

# TVORBA ZDROJŮ PRO VÝROBNÍ SFÉRU NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU

E 11

Jiří Polách, Zdeněk Raška

**Abstract: Creation of the Finance Sources for the Production Sector at the Czech Capital Market**

*Corporate finance in Czech Republic is linked with a lot of defects, problems, anomalies and abnormalities. Present situation of the capital market is unbearable, an environment where companies found themselves from the standpoint of the sources to the finance demand is not the market environment. And at the same time the capital markets offer wide range of special debt or equity commercial papers, so that companies' possibilities of finance obtaining considerably extend also by other ways than only by most often used bank credit.*

**Key words:** finance sources, capital market, debt commercial papers, equity commercial papers, bank credit

**Klíčová slova:** finanční zdroje, kapitálový trh, dluhopisy, akcie, bankovní úvěr

## 1. Úvod

### Podstata tvorby finančních zdrojů na kapitálovém trhu

Proces tvorby finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu (KT) předpokládá existenci tzv. „primárního trhu“, kde jsou nabízeny cenné papíry (c. p.) firem, které si jejich prodejem chtějí opatřit potřebný podnikatelský kapitál. V této souvislosti jsou vydávány vesměs akcie nebo dluhopisy (termín obligace poslední verze zákona vypustila), v závislosti na rozhodnutí dané společnosti, která obvykle svůj postup konzultuje s investičními poradci. V případě emise akcií, které jsou majetkovým cenným papírem, se předpokládá, že projekt bude financován prostřednictvím vlastního jmění. To firmu sice nezadluhuje a ta naopak může nakládat s prakticky nesplacitelným kapitálem, nicméně jedná se o poměrně drahý kapitál, neboť investoři samozřejmě požadují za nákup těchto c. p. vyšší výnos než který je běžný na finančním trhu (např. depozit u bank, ale také dluhopisů). Pokud se týká již zmíněných dluhopisů, jejich podstata spočívá v založení dlužnického vztahu mezi emitentem, který se stává dlužníkem, a majitelem, který se od této chvíle stává věřitelem. Svým způsobem se jedná o určitou alternativu k financování prostřednictvím bankovních úvěrů, ale v tomto případě lze obvykle dosáhnout nižší úrokové sazby než při využití klasických bankovních produktů.

Emise cenných papírů může být prováděna samotnou společností, mnohdy je ale výhodnější

tuto práci přenechat specializovaným institucím, u nás to jsou nejčastěji banky, a to jen proto, že disponují potřebným kapitálem na záruku a eventuální odkup celé nebo zbývající neprodané části emise. Prodej může být veřejný i neveřejný. V prvním případě bývají náklady na emisi vyšší (zpracování dokumentů požadovaných organizátorem trhu a další poplatky). Mezi povinnosti emitenta patří také pravidelné podávání informací, což vyžaduje rovněž jisté náklady. Firmy, které na tento způsob přistoupí, si tím podstatně zvyšují svou prestiž, především u zahraničních investorů. Soukromé umístění znamená, že cenné papíry jsou nabízeny k nákupu soukromým institucím, které se zabývají investicemi na dlouhou dobu (pojišťovny, penzijní fondy atd.). Tento způsob je administrativně jednodušší, je spojen s nižšími fixními náklady a vyhledávají ho zpravidla menší společnosti.

Další obchodování s c. p. takto uvedenými na trh se provádí na tzv. sekundárním trhu, který může fungovat buď prostřednictvím organizátora trhu (u nás např. Burza cenných papírů Praha-BCPP, RM-Systém), nebo se obchoduje přímo mezi investory.

## 2. Vznik trhu cenných papírů v ČR

Cenné papíry byly na území ČSFR vydávány již od r. 1990, i když BCPP a. s. byla založena až 4. 11. 1992 a obchodování na ní bylo zahájeno za dalších pět měsíců (6. 4. 1993). Jednalo se ze-

## EKONOMIKA A MANAGEMENT

Veřejně obchodovatelné akcie	
Registrováno	2 624
Zrušeno	700
Veřejně obchodovatelné dluhopisy	
Registrováno	170
Zrušeno	60

Pramen: Středisko cenných papírů

**Tab. 1: Přehled veřejněobchodovatelných akcií a dluhopisů**

jména o dluhopisy, a to státní a podnikové, které byly prodávány na území obou republik a úroky byly vypláceny podle sídla emitenta v českých nebo slovenských korunách.

Veřejný trh již zmíněných dluhopisů se v ČR rozvíjel od r. 1992, kdy centrální banka ČSFR začala organizovat sekundární trh pro krátkodobé státní dluhopisy a pro dluhopisy korporací (podnikové).

Akciový trh vznikl za poněkud specifických okolností, které byly dány kuponovou privatizací. V krátkém časovém horizontu, ve kterém proběhly dvě privatizační vlny, se objevily na trhu takřka dvě tisícovky emisí, bez historie, bez vztahu k investorům, kteří byli navíc roztrženi mezi statisíce fyzických osob a stovky investičních a podílových fondů.

Historie uvedení c. p. z privatizačních vln na KT:

22.6.93	622 emisí z 1. vlny kuponové privatizace
13.7.93	333 emisí z 1. vlny kuponové privatizace
1.3.95	674 emisí z 2. vlny kuponové privatizace

### 2.1. Analýza vývoje veřejněobchodovatelných c. p. v ČR

Vývoj c. p. v ČR lze posuzovat na základě řady kritérií. Lze posuzovat četnost jednotlivých emisí, počty schválených, ale také realizovaných emisí. Tutéž strukturu lze posuzovat z hlediska objemů. Z hlediska cíle zkoumání, kterým je tvorba zdrojů prostřednictvím KT, nabývá rozhodující význam

trh veřejný. Institut veřejné obchodovatelnosti upravuje zákon o cenných papírech v §71 - §78. Podle tohoto zákona se jedná o takový cenný papír, se kterým lze obchodovat na veřejném trhu (v ČR tedy na BCPP nebo na RM-Systému). Povolení uděluje Komise pro cenné papíry na žádost emitenta a součástí žádosti musí být prospekt cenného papíru, jehož nedílnou část tvoří základní údaje o emitentovi, údaje o jeho finanční situaci a předmětu podnikání, údaje o cenném papíru včetně způsobu zdaňování výnosů. Součástí povolení je schválení výše jmenovaného prospektu a přidělení kód ISIN.

#### Analýza vývoje nových emisí

Od r. 1993 bylo zaregistrováno více jak 4700 emisí (!!!), z tohoto počtu tvoří veřejněobchodovatelné akcie a dluhopisy, viz tab. 1.

Co se týká absolutního počtu, tak k největšímu boomu nových emisí došlo v letech 93, 94, a to u obou typů c. p. Emise akcií souvisí s kuponovou privatizací a dluhopisy byly v té době hojně emitovány zejména bankami.

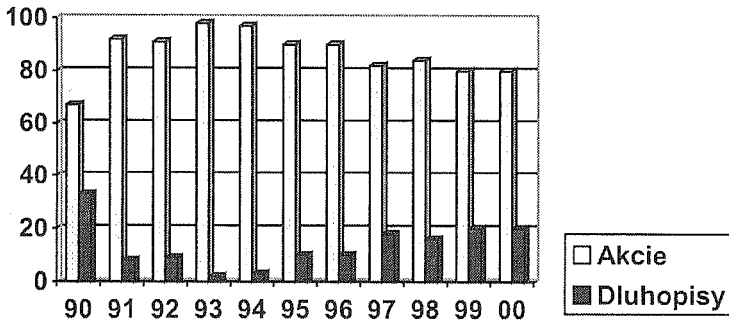
V dalších letech se růst zastavil a nově uváděné tituly začaly klesat v případě akcií prakticky na nulu. U dluhopisů přetrvával vzestupný trend až do roku 1996.

Zajímavá je rovněž změna struktury emitentů, která je u dluhopisů (akcie jsou neprůkazné) následující, viz tab. 3.

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00
Akcie (v %)	67	92	91	96	97	90	90	82	84	80	80
Dluhopisy (v %)	33	8	9	2	3	10	10	18	16	20	20

Pramen: Středisko cenných papírů

**Tab. 2: Poměr mezi dluhopisy a akciemi v jednotlivých letech**



Obr. 1: Poměr mezi dluhopisy a akciemi v jednotlivých letech

Nejvýznamnější část povolených emisí (nutno odlišit od emisí zrealizovaných, čili upsaných nebo ještě lépe splacených emisí), tvoří podnikové dluhopisy. Co do objemu jsou ovšem na jednoznačně prvním místě státní a bankovní dluhopisy.

Situace na konci tisíciletí byla u dluhopisů z pohledu počtu i objemu emisí následující, viz tab. 4.

## 2.2. BCPP a její opatření ke zvýšení účinnosti KT

Využití kapitálového trhu (KT) k financování podniků je v ČR stále na velmi nízké úrovni, která neodpovídá stupni rozvoje firem působících na území ČR a neodráží ani počáteční strhující tempo privatizace, která položila základy českému KT.

Technicky je přítom jak BCPP, tak RM-Systém na špičkové světové úrovni, což ostatně souvisí s nesporným a v praxi mnohokrát prověřeným všeobecným nadáním našeho národa.

Samotná BCPP má pochopitelně z existenčních důvodů zájem na zlepšení výsledků KT, a tak zavedla již v minulosti několik opatření, která měla situaci zlepšit. Patřil k nim zejména systém SPAD (Systém pro podporu akcií a dluhopisů), který již od r. 1998 měl za úkol využít činnost tzv. tvůrců trhu.

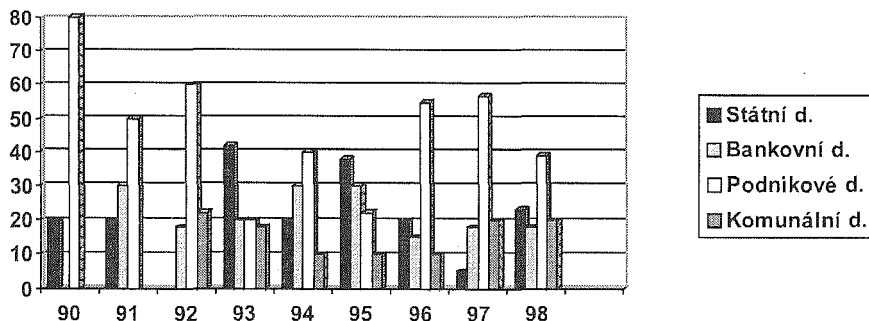
Obchodování v tomto systému probíhá ve dvou fázích - otevřené a uzavřené. S cennými papíry zařazenými do tohoto systému není možno uzavírat přímé obchody (až na tzv. nadlimitní objemy, překračující limity stanovené BCPP). Výsledkem bylo zvýšení kurzotvorných a následně cenotvorných obchodů na celkových objemech obchodů s akciemi. Výsledek se tedy projevila zejména na sekundárním trhu, který je sice zdrojem informací a počátečních impulzů i pro trh primární, nicméně systém SPAD tvorbu zdrojů pro firmy na KT nijak významně neovlivnil.

Tuto situaci měl zvrátit další krok BCPP, a to založení tzv. Nového trhu, jinými slovy trhu pro střední a malé firmy, bez ekonomické historie, které na BCPP doposud neměly žádné obchodovatelné c. p. Nový trh je podporován vybranými investičními společnostmi jako profesionálními poradci eventuelních zájemců, kteří měli být ke vstupu na KT připravováni. Dvouletá praxe však nepřinesla zatím kýžený výsledek. Pro emisí na Novém trhu byly vybrány celé dvě desítky společností, z nichž některé byly skutečně bez historie, některé s historií, ale bez dosavadní účasti na KT. Pouze jedna z nich se dostala do závěrečných kol, ale těsně před emisí byla tato odložena na neurčito. Příčiny současného stavu

	90	91	92	93	94	95	96	97	98
Státní d.	20	20		42	20	38	20	5	23
Bankovní d.		30	18	20	30	30	15	18	18
Podnik. d.	80	50	60	20	40	22	55	57	39
Komunál. d.			22	18	10	10	10	20	20

Pramen: Středisko cenných papírů

Tab. 3: Struktura emitentů dluhopisů (v % celk. počtu)



Obr. 2: Struktura emitentů dluhopisů

jsou zřejmě složitější a nejsou pouze v nepřístupnosti KT pro malé začínající společnosti, neboť ani ty historicky starší a velké firmy KT pro své financování nevyužívají. Pokus o přesnější definici příčin byl předmětem oborového výzkumu, jehož dílčí výsledky jsou uvedeny dále.

Průzkum se zabýval problematikou, resp. příčinami nízkého využití KT v průmyslové sféře. Řešitelem se stala katedra financí EF VŠB-TU v Ostravě. Úkol je specifikován jako součást šestého tématu dílčího úkolu č. 3 (Rozvoj finančních nástrojů na podkladě analýzy faktorů, které ovlivňují finanční situaci podniků - kapitálový trh a podpora průmyslu).

V rámci tohoto úkolu provedla katedra financí EF VŠB-TU průzkum v podnicích ostravské aglomerace. Zkoumaný region odpovídá zhruba novému rozdělení do krajů v našem případě pokrývá Ostravský resp. Moravskoslezský kraj.

### 2.3. Výsledky průzkumu

Region severní Moravy je charakteristický nepřiznivou strukturou ekonomiky, která je dána historickým vývojem a která se jen pozvolna mění. Dominuje průmysl koncentrovaný zejména do aglomerace kolem Ostravy. Jsou zde zastoupena

téměř všechna odvětví s převahou strojírenství, hutnictví a těžby uhlí. Mezi významné sektory však také patří chemický, farmaceutický, papírenský, textilní a potravinářský průmysl. Velký počet podniků z již zmíněných tradičních oborů je v nepříznivé ekonomické situaci, a to jak v důsledku vysokého zadlužení, tak v důsledku nepříznivé struktury aktiv.

V této situaci je velmi komplikované hledání strategických partnerů, pomocí kterých by došlo k restrukturalizaci a modernizaci výroby.

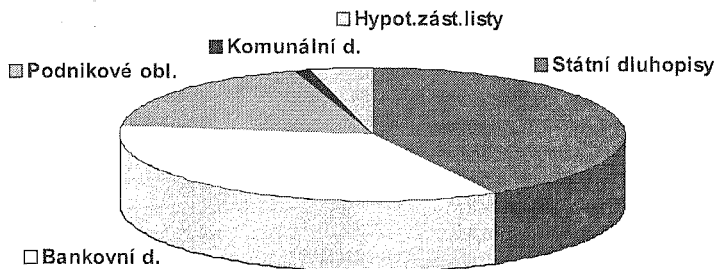
Využití kapitálového trhu v minulosti popisuje statistika tím, že 30% emisí průmyslových dluhopisů v ČR bylo emitováno právě podniky z popisovaného regionu, přičemž většina z nich již byla řádně splacena. Stěžejními emitenty byly podniky z oborů hutnictví, energetika a chemie. Současný stav je ovšem odlišný, nové emise nejen že nepřibývají, naopak jejich počet rok od roku klesá a některé dosud nesplacené emise začínají mít se splacením jistiny problémy.

#### Vybrané podniky zvolené oblasti a jejich vztah ke KT

Průzkum se uskutečnil ve dvou etapách, přičemž důležitým okamžikem obou etap byl vlastní výběr podniků. První etapa se uskutečnila ve

Druh dluhopisu	Podíl na celkovém počtu (v.%)	Podíl na celkovém objemu (v.%)
Státní dluhopisy	11	42
Bankovní dluhopisy	17	35
Podnikové dluhopisy	61	18
Komunální dluhopisy	6	1
Hypot.zást. listy	5	4

Tab. 4: Podíly jednotlivých druhů dluhopisů na celkovém počtu a celkovém objemu



Obr. 3: Podíl jednotlivých druhů dluhopisů na celkovém počtu a celkovém objemu

druhé polovině r. 2000, druhá etapa v prvním čtvrtletí r. 2001. V první etapě byly vybrány podniky považované Regionální hospodářskou komorou za klíčové v ostravské oblasti. Dotazník obdrželo 46 podniků, vyplnilo a zaslalo zpět 23 podniků, čili právě polovina.

Odvětvová struktura zúčastněných byla následující:

Průmysl potravin (2 společnosti), Textil, oděvy, kůže (2), Dřevo, papír (2), Chemie, guma, farmacie (3), Stavebnictví a stav. hmoty (1), Hutnictví a zprac. kovů (2), Strojírenství (8), Energetika (2), Služby (1).

Z celkového počtu podniků odpověděly pouze dva, že v současnosti nepoužívají k financování bankovní úvěr, ostatní podniky jeho využívání potvrdily. Převážnou část z toho tvoří krátkodobé úvěry se splatností do dvou let. Často jsou využívány formy kontokorentních a revolvingových úvěrů. Následují úvěry se splatností do 5-ti let a pouze jeden podnik čerpá úvěr se splatností 10 let. Je tedy zřejmé, že dlouhodobé financování prostřednictvím bankovních úvěrů není významné, je spíše otázkou co je příčinou tohoto stavu. Podíl úvěrů na celkových cizích zdrojích činí u převažující většiny zúčastněných 30 %, u menší části 50 % a pouze u jedné firmy je podíl úvěrů více jak 90 %.

35 % zúčastněných má velmi dobré zkušenosti se získáváním bankovních úvěrů, 40 % je považuje za dobré, 25 % zúčastněných má zkušenosti špatné.

Lze tedy u rozhodujících firem regionu konstatovat, že navzdory obecnému přesvědčení o nedostupnosti úvěrů jsou tyto vesměs spokojeny, což vyplývá také z poznatku, že většina ze zúčastněných uvádí úvěr jako hlavní řešení přechodného nedostatku zdrojů, méně pak eskont směnec a ostatní zdroje.

Další dotazy byly v první etapě směřovány již přímo k využití KT při financování podniků, a to zejména na využívání nových emisí. 57 % zúčastněných ještě nikdy o emisích nových cenných papírů (c. p.) neuvažovalo. Z těch, kteří uvažovali, tak 85 % preferuje dluhopisy, pouze 8 % by emitovalo akcie. Zastánci dluhopisů zdůrazňují možnost získání dlouhodobých zdrojů (na 10 let a více), což je podle nich nemožné na bankovním trhu, dále zachování majetkových podílů akcionářů a zvýšení prestiže firem na trhu. Z těchto abonentů ani jeden neemitoval nové akcie, 7 emitovalo dluhopisy a podíl závazků z dluhopisů na celkových cizích zdrojích se u těchto firem pohybuje do 40-ti %.

Většímu využití KT brání dle zúčastněných především obavy z neumístění celé emise na trhu a z následných komplikací, relativně vysoké

Výroba potravin	7	Strojírenství	4
Těžba nerostů	5	Elektro	4
Textil, oděvy, kůže,	10	Energetika	2
Dřevo, papír	3	Obchod	6
Chemie, guma	1	Služby	15
Stavebnictví a hmoty	3	Ostatní	18
Hutnictví	2		

Tab. 5: Četnost respondentů v jednotlivých odvětvích

náklady na realizaci emise a v neposlední řadě nedostatečná informovanost o možnostech a způsobech realizace emisí. Objevily se i názory, že současná situace firem investory nedostatečně motivuje s čímž souvisí následné riziko z nesplácení (obligace), stejně jako nedůvěra investorů v emitenty a KT jako takový.

Výsledky první etapy byly do jisté míry ovlivněny tím, že vzorek vybraných firem tvořily pouze akciové společnosti (a. s.).

**Druhá etapa** výzkumu proběhla, jak již bylo zmíněno, v prvním čtvrtletí roku 2001 a v rámci ní bylo osloveno celkem 220 firem, a to jak akciových společností, tak společností s ručením omezeným. Kritériem bylo opět geografické umístění v okresech nynějšího Moravskoslezského kraje a navíc počet zaměstnanců nad 100. Relativní úspěšnost co do obdržených odpovědí byla sice menší než v etapě první (80 odpovědí představuje 36%), nicméně vypovídací schopnost je vyšší vzhledem k zadaným omezujícím podmínkám. Dotazník pro druhou etapu byl upraven a strukturován do 4 částí:

- I. Základní charakteristika specifických znaků společnosti
- II. Bankovní úvěry jako zdroj financování
- III. Dluhopisy jako zdroj financování
- IV. Emise akcií jako zdroj financování, a to odděleně za veřejně a neveřejně obchodovatelné společnosti.

Z průzkumu vyplynulo v pořadí položených otázek:

1. Největší zastoupení mezi zúčastněnými měly firmy strojírenské a obchodní, dále firmy zemědělsko - lesnické orientace a firmy stavební.
2. V odpovědích převažují firmy s počtem zaměstnanců 450 - 500.
3. Stáří zúčastněných firem (dle zápisu do OR). Více jak 58% jsou firmy zapsané v r. 1992 a dříve, čili firmy, které prošly privatizačními etapami.
4. Pouze u 12,5% firem byl přiznán podíl zahraničního investora.
5. Většina zúčastněných má o zahraničního investora zájem.
6. Zahraniční účast je považována ve většině případů pro zúčastněného za prospěšnou.
7. Více jak 75% zúčastněných využívá bankovní úvěr.
8. Splatnost čerpaných úvěrů se pohybuje od 3 - 10 let (40%) a do 1 roku (25%).

9. Podíl bankovního úvěru činí u 40% zúčastněných až 40%, u 18% zúčastněných až 60%.
10. 44% zúčastněných hodnotí zkušenosti se získáním úvěru jako dobré, 18% jako velmi dobré a stejné procento jako vyložené špatné.
11. Přechodný nedostatek zdrojů řeší 44% zúčastněných krátkodobým úvěrem, 31% formou jiných zdrojů a pouze 25% kombinací peněžního a kapitálového trhu - eskontem směnek.
12. O emisi akcií by v případě nedostatku zdrojů uvažovalo 30% zúčastněných, dluhopisy by emitovalo 20%. Pouze polovina zúčastněných je ochotná vůbec o KT uvažovat.
- 13.-14. Pouze 2% zúčastněných emitovalo v posledních letech dluhopisy, které jsou veřejně obchodovatelné.
- 15.-16. Pouze 4 ze zúčastněných a. s. splňují podmínky nutné k emisi akcií na veřejném trhu c. p. a taktéž 4 a. s. neveřejně obchodované uvažovaly o veřejné obchodovatelnosti svých akcií.
17. V případě a. s. veřejně obchodovatelných emitovala nové akcie pouze 1 společnost.
18. Šest ze zúčastněných společností s ručením omezeným (přibližně 15%) má zájem o transformaci na a. s., 18% tuto transformaci nepřípouští, zbytek (převážná část) nemá na tento akt názor.

### 3. Závěry

Z uvedených informací a v kontextu s celkovou situací v české průmyslové sféře lze formulovat následující předběžné dílčí závěry.

- a) Středně velké a velké společnosti stále preferují ve svém financování jako zdroj úvěr. Je to dáno jednak historicky (viz „stáří firem“), jednak relativní přístupností úvěru, která ovšem opět vyplývá z historie a „jistoty“ bank poskytovat úvěry těm, kteří byli dobrými klienty bank již v minulosti, mají relativně dobré výsledky a průhledné jištění.
- b) Většina úvěrů je krátkodobá, lze ovšem předpokládat že jsou revolovány, což je pro mnoho firem přijatelnější než dlouhodobý úvěr.
- c) Nové emise c. p., které by měly suplovat doposud využívané jiné druhy externích zdrojů, firmy nevyužívají z několika důvodů:
  - schází širší a důkladnější povědomí o možnostech kapitálového trhu,

- inklinace k úvěrům je dána historicky, využití KT je zatím považováno za neobvyklý, složitý a
  - riskantní způsob.
- d) „Příživnictví“ řady institucí provázejících novou emisi zvyšuje firmám podle jejich názoru náklady nad obvyklé poplatky při zprostředkování úvěru.
- e) Investorská veřejnost věří pouze starým zaběhlým firmám, které mají mnohdy monopolní postavení.
- f) Nové, ale i „staré“ firmy nemají výrobně obchodní jistotu a z té vyplývá mimo jiné „emisní nervozita“.

Tyto argumenty jsou kompilací zčásti subjektivního, zčásti neobjektivního posouzení ze strany firm. Faktem ovšem je, že emitent musí mít jasno:

- ve výrobním programu na několik let dopředu,
- která skupina investorů jeho c. p. koupí,
- jak na tuto skupinu emitent zapůsobí (historicky, přes nové technologie, změnou image...).

Po období uměle udržované zaměstnanosti dochází ke stovkám konkurzů (v polovině r. 2001 cca 1000 firem). Následná etapa spojená s dokončným restrukturalizace průmyslu (útlum, ale také vznik řady odvětví) vytváří prostor pro regeneraci KT, který po počátečním boomu v oblasti sekundárního trhu zcela jistě nabídne uspokojivá řešení pro stabilizované firmy i na trhu primárním.

Časový harmonogram těchto změn však nelze stanovit s dostatečnou přesností, neboť i když bývalé Československo prošlo etapou „rozvinutého kapitalismu“, bude jistou dobu trvat než se postupy obvyklé v tržním hospodářství stanou obvyklými v podnikání těch, kteří již vzpomenuanou etapou neprošli. To se týká všech výrobců, obchodníků, bankéřů a také investorů, čili těch, kteří peníze nabyté v tvrdém konkurenčním boji budou chtít rozumně investovat.

#### Literatura:

- [1] SPĚVÁČEK V. a kol. *Transformace české ekonomiky*. Praha: Linde, 2002. ISBN 80-86131-32-71
- [2] GOODFRIEND D.R., *Teams cooperation*. London: The Routledge, 1998.
- [3] DĚDIČ J. *Investiční společnosti a investiční fondy*. Praha: Prospektrum, 1992. ISBN 80-85431-52-1

**prof. ing. Jiří Polách CSc.**  
**Ing. Zdeněk Raška**

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
docpolach@email.cz  
raska@fame.utb.cz