

ANALÝZA NAJDÔLEŽITEJŠÍCH UKAZOVATEĽOV BURZY CENNÝCH PAPIEROV V BRATISLAVE V OBDOBÍ OD ROKU 2002 AŽ PO JANUÁR 2006*

Ing. Radoslav Bajus, PhD.
Ing. Henrieta Bajusová
Ing. Lenka Hudáková Stašová, PhD.
EkF TU KOŠICE
radoslav.bajus@tuke.sk
lenka.stasova@tuke.sk

ABSTRACT

The main aim of a paper is to provide the information about the Slovak capital market, to clarify development of the Slovak capital market within focused period and to analyse trading on Stock Exchange Market in Bratislava. Slovak capital market does not reach such levels as neighbours in Poland, Hungary or the Czech Republic where trading with securities is provided in higher volumes. Though the Slovak economy has noticed a significant growth in recent period and the position of the Bratislava Stock Exchange Market has improved, the Slovak capital market has almost not been influenced by these positive trends.

KEY WORDS

Stock exchange market, securities, shares, obligations.

1. Úvod

Napriek tomu, že v oblasti kapitálového trhu je v súčasnosti možné na Slovensku podnikáť v štandardnom legislatívnom a inštitucionálnom prostredí, slovenský kapitálový trh zostáva trhom s najmenšou kapitalizáciou a objemom uzavretých obchodov v stredo európskom regióne a je tiež jedným z najslabších v rámci celej Európskej únie (EÚ). Hoci slovenská ekonomika zaznamenáva v posledných rokoch pozoruhodný rast a výrazné štrukturálne zmeny a postupne profituje z uskutočnených ekonomických reforiem, na slovenskom kapitálovom trhu sa tieto vplyvy takmer vôbec neprejavujú a naďalej pretrvávajú bankovo centrický charakter nášho finančného trhu. Samotnému trhu chýba dostatočná likvidita a výkonnosť. Investorom neponúka dostatočný výber investičných nástrojov či už na uzatváranie obchodov alebo zaisťovanie pozícií. Problém nízkej likvidity znásobuje problém nedostatku potenciálnych investorov, ktorí by chceli umiestniť svoje investície na primárnom trhu, no obávajú sa, že na nelikvidnom trhu nebude možné s investičnými nástrojmi obchodovať. Na parkete Burzy cenných papierov v Bratislave (BCPB) z hľadiska množstva obchodovateľných emisií prevládajú dlhopisy, pričom

obchody s akciami a podielovými listami sú minimálne. Rozhodujúce aktivity sú orientované na štátne cenné papiere a v štruktúre obchodov dominujú priame obchody nad kurzotvornými. Hoci stav obchodovania na BCPB je v súčasnosti oproti obdobiu v druhej polovici 90. rokov výrazne lepší, ešte stále ju nemožno porovnávať s burzami krajín V4, nehovoriac o vyspelých európskych burzách EÚ. Medzi pozitívne zmeny treba zaradiť legislatívu, ktorá je v súčasnosti už harmonizovaná s právom EÚ. Zákon o cenných papieroch a investičných službách výrazne sprísnil podmienky vzniku a činnosti obchodníkov s cennými papiermi, čo viedlo k ich postupnému prelicencovaniu od niektorých pochybných subjektov (kým v lete 2002 pôsobilo na trhu 130 obchodníkov s platným povolením, na konci prvého polroka 2005 ich bolo už len 39). Navyše, obchodníci s cennými papiermi a sprostredkovatelia investičných služieb od 1.1.2006 podliehajú dozoru NBS (predtým ÚFT)

2. Problematika kapitálového trhu

V trhovej ekonomike sa finančný trh pokladá za vrchol ostatných trhov (trh tovaru a služieb, trh výrobných činiteľov, informačný trh, ...). Na rozdiel od iných trhov je to trh univerzálny - jeho zdroje a prostriedky sú využiteľné vo všetkých oblastiach. Vo vyspelých trhových ekonomikách je citlivým barometrom, ktorý odráža prosperitu alebo neúspešnosť hospodárskeho vývoja, ale aj medzinárodno - ekonomických a medzinárodno - politických procesov.

Kapitálový trh sprostredkúva finančné obchody so splatnosťou dlhšou ako jeden rok, strednodobé a dlhodobé úvery rôznym účastníkom trhu. Často je označovaný ako trh cenných papierov (CP) alebo trh akcií. Významná časť transakcií kapitálového trhu prebieha na burze.

Kapitálový trh na Slovensku sa začal formovať od roku 1990 so vznikom prvých AS, kedy bol prijatý zákon o AS. Začal sa budovať systém podobný vyspelým trhovým ekonomikám. Predovšetkým sa vytvorili

predpoklady pre plnenie základných funkcií kapitálového trhu, funkcie reštrukturalizácie vlastníctva a funkcie efektívnej alokácie voľných investičných zdrojov. Organizovanie obchodov s CP sa stalo doménou troch subjektov: *Burzy cenných papierov v Bratislave (BCPB)*, *Bratislavskej opčnej burzy* (do 12.1.1996) a *Slovenskej burzy cenných papierov* (do roku 2003 *SBCP*, predtým RM – System Slovakia). *Centrálny depozitár cenných papierov (CDCP)* zabezpečuje evidenciu zaknihovaných a imobilizovaných CP, zmien ich majiteľov a ďalších údajov, ktoré sa týčto CP týkajú. Okrem uvedených inštitúcií na ňom pôsobia aj investičné spoločnosti, investičné fondy (IF) a viacerí obchodníci s cennými papiermi. Postupne ďalej vznikali: *Úrad štátneho dozoru nad kapitálovým trhom*, *Asociácia obchodníkov s cennými papiermi* a *Asociácia správcovských spoločností*. Zriadenie Úradu štátneho dozoru nad kapitálovým trhom smerovalo k vytvoreniu autonómneho dozorného orgánu v roku 2000, kedy bol tento úrad nahradený *Úradom pre finančný trh (ÚFT)*. V roku 2006 prešla pôsobnosť úradu na *Národnú banku Slovenska (NBS)*.

V SR upravuje podmienky vzniku, postavenie, činnosť a skončenie činnosti burzy CP (ďalej len „burza“), obchodovanie s CP a inými investičnými nástrojmi na burze a dohľad nad činnosťou burzy **zákon č. 429/2002 Z.z. o burze cenných papierov**

3. Zmeny v legislatíve vyžiadané vstupom SR do EÚ

Zákon č. 566/2001 Z.z. o CP s účinnosťou od 1.1.2002 nahradil prechádzajúci, dvanásťkrát novelizovaný zákon č. 600/1992 Z.z. o CP, ktorý sa vzhľadom k jeho častým novelizáciám stal neprehľadným a svojím obsahom už nezodpovedal požiadavkám, ktoré na danú oblasť legislatívy kladie prístupový proces SR k EÚ a naše členstvo k OECD. Vychádza zo smerníc EÚ upravujúcich činnosť subjektov kapitálového trhu, ako aj informačnú povinnosť a ochranu investorov. Okrem zosúladenia s právom EÚ v oblasti kapitálového trhu bolo zámerom vytvoriť legislatívne predpoklady na riešenie známych, doteraz pretrvávajúcich problémov na trhu.

Nový zákon priniesol významné zmeny, a to najmä: stanovil pravidlá pre poskytovanie investičných služieb a pravidiel kapitálovej primeranosti obchodníkov s CP; upravil podmienky vydávania CP, najmä CP vydávaných na základe verejnej ponuky, zaviedol všeobecnú definíciu CP; zvýšil úroveň poskytovaných informácií zo strany emitentov CP; umožnil uplatnenie nástrojov a postupov pri obchodovaní s CP, umožnil požíčkovanie CP; vytvoril priestor pre zefektívnenie inštitucionálnej stránky kapitálového trhu, najmä systému evidencie CP a zúčtovania a vyrovňovania obchodov s CP; zlepšil úroveň ochrany klientov obchodníkov s CP

a investorov; vytvoril nové subjekty kapitálového trhu a to CDCP a jeho členov; zaviedol ďalšie inštitúty – garančný fond investícií, dohľad na individuálnom a konsolidovanom základe.

Prvé zmeny zákona boli vykonané zákonom č. 510/2002 Z.z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov, pričom prax si pravdepodobne vynúti ďalšie potrebné legislatívne úpravy zákona. Určité zmeny v úprave CP priniesol aj zákon č. 500/2001 Z.z., ktorým sa mení a dopĺňa Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov s účinnosťou od 1.1.2002. Táto rozsiahla novela priniesla zmeny v niektorých druhoch CP – akcií, dlhopisov a dočasných listov, a to doplnenie náležitostí akcie (v listinnej aj zaknihovanej podobe); doplnenie zoznamu akcionárov listinných akcií na meno o ďalšie údaje; vymedzenie pojmu obmedzenia prevoditeľnosti akcií na meno; nová právna úprava vydávania akcií pre zamestnancov; rozšírenie možnosti nadobúdania vlastných akcií spoločnosťou; rozšírenie náležitostí dočasného listu; zavedenie pojmu emisný kurz.

Úprava **kolektívneho investovania (KI)**, činnosti správcovskej spoločnosti, depozitára a iných osôb podieľajúcich sa na KI, vytváranie a spravovanie PF a ochrana investorov ako aj dohľad nad KI tvorí predmet zákona č. 594/2003 Z.z., ktorý nahradil predošlý zákon č. 385/1999 Z.z. o KI v znení neskorších právnych predpisov. Prijatie nového zákona si vyžiadalo integračné úsilie SR. Najdôležitejšou zmenou z pohľadu zosúladenia s právom EÚ je úprava pôsobenia zahraničných subjektov KI, teda zahraničných PF vrátane tzv. európskych fondov a zahraničných investičných spoločností, ďalej zahraničných správcovských spoločností a zahraničných depozitárov na území SR. Súčasne došlo k doplneniu ustanovení o spolupráci a voľnom poskytovaní služieb v rámci Európskeho hospodárskeho priestoru, tzv. európsky pas, obdobne ako sa to už uskutočnilo v roku 2001 v právnych úpravách iných subjektov finančného trhu (banky, obchodníci s CP, poisťovne). To znamená, že po vstupe SR do EÚ budú môcť slovenské správcovské spoločnosti za stanovených podmienok distribuovať svoje podielové listy otvorených PF verejnosti aj v inom členskom štáte, stačí ak vykonajú oznámenie príslušným orgánom dohľadu. Platí to však aj recipročne – správcovské spoločnosti so sídlom v štátoch EÚ budú oprávnené voľne distribuovať CP fondov, ktoré spĺňajú kritériá UCITS direktívy (tzv. európske fondy).

4. Analýza najdôležitejších ukazovateľov Burzy cenných papierov v Bratislave v období od roku 2002 až po január 2006

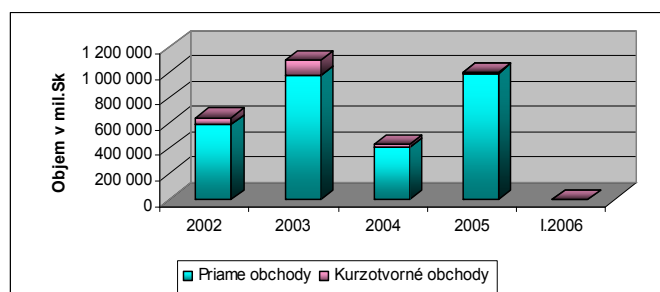
Objem obchodov na BCPB je veľmi dôležitým ukazovateľom z hľadiska vývoja kapitálového trhu v SR. BO môžeme rozdeliť z hľadiska troch základných hľadísk:

- z hľadiska typu obchodov na kurzotvorné a priame obchody,
- z hľadiska obchodovaných CP na obchody s akciami a podielovými listami a obchody s dlhopismi,

z hľadiska kótovania CP na kótované a nekótované CP.

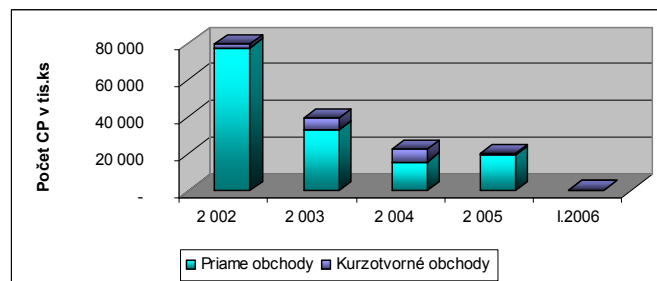
Kurzotvorné a priame obchody

Vývoj kurzotvorných a priamych obchodov z hľadiska objemu v Sk., počtu CP a počtu obchodov uzavretých na BCPB a ich vývoj v rokoch 2002 až január 2006 zobrazuje obr.č.1.

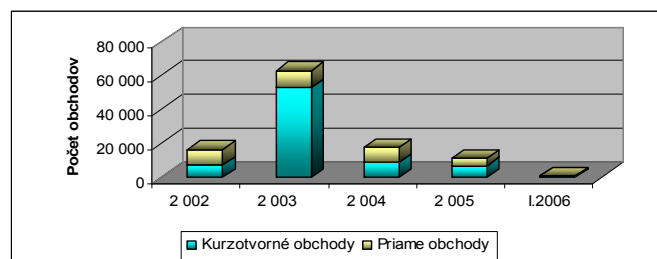


Obr. 1 Vývoj objemu priamych a kurzotvorných obchodov na BCPB

Ako vidieť z grafu, **výrazne vyšší podiel na celkovom objeme obchodov mali priame obchody (viac ako 94% z celkového objemu)** a kurzotvorné obchody sa podieľali zvyšnými 6%. Najvyšší medziročný nárast bol zaznamenaný v roku **2005**, hoci najvyššia hodnota zobchodovanej sumy bola dosiahnutá v roku **2003**, kedy prekročila magickú hranicu jedného bilióna 1 096,7 Sk. Objem obchodov v roku 2005 medziročne vzrástol o 131,8% na hodnotu 1 001,9 mld. Sk, a táto hodnota radí rok 2005 na druhú priečku medzi najúspešnejšími rokmi BCPB. V roku 2005 kurzotvorné obchody dosiahli hodnotu 0,8% (hoci v predchádzajúcom roku to bolo ešte 5,2%) ale priame obchody vzrástli o 142,5%. Tretí najväčší nárast burza dosiahla v roku **2002**, keď objem obchodov vzrástol o 63%. Najväčší pokles bol zaznamenaný v roku **2004**, a to viac ako 60%. Vývoj objemu zobchodovaných kusov CP z hľadiska členenia na priame a kurzotvorné obchody v sledovanom období je zobrazený na obr. č.2. Štruktúru počtu obchodov v rovnakom členení znázorňuje obr. č. 3.

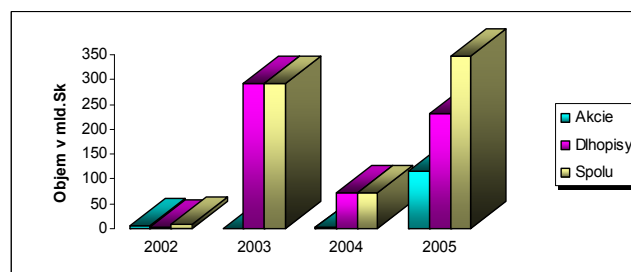


Obr. č. 2 Štruktúra objemu zobchodovaných kusov CP na BCPB



Obr. č.3 Štruktúra počtu obchodov na BCPB

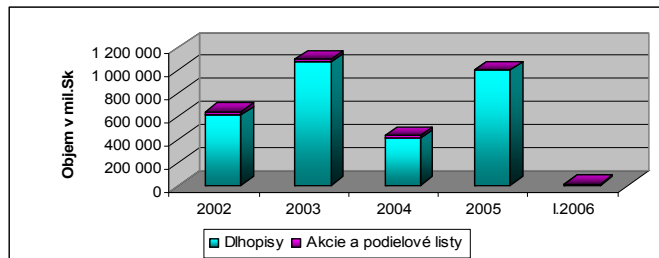
Okrem kurzotvorných a priamych obchodov členovia môžu uzatvárať aj repo obchody (RO). Vývoj RO je znázornený na obr. č. 4. V roku **2002** sa uskutočnilo 120 RO, keď finančný objem predstavoval 8,8 mld. Sk, z toho 6,1 mld. Sk predstavovali RO s akciami a 2,7 mld. Sk RO s dlhopismi. Rok **2003** sprevádzal výrazný nárast v objeme RO, kedy v 171 RO bol dosiahnutý objem 292,4 mld. Sk, z toho 1,4 mld. Sk predstavovali RO s akciami a 291,0 mld. Sk RO s dlhopismi. V roku **2004** došlo k značnému medziročnému poklesu na úrovni 75,0%. Finančný objem RO dosiahol hodnotu 73,1 mld. Sk. Tento objem bol dosiahnutý v rámci 45 transakcií, z čoho 26 obchodov pripadlo na kúpu alebo predaj akcií vo finančnom objeme 1,6 mld. Sk (2,2% na celkovom objeme RO). Finančný objem RO v roku **2005** dosiahol 346,1 mld. Sk a tento objem bol dosiahnutý v rámci 58 transakcií, z čoho 18 obchodov pripadlo na kúpu alebo predaj akcií vo finančnom objeme 115,8 mil. Sk.



Obr. č.4 Vývoj objemu repo obchodov na BCPB

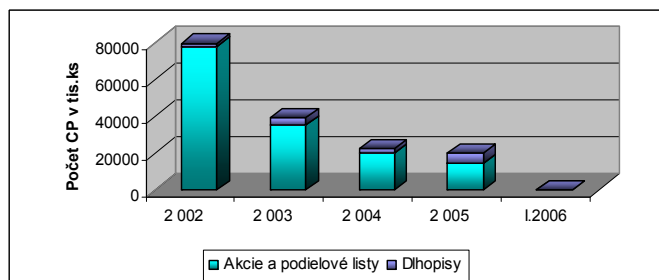
Obchody s akciami, podielovými listami a dlhopismi

Z hľadiska členenia obchodov na obchody s akciami, podielovými listami a obchody s dlhopismi je ich vývoj zaznamenaný na obr. č.5.

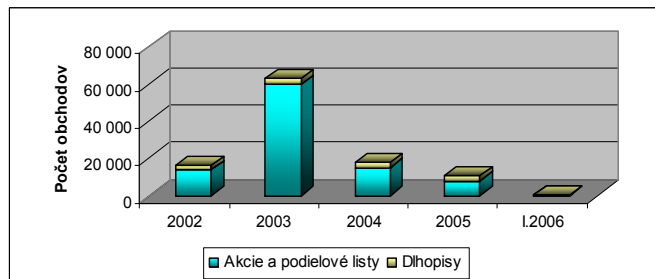


Obr. č. 5 Vývoj objemu obchodov s akciami, podielovými listami a dlhopismi na BCPB

Obchody s dlhopismi dosiahli majoritný podiel vyše 97% z celkového objemu obchodov a zvyšných takmer 3% patrí obchodom s akciami a podielovými listami. Ako vidieť z grafu, percentuálny podiel dlhopisov mal v sledovanom období volatilný priebeh: v priebehu rokov 2002 až 2003 mal rastúci charakter a v roku 2004 zaznamenal výrazný medziročný pokles o takmer 62%. Najvyšší medziročný nárast objemu obchodov s dlhopismi bol dosiahnutý v roku 2005, a to približne 143%. Tejto hodnote sa priblížil už len rok 2003, v ktorom sa opäť zvýšil finančný objem dlhopisov oproti stagnujúcemu roku 2002. Čo sa týka obchodov s akciami a podielovými listami od roku 2002 bol zaznamenaný nepretržitý pokles. Rok 2005 bol sprevádzaný s takmer 90% - ným medziročným poklesom. Vývoj objemu zobchodovaných kusov CP podľa členenia na akcie a podielové listy a dlhopisy je zobrazený na obr. č. 6. Štruktúra počtu obchodov v rovnakom členení je znázornená na obr. č. 7, z ktorého je zrejmé, že v sledovanom období dominovali akcie a podielové listy.



Obr. č. 6 Štruktúra objemu zobchodovaných kusov CP na BCPB

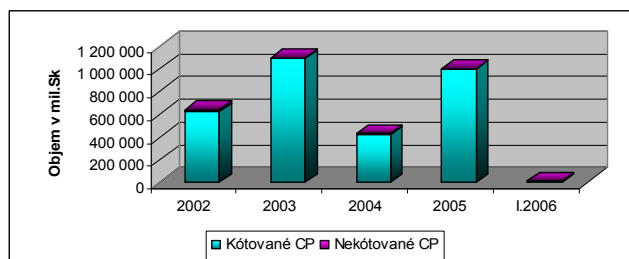


Obr. č.7 Štruktúra počtu obchodov na BCPB

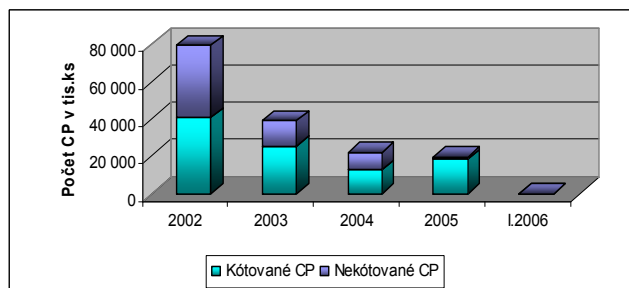
Obchody s kótovanými a nekótovanými cennými papiermi

Vývoj objemu kótovaných a nekótovaných CP v období rokov 2002 až január 2006 je zobrazený na obr. č. 8.

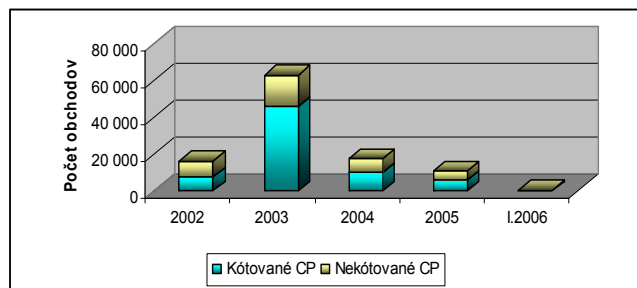
Ako vidieť z grafu, **výrazne vyšší podiel na celkovom objeme obchodov mali kótované CP. V priemere sa jedná o približne 99% z celkového objemu.** Nekótované CP mali na burze len 1% - ný podiel. Najvyšší medziročný nárast bol zaznamenaný v rokoch 2003 a 2005. V roku 2005 to bol 136% - ný nárast. Rok 2003 z hľadiska objemu prekročil hranicu jedného milióna (nárast kótovaných CP o takmer 74% a pokles nekótovaných CP o takmer 51%). Aj v roku 2002 bol zaznamenaný pomerne vysoký peňažný objem kótovaných CP. Najväčší pokles bol dosiahnutý v roku 2004, a to viac ako 60%. Vývoj objemu zobchodovaných kusov CP a počtu obchodov z hľadiska členenia na kótované a nekótované CP v sledovanom období je zobrazený na obr. č.9 a obr. č. 10.



Obr. č. 8 Vývoj objemu obchodov kótovaných a nekótovaných CP na BCPB



Obr. č. 9 Štruktúra objemu zobchodovaných kusov CP na BCPB



Obr. č. 10 Štruktúra počtu obchodov na BCPB

3. Záver

Pri hľadaní príčin stavu domáceho kapitálového trhu je nutné vrátiť sa na samotný začiatok jeho vzniku. Základný rozdiel medzi vznikom nášho kapitálového trhu a kapitálového trhu v rozvinutých krajinách spočíva v tom, že zatiaľ čo v rozvinutých krajinách bol jeho vznik iniciovaný "zospodu", teda subjektmi, ktoré priamo využívajú kapitálový trh - investori a hlavne emitenti CP. U nás vznikol kapitálový trh politickým rozhodnutím, ktoré súviselo s potrebou nájsť vhodnú formu transformácie vlastníckych vzťahov prostredníctvom kupónovej privatizácie. To malo za následok nielen neštandardný spôsob jeho vzniku, ale najmä vynútený vstup na kapitálový trh stoviek nedobrovoľných emitentov CP a miliónov investorov. Uvedený neštandardný vznik spolu s takmer neexistujúcou reguláciou mal za následok jeho postupnú stagnáciu, ktorej napomohol aj nezáujem vládnych predstaviteľov o jeho podporu. Zanedbala sa najmä inštitucionálna stránka formovania kapitálového trhu. Vytváranie a budovanie formálnych a neformálnych inštitúcií kapitálového trhu sa na začiatku vzniku podcenilo, čo viedlo k zneužívaniu kapitálového trhu na špekulačné obohacovanie a rozkrádanie aktív a k fatickej nefunkčnosti.

Dôsledky neefektívneho kapitálového trhu na Slovensku

Negatívne dôsledky sa dotýkajú všetkých zainteresovaných, to znamená, že emitenti CP strácajú možnosť získavať finančné zdroje lacnejšie oproti bankovým úverom prostredníctvom kapitálového trhu alebo ich dokonca nezískajú vôbec. Veď kým napríklad v oblasti cudzích zdrojov je kapitálový trh jednou z alternatív voči bankovým úverom, v oblasti získavania vlastného kapitálu má jedinečné a nenahradiťelné postavenie, ktoré financovanie prostredníctvom bánk nedokáže nahradiť. Čo sa týka investorov, kapitálový trh im ponúka jedinečnú a nezastupiteľnú škálu investičných nástrojov na tvorbu ich investičných portfólií a

diverzifikáciu rizík. Nefungujúci kapitálový trh má tiež negatívne dopady aj na ekonomiku, vplýva tak aj na zamestnancov a zamestnanosť a v neposlednom rade aj na štátny rozpočet.

Tak ako sme už uviedli, v súčasnosti kapitálový trh v SR neplní svoje základné poslanie a funkcie. Infraštruktúra kapitálového trhu je síce komplexná, ale zároveň aj veľmi neefektívna a drahá rovnako, ako aj jeho samotná regulácia. Dôsledkom je skutočnosť, že pre emitentov CP je rýchlejšie a hlavne lacnejšie čerpať bankové úvery než emitovať CP na kapitálovom trhu. To má za následok úbytok ponuky CP obchodovaných na kapitálovom trhu, a teda aj investičných príležitostí. Koniec koncov slovenský kapitálový trh možno zaradiť medzi rozvíjajúce sa trhy spolu s kapitálovými trhami krajín strednej a východnej Európy. Hoci je jeho stav v súčasnosti oproti obdobiu v druhej polovici 90. rokov výrazne lepší, ešte stále ho z hľadiska objemu obchodov nemožno porovnávať s kapitálovými trhami krajín V4, nehovoriac o vyspelých trhoch krajín EÚ. Medzi pozitívne zmeny treba zaradiť legislatívu, ktorá je v súčasnosti už harmonizovaná s právom EÚ. Zákon o CP a investičných službách z roku 2001 výrazne sprísnil podmienky vzniku a činnosti obchodníkov s CP, čo viedlo k ich postupnému "očisteniu" od niektorých pochybných subjektov. Navyše, obchodníci s CP a sprostredkovatelia investičných služieb v súčasnosti podliehajú dozoru NBS.

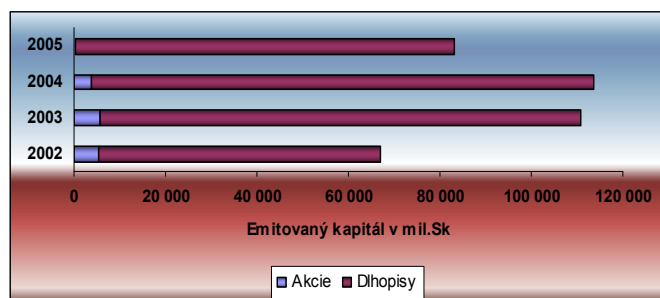
Budúcnosť slovenského kapitálového trhu

Budúcnosť nášho kapitálového trhu nie je taká jednoduchá, ako by sa na prvý pohľad zdalo, pretože je množstvo faktorov, ktoré determinujú ďalší vývoj domáceho kapitálového trhu. Existuje niekoľko *pozitívnych záležitostí* hovoriacich v jeho prospech. Azda najvýznamnejším z nich je rozbeh dôchodkovej reformy, a teda pôsobnosť dôchodkových správcovských spoločností a nimi spravovaných dôchodkových fondov. Pozitívom je nielen pôsobenie nových silných finančných inštitúcií, ktoré by postupne mali priniesť na náš trh istú nezanedbateľnú likviditu, ale z krátkodobého hľadiska tiež dočasná jednostranná orientácia jestvujúcich distribučných sietí na ponúkajúce produkty dôchodkového sporenia, a tým dočasný odklon od ponúkajúce tradičných produktov, následkom čoho by sa na prechodné obdobie mohol zmeniť trend neustáleho rastu predaja produktov KI. No existujú aj ďalšie pozitíva, napríklad pripravovaná privatizácia CDCP, prípadne šanca na efektívnejší a lacnejší dohľad nad kapitálovým trhom prostredníctvom integrácie dohľadu a snád niekedy aj sľubovaná privatizácia časti minoritných podielov na vybraných strategických podnikoch prostredníctvom domáceho kapitálového trhu. *Na strane negatív* stoja také faktory, ako práve pripravované právo na vytesňovanie minoritných akcionárov, chronický nezáujem vládnych predstaviteľov o stav domáceho kapitálového trhu, predsudky a zlé skúsenosti investorov a emitentov.

Pretože väčšina prosperujúcich podnikov v SR je už vo vlastníctve zahraničných spoločností a tie nemajú veľký dôvod uviesť akcie svojich dcérskych slovenských spoločností na obchodovanie na burze, keďže s ich akciami sa už obchoduje na zahraničných trhoch. Malé podniky, ktoré sú v rukách slovenského kapitálu, zase nevzbudzujú veľkú dôveru u potenciálnych investorov, a preto si požičiavajú kapitál od bánk.

Nedostatočná likvidita a výkonnosť trhu

Slovenskému kapitálovému trhu stále chýba dostatočná likvidita a výkonnosť a investorom neponúka široký výber investičných nástrojov či už na uzatváranie obchodov alebo zaistovanie pozícií. Nízka likvidita pôsobí negatívne na prípadných investorov, ktorí by chceli umiestniť svoje investície na primárnom trhu, pretože sa obávajú, že na takom nelikvidnom trhu nebude možné s investičnými nástrojmi obchodovať. Objem nového kapitálu na slovenskom trhu je preto už dlhé roky zanedbateľný, a preto aj TK aktív obchodovaných na trhu je extrémne nízka a dosahuje približne desatinu ročného objemu hrubého domáceho produktu. Obmedzené investičné možnosti neposkytujú veľa príležitostí ani pre krátkodobých investorov ani pre dlhodobejšie pozície fondov KI, či poisťovacích spoločností. Inštitucionálni investori preto musia umiestňovať stále narastajúci objem aktív na zahraničných trhoch, hoci pri väčšej likvidite a výraznejšej atraktivite domáceho trhu by práve tieto spoločnosti mohli byť hlavnou hybnou silou oživenia trhu a zvýšenia obrátkovosti kapitálu. Na obr. č. 11 je znázornená hodnota emitovaného kapitálu v členení na akcie a dlhopisy za roky 2002 až 2005.

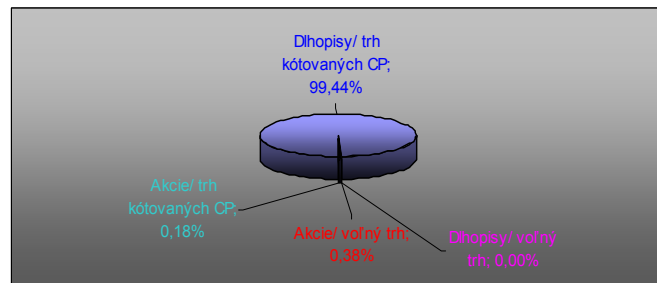


Obr. č. 11 Hodnota emitovaného kapitálu v rokoch 2002 až 2005

Hodnota nového kapitálu prijatého na trhy BCPB v emisiách CP bola v roku 2003 len 110,8 mld. Sk, na akcie z toho pripadlo iba 5,6 mld. Sk. Situácia je rovnaká už niekoľko rokov po sebe.

Podstatnú časť obchodov tvoria štátne dlhopisy, ktoré vydáva vláda SR na krytie schodku štátneho rozpočtu. Preto sa trh v SR stáva trhom štátnych CP. Vo februári 2006 tvoril podiel kótovaných dlhopisov na celkovom objeme obchodov až 99,44%. Akcie sa podieľali iba 0,18% - ami a zvyšok (0,38 %) tvorili nekótované akcie

(obr. č. 12). Štátne dlhopisy sa tak stali veľmi zaujímavou investíciou, vzhľadom na pomerne vysoké výnosy pri nulovom riziku. Úroveň TK kótovaných akcií je nielen najmenšia spomedzi krajín OECD, ale aj hlboko pod ich priemerom, ako aj priemerom členských štátov EÚ.



obr. č. 12 Štruktúra celkového objemu obchodov vo februári 2006

Nedostatok kvalitných emisií

Už niekoľko rokov dominuje na slovenskom kapitálovom trhu vysoký počet nelikvidných emisií CP. Počet kótovaných CP na burze sa dlhodobo pohybuje okolo desiatky titulov a aj trh s dlhodobo pohybuje okolo desiatky titulov a aj trh s dlhopismi je nevýrazný, pričom obchodovanie so štátnymi dlhopismi, ako sme už spomínali, má na ňom jednoznačnú prevahu. Kvalitné obchodovateľné emisie sú jednou zo súčastí efektívneho fungovania trhu. Slovenský kapitálový trh bojuje s problémom nedostatku kvalitných obchodovateľných emisií. Existuje len malé množstvo podnikov a bánk, ktoré dlhodobo dosahujú pozitívne hospodárske výsledky. A práve emisie týchto spoločností sú kvalitnými emisiami. Tieto spoločnosti by mali prilákať nielen zahraničných investorov ale aj domácich bankových investorov. Z dôvodu nedostatku kvalitných emisií noví domáci a zahraniční investori neprichádzajú na trh a investori absentujú na trhu v dôsledku nedostatku emisií. Prínosom by bolo aj získavanie potrebného kapitálu navyšovaním základného imania verejne umiestňovanou emisiou. Na trhu by sa tak zvýšil počet obchodovateľných akcií existujúcich spoločností. Priaznivo by to ovplyvnilo likviditu aj pri nevyššení počtu kvalitných emisií. U nás, na rozdiel od vyspelých krajín, je takýto finančný zdroj nedocenený a prakticky sa ani nevyužíva. Je to spôsobené hlavne neochotou majoritných akcionárov meniť existujúce vlastnícke pomery a znižovať tak aj svoj podiel na základnom imaní.

Nedostatok investorov

Nevyhnutnou súčasťou oživenia a dobrého fungovania kapitálového trhu sú investori a ich investície. V tejto súvislosti je dôležité nájsť silných domácich investorov a zároveň prilákať aj zahraničných investorov. Tento problém je úzko prepojený s problémom nízkej likvidity. Noví investori neprichádzajú na trh, lebo je málo likvidný a trh je málo likvidný, lebo na ňom

absentujú investori. Zvýšenie počtu investorov by zvýšilo likviditu trhu a tá by sa stala lákadlom pre nových investorov.

Hlavným cieľom zvýšenia efektívnosti obchodovania na Burze cenných papierov Bratislava je vytvorenie predpokladov pre prekonanie jej súčasných problémov a pre vytvorenie transparentného a hodnoverného kapitálového trhu. Ten by mal byť prínosom nielen pre jeho transformáciu z rozvíjajúceho na štandardný kapitálový trh, ktorý sa stane plnohodnotnou súčasťou globálneho kapitálového trhu ale aj k celkovému rozvoju slovenskej ekonomiky.

Podľa nášho názoru je potrebné riešiť problematiku vysokého počtu nelikvidných emisií registrovaných na verejných trhoch. Znáмым problémom je fakt, že väčšina týchto cenných papierov tvoria akcie z kupónovej privatizácie, ktoré sa dostali na trh v dôsledku administratívneho rozhodnutia a nie z vôle emitentov. Preto je nevyhnutné vytvoriť možnosť odchodu emitentov týchto cenných papierov z verejného trhu. V dôsledku toho by mal emitent právo voľby, či sa prispôbi novým štandardom pre verejne obchodovateľné cenné papiere alebo stiahne svoje cenné papiere z oficiálneho trhu. Za predpokladu značného počtu emitentov z verejného trhu cenných papierov by bolo potrebné následne vytvoriť nový segment trhu pre tie cenné papiere, ktoré by nezodpovedali štandardom verejnej obchodovateľnosti a na takto novovytvorenom trhu by sa neobchodovali na základe rozhodnutia emitenta, ale na základe záujmu investorov.

Kapitálový trh nie je izolovaný systém a pre jeho optimálne fungovanie je nevyhnutné zdravé a stabilné makroekonomické prostredie a politická situácia. Dôležitá je aj situácia podnikateľskej sféry ako aj stav verejných financií.

* Riešené v rámci vegy č. 1/2561/05.

Literatúra:

- [1]. BAJUS, Radoslav - VRAVEC, Ján: Burzovníctvo. Košice: TU-EF, 2002. 146 s. ISBN 80-7099-884-9
- [2]. Internetové stránky