno komplexně nastínit problematiku kapitálového trhu z hlediska podnikového financování, bude třeba zodpovědět řadu otázek, podle kterých je strukturován tento příspěvek, tedy:

- Čím je financování podniků skrze kapitálový trh specifické či odlišné od ostatních způsobů financování?
- Je kapitálový trh pro podniky a investory v různých zemích stejně významný?

¹ doc.Ing.Romana Nývltová, Ph.D., Ústav financí, Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické v Brně, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, nyvltova@fbm.vutbr.cz

- Jaký vliv mají na financování podniků skrze kapitálový trh finanční zprostředkovatelé?
- Jaké jsou důsledky těchto otázek pro podniky?

Příspěvek byl zpracován za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci řešení grantového projektu GAČR č. 402/08/P531.

2. Teoretická východiska

2.1 Emise akcií a dluhopisů z pohledu podnikového financování

Nefinanční podniky mohou získávat dlouhodobé zdroje financování z kapitálového trhu emisí akcií a dluhopisů. Emisí dluhopisů, tedy jejich vydáním do oběhu podnik získává od investorů cizí kapitál. Investoři se tedy stávají věřiteli a mají fixní nároky na majetek podniku. Jsou oprávněni požadovat splacení svých pohledávek nejpозději k datu jejich splatnosti. Jsou-li podnikové dluhopisy nabídnuty veřejnosti, vyžadují širokou informační otevřenost podniku. Proto je tento dluhový kapitál označován jako externí dluh, narozdíl od "informačně interního" bankovního financování.

Akcioví investoři naopak poskytují podniku "externí" vlastní kapitál a jsou tedy v pozici vlastníků. Mají reziduální nárok na veškerý majetek akciové společnosti zbylý poté, co byly uspokojeni nositelé fixních nároků. Nemají však právo požadovat vrácení své investice za doby trvání akciové společnosti. Z tohoto důvodu je zájmem akcionářů, aby akcie byly přijaty k obchodování na veřejném organizovaném akciovém trhu (nejlépe na burze) a byla tak zajištěna jejich likvidita.

2.2 Vlastnosti akcií a dluhopisů z pohledu investorů a podniku

Každý člověk zpravidla vždy sleduje především svůj osobní prospěch, čistý altruismus neexistuje. Proto investoři do podnikových cenných papírů, tedy akcionáři a věřitelé, podstupují potenciálně značné riziko, pokud vloží své prostředky do rukou podnikových manažerů. Investoři se dostávají do role principálů a řízení jejich kapitálu za ně uskutečňují agenti (podnikoví manažeři či v případě nepřímého financování finanční zprostředkovatelé).

Akcionáři a věřitelé se při výběru investic a jejich monitorování spoléhají na to, že informace, které o podniku získali, jsou přesné a umožňují tak správně vyhodnotit budoucí očekávání. Aby tomu tak skutečně bylo, musí existovat tržní standardy a nástroje jejich vynutitelnosti. Kapitálový a vlastně i celý finanční trh patří k nejvíce regulovaným ekonomickým sektorům. Je však zřejmé, že i přesto budou informace vždy nesouměrné, tedy asymetrické. Podnikový manažer ví vše jako jeden z prvních a je pouze na něm a na kvalitě regulace, jak s informacemi naloží.

Pokud tedy mají investoři pochybnosti o kvalitě informací, budou si toto riziko vysoce cenit. Za takovou cenu budou zdroje poptávat pouze nekvalitní podniky. Tento jev je označován jako nepříznivý výběr (*adverse selection*). Po uskutečnění investice pak akcionáři a věřitelé čelí morálnímu riziku (*moral hazard*) ze strany podnikových manažerů i "interních" akcionářů.

Nadhodnocování výsledků, zkreslování účetních informací, machinace s majetkem a *insider trading* stálo za bankrotem americké společnosti Enron v roce 2002. Zaměstnanci byli propuštěni a hodnota akcií společnosti, do kterých investovaly tisíce lidí, spadla o více než 99 %. Z tohoto příkladu je zřejmé, že odpovědnost akcionářů za podnik musí být omezena výší jejich investice. Jedině s vědomím, že akcionář neručí svým soukromým majetkem za závazky společnosti, je možné pasivní investování a diverzifikace portfolia. Díky omezené odpovědnosti vnímají méně i více bohatí akcionáři cenu akcie stejně (zaměnitelnost stejného druhu akcií) a umožňují tak fungování kapitálového trhu v dnešním pojetí.

I přes omezenou odpovědnost akcionářů požadují věřitelé (investoři do dluhopisů) oproti akcionářům nižší kompenzaci za riziko, neboť mají relativně silnou vyjednávací pozici, pokud jde o správu akciové společnosti. Každý z věřitelů je samostatně oprávněn vymáhat svou pohledávku a vést exekuci na majetek dlužníka. Náklady na řešení úpadku však nejsou nulové a přístup k informacím je limitovaný rozsahem dluhového kapitálu.

Z uvedených vlastností akcií a dluhopisů je zřejmé, že informační asymetrie a způsob jejího řešení v dané zemi determinuje objem a cenu zdrojů financování, které jsou investoři ochotni poskytnout a které tedy mohou podniky na kapitálovém trhu získat.

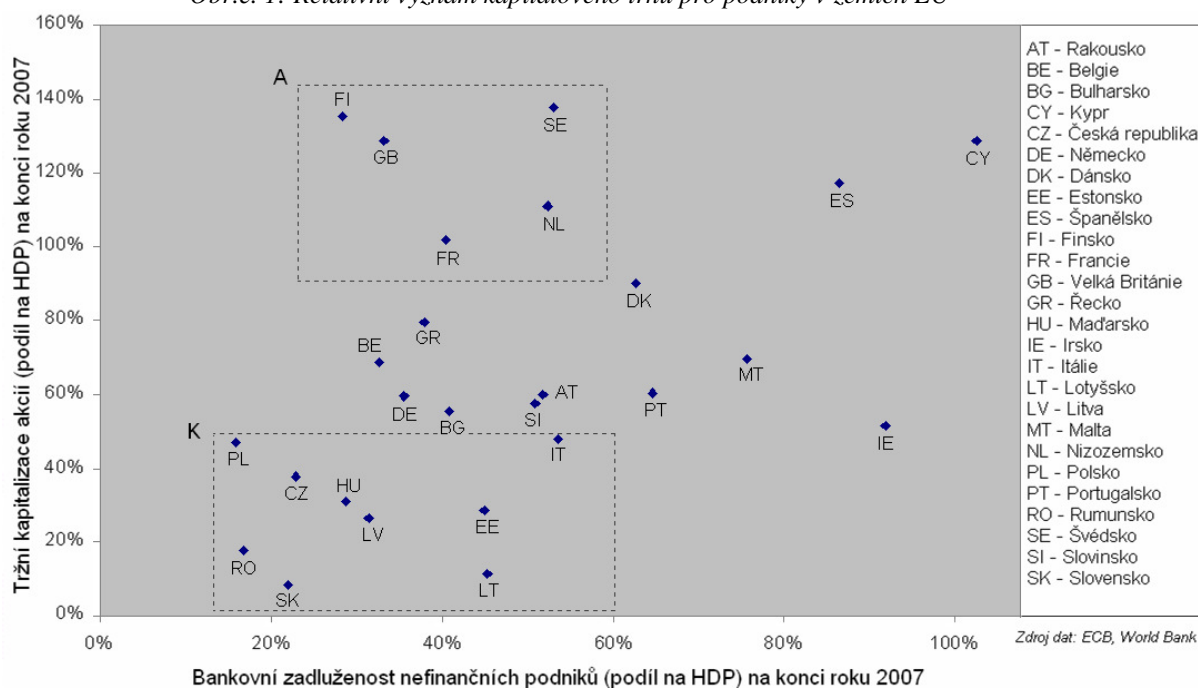
3. Analýza situace ve vybraných zemích EU

Při financování podniků v různých zemích světa nesehrává kapitálový trh stejně významnou roli. Historicky lze vysledovat existenci dvou typů finančních systémů. Ve své čisté podobě tyto dva typy prakticky neexistují a v současné době lze sledovat jejich rostoucí konvergenci. I nadále jsou však vhodným nástrojem pro komparaci fungování finančních trhů v různých zemích světa.

Systém, v němž jsou úspory transformovány na investice primárně prostřednictvím trhu cenných papírů, se dlouhodobě prosazuje v USA a ve Velké Británii a proto označován jako systém anglosaský (resp. *market-based system*). Ze zemí Evropské unie se kromě Velké Británie tomuto modelu blíží Finsko, Švédsko, Nizozemí a Francie, které mají vysokou kapitalizaci akciového trhu ve srovnání s objemem bankovních půjček poskytnutých podnikům (viz obdélník A na obrázku 1).

Jiným způsobem funguje kontinentální model financování (resp. *bank-based system*), který je typicky přisuzován Německu a Japonsku. V současné době je však typický spíše pro „rozvíjející se“ země, jako je Česká republika, Slovensko, Rumunsko a tak podobně (viz obdélník K na obrázku 1).

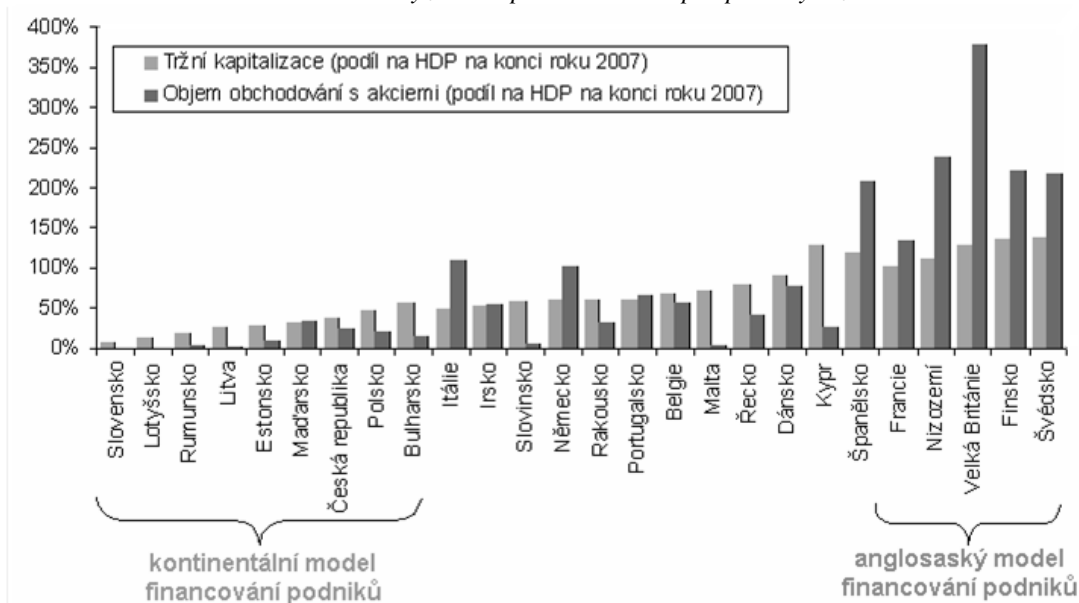
Obr.č. 1: Relativní význam kapitálového trhu pro podniky v zemích EU



V zemích anglosaského typu je kapitálový trh vysoce likvidní (posuzováno z hlediska objemu obchodování) a je zde kotován a obchodován velký počet podnikových akcií (viz

obrázek 2). Například na londýnské burze jsou kotovány akcie více než dvou a půl tisíce domácích podniků, na pražské burze pak pouhých 19ti.

Obr.č. 2: Relativní význam kapitálového trhu pro podniky v zemích EU



Zdroj dat: ECB; World Bank

Likvidita je fundamentálním předpokladem schopnosti investorů řídit investiční riziko. Bez likvidity není možná diverzifikace a jedinou zbývající investiční strategií je monitorování podniku a aktivní participace na jeho řízení. Podmínkou likvidity je v právním slova smyslu volná převoditelnost akcií a samozřejmě také existence důvěryhodného organizovaného trhu, na kterém lze s akciemi volně obchodovat s vynaložením přijatelných transakčních nákladů. Z obrázku 2 je ovšem také patrné, že samotný počet kotovaných cenných papírů či přenesené tržní kapitalizace není zárukou likvidity – tedy vysokého objemu financování (viz např. Varšavská burza, kde značný objem akcií drží pasivní investoři v podobě penzijních fondů).

Vlastnictví akcií není v anglosaském modelu financování příliš koncentrované. Část akcií, která je veřejně obchodovatelná (tzv. *free float*) je na vyspělých kapitálových trzích neporovnatelně vyšší než na trzích kontinentálního typu, například ve východní Evropě (viz tabulka 1). Vysoká míra *free float* znamená, že kapitálový trh je skutečným trhem pro kontrolu společností a lze skrze něj uplatňovat vnější model kontroly manažerů. Neefektivní řízení a nespokojenost stávajících akcionářů s chováním managementu se projevuje poklesem kurzu a následně je eliminováno nepřátelským převzetím a výměnou managementu.

Akciový index	Míra <i>free float</i>
DJ Stoxx Americas	94%
DJ Stoxx Nordic	65%
DJ EURO STOXX Large	75%
DJ EURO STOXX Mid	53%
DJ EURO STOXX Small	53%
DJ Stoxx Eastern Europe Large 100	45%
DJ Stoxx Eastern Europe Mid 100	41%
DJ Stoxx Eastern Europe Small 100	30%

Tab.č.1: *Free float* podniků v bázi vybraných akciových indexů (Zdroj dat: Stoxx)

V zemích s kontinentálním modelem financování má trh pro kontrolu společností malý význam. Míra *free float* je velice nízká v vlastnická kontrola je uplatňována do značné míry přímo vnitřními majoritními akcionáři. Ostatní střadatelé financují podniky skrze finanční zprostředkovatele (zejména banky), na které delegují monitoring a očekávají, že budou provádět objektivní a důsledný výběr investičních příležitostí a pečlivě monitorovat dlužníky.

Je možná překvapivé, že ani v anglosaských zemích není role bankovního financování zanedbatelná. Při zohlednění nebankovních půjček dokonce emise akcií a dluhopisů dosahuje například v USA pouze padesátiprocentního podílu na celkových externích zdrojích.

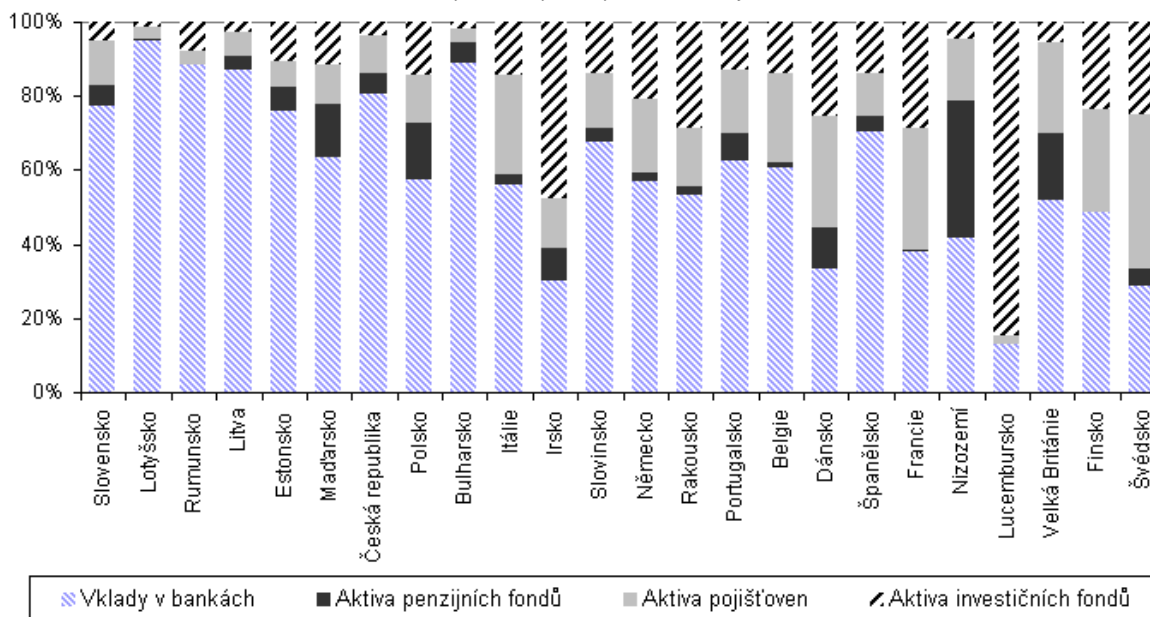
Důležitá role bank při financování podniků má své ekonomické opodstatnění. Banky mají totiž při získávání informací komparativní výhodu. Opakováním obdobných transakcí dosahují v této oblasti úspory z rozsahu, neboť získané informace mohou dále využívat. Jimi poskytovaný cizí kapitál je sice označován jako informačně interní (viz výše), přesto však do určité míry podávají ostatním investorům informaci o potenciálně zajímavých investičních příležitostech. Informace však nejsou dostatečně aktuální a dostupné na to, aby umožňovaly existenci černých pasažérů (*free riders*), jako je tomu na kapitálovém trhu. Na základě této skutečnosti získávají podniky v případě dlouhodobého vztahu s bankou při svém financování výhodnější pozici, což se pozitivně projevuje na nákladech kapitálu.

I přesto je zřejmé, že banky nadále sehrávají klíčovou roli zejména na rozvíjejících se trzích. Informace jsou zde totiž obtížněji dostupné, a proto přebytekové jednotky preferují spíše nepřímé financování a spoléhají tak na schopnost bank podnikové informace získat a expertně zpracovat.

Kromě bank lze však nepřímé financování podniků uskutečňovat i skrze další finanční zprostředkovatele, mezi které patří zejména pojišťovny, penzijní a investiční fondy a další institucionální investoři. Jejich rozhodování je do značné míry ovlivněno regulatorně tak, aby nebyla narušena finanční stabilita ekonomického systému. Proto je do podnikových akcií a dluhopisů investována pouze limitovaná část kapitálu těchto institucionálních investorů. Nejprísnější restrikce jsou ovšem v tomto směru kladeny na banky a proto pokud přebytekové subjekty spoléhají na přeměnu úspor na investice primárně skrze bankovní domy (jako například na Slovensku, v Lotyšsku a na dalších rozvíjejících se trzích), budou nefinanční podniky nuceny inklinovat k bankovnímu financování.

Z obrázku 3 je patrné, že v zemích anglosaského typu se oproti kontinentálním zemím mění vzorce rozhodování přebytekových subjektů ve prospěch nebankovních finančních zprostředkovatelů. To pro podniky znamená významnější rozšíření spektra možností financování od bankovních úvěrů i k akciím a dluhopisům.

Obr.č.3: Relativní význam vybraných institucí finančního sektoru



Zdroj dat: ECB; OECD

4. Shrnutí důsledků pro podnikové financování

Kapitálový trh nesehrává v různých zemích stejně významnou roli. Ke svému financování jej využívají zejména podniky ve Velké Británii, ve Švédsku, Finsku, Francii a Nizozemí. Tyto země lze považovat za země s anglosaským modelem financování. Mnohé země, například Německo a Rakousko, k tomuto modelu čím dál intenzivněji konvergují. Na rozvíjejících se trzích (ČR, Slovensko, Maďarsko, Lotyšsko atp.) je alokace úspor na investice uskutečňována primárně skrze bankovní domy. Tyto země lze považovat za země s kontinentálním modelem financování.

Ani v anglosaském modelu financování není role bank při financování podniků zanedbatelná. Banky zde snižují negativní důsledky informační asymetrie, na druhou stranu však může docházet k poklesu tlaku na zvyšování podnikové výkonnosti. V určitých případech naopak může přílišná závislost podniku na bance zvyšovat náklady kapitálu.

Vysoký podíl volně obchodovaných akcií v anglosaském modelu financování umožňuje efektivní vnější monitoring chování manažerů. Na druhou stranu jsou tyto systémy v období finančních krizí poněkud nestabilní a mohou vést k nepříznivým konsekvencím. Na druhou stranu však v období finančních krizí zpříšňují úvěrové podmínky i banky a ostatní poskytovatelé zdrojů. Akciový a dluhopisový trh tak u podniků s dobrým fundamentem může znamenat naději pro záchranu plánovaných investičních projektů

Vzorci chování přebytkových jednotek (zejména domácností) v ekonomice jsou důležitou determinantou objemu zdrojů financování, který mohou podniky získat emisí akcií a dluhopisů. Z příkladu varšavské burzy je zřejmé, že reforma důchodového systému může v rozvíjejících se ekonomikách znamenat krok směrem k rozvoji kapitálového trhu.

Při financování podniků v zemích anglosaského i kontinentálního typu hrají důležitou roli zahraniční investoři (v zemích EU v průměru 30% podíl na vlastnictví akcií). Obava podniků z nenalezení dostatečné poptávky po akciích a dluhopisech na domácím trhu je tedy irelevantní. Je však nutno upozornit, že nadále existují důvody pro vychýlení preferencí ve prospěch držby domácích aktiv a pro získání zahraničního kapitálu je zejména na rozvíjejících

se trzích nutno prezentovat dostatečnou úroveň corporate governance. Často využívány jsou také duální či vícestranné kotace akcií.

Literatura

- [1] ALLEN, F. - BARTILORO, L. - KOWALEWSKI, O.: The Financial System of the EU 25. Financial Institutions Center Working Paper No. 05-44 [online]. 2005 [cit. 2008-01-10]. Dostupné z <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0544.pdf>>.
- [2] BERGER, M.: German Corporate Convergence to a Market Based System. *International Community Law Review*, 2007, Vol. 9, No. 2, s. 209-232. ISSN 1871-9732.
- [3] DEMIRGUC-KUNT, A. - LEVINE, R.: Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country comparisons. *The World Bank Policy Research Working Paper Series* [online], Number 2143, July 1999 [cit. 2007-09-09]. Dostupné z <<http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2143/wps2143.pdf>>.
- [4] ECB: European Central Bank. Statistical Data Warehouse. <http://www.ecb.europa.eu>.
- [5] ECB: European Central Bank. EUROPEAN CENTRAL BANK: Report on EU Banking Structures [online]. October 2008 [cit. 2008-11-11]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081013_1.en.html>.
- [6] FESE: Federation of European Stock Exchanges. Statistics & Market Research. <http://www.fese.be>.
- [7] FREDERIKSLUST, R.A.I. - ANG, S.A. - SUDARSANAM, P.S.: *Corporate Governance and Corporate Finance: A European Perspective*. Abingdon (Oxon): Routledge, Taylor & Francis Group. December 2007, 757 s. ISBN: 978-0-415-40532-4.
- [8] HUČKA, M.: Dva modely správy společností a možnosti jejich konvergence [online]. Ostrava: Ekonomická fakulta VŠB-Technická univerzita ostrava [cit. 2008-11-11]. Dostupné z: <http://moodle.vsb.cz/moodle/file.php/602/Clanky_do_blogu/Hucka_Dva_modely_CG_1-18_500.doc>.
- [9] MISHKIN, F. - EAKINS, S.: *Financial Markets and Institutions*. 5th Edition. Boston (Massachusetts): Pearson Education Limited. 2005, 752 s. ISBN 0321308123.
- [10] MUSÍLEK, P.: *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002, 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- [11] NAM, S.W.: Relationship Banking and Its Role in Corporate Governance. *ADB Institute Research Paper Series No. 56* [online], April 2004 [cit. 2008-01-01, 67 Pp]. Dostupné z <http://www.adbi.org/files/2004.08.16.rp56.relationship_banking.role.pdf>
- [12] NÝVLTOVÁ, R. - REŽŇÁKOVÁ, M.: *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- [13] NÝVLTOVÁ, R.: *Interakce podniku a kapitálového trhu*. Habilitační práce. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2008, 167 s.

- [14] NÝVLTOVÁ, R.: Příčiny rozdílné likvidity českého a polského primárního akciového trhu. In. V. Mezinárodní vědecká konference. Management, Economics and Business Development in the New European Conditions, Scientific Proceedings [CD-ROM]. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 25. – 26.5.2007, s. 1 – 7. ISBN 978-80-7204-532-7.
- [15] NÝVLTOVÁ, R.: Řízení kotovaného podniku v době propadu akciových trhů. Úvaha o aktuální situaci českých emitentů. Controlling. 4/2008, Ročník 2008, v tisku. ISSN 1801-6251.
- [16] OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD.Stat Extracts. <http://stats.oecd.org>.
- [17] PATRIA. Investor plus. <http://www.patria.cz>.
- [18] STOXX. Dow Jones STOXX indices. <http://www.stoxx.com>.
- [19] WORLD BANK. Data & Research. <http://www.worldbank.org>.

Summary

The Role of Capital Market Financing for Non-Financial Companies in EU Countries

This paper deals with the role of capital market in non-financial companies' financing in selected EU countries. The goal of the paper is to present theoretical background of stock and bond issuance from the investors' and issuers' point of view and consequently to analyze selected capital markets in this respect. In its first part this paper determines the differences between capital market financing and other financial resources. Subsequently the attention is paid to the importance of capital market for investors and companies in selected countries and to the assessment of financial intermediaries' role. In the concluding part implications for companies are summarized. This paper is presented with the support of Czech Science Foundation, the grant No GAČR č. 402/08/P531.