

Postavenie trhu s cennými papiermi v ekonomickom systéme Slovenskej republiky a porovnanie s vybranými transformujúcimi sa krajinami

Peter KOČKIN

Úvod

Investície sú jedným zo základných faktorov determinujúcich rast národných ekonomík. Prevažná časť investícií, v rámci ekonomických systémov jednotlivých krajín s trhovou ekonomikou, je realizovaná podnikateľskou sférou. Mechanizmom pre zabezpečenie zdrojov pre investičnú aktivitu podnikov je kapitálový trh. Efektívnosť procesu zosúladenia požiadaviek na dlhodobovo voľné finančné zdroje s ich ponukou teda v značnej miere prispieva alebo brzdí rast ekonomických systémov.

Oblasť finančných trhov je jedna z oblastí, kde globalizácia je dlhú dobu zjavná a veľmi intenzívna. V súčasnosti je už možné, práve v dôsledku globalizácie, získavať voľné zdroje pre investičnú aktivitu podnikateľskej sféry aj mimo národných ekonomík. Avšak rozvinutý a funkčný kapitálový trh je základom pre zabezpečenie dlhodobého rastu ekonomík, ako naznačuje dlhoročná skúsenosť rozvinutých krajín.

1. Postavenie trhu s cennými papiermi v SR

Po rozpade východného bloku stálo Slovensko ako aj ostatné krajiny pred úlohou transformácie na trhové ekonomiky. Skúsenosti rozvinutých krajín v oblasti kapitálového trhu poukázali na značný význam jeho rozvinutosti a efektívnej funkčnosti, pre prosperitu ekonomických systémov týchto krajín. Vytvorenie rámca a zabezpečenie fungovania kapitálového trhu pre Slovensko ako aj ostatné krajiny bývalého východného bloku bolo teda jednou z hlavných úloh.

Pri súčasnej liberalizácii pohybu kapitálu je objem investícií zo zahraničia významný (ako napr. na Slovensku a v bývalých krajinách V4). Je však pravdepodobne otázkou medzinárodnej konkurencie medzi ekonomikami, kedy sa zahraničné investície presunú inde.

Pre zabezpečenie zdrojov na realizáciu investičných zámerov podnikateľskej sféry ponúka kapitálový trh v rámci ekonomického systému dve základné možnosti a to prostredníctvom bankového sektora a trhu s cennými papiermi (či už organizovaného alebo neorganizovaného).¹

¹ CHOVANCOVÁ, B. a kol: *Finančný trh*. Bratislava: IURA EDITION, 2006. ISBN 80 8078-089-7

Bankový sektor má v jednotlivých krajinách svoje špecifiká. Rozsiahle bankové fúzie a rozvinutá kooperácia nadnárodných zoskupení vlastníacich banky, čo je znakom globalizácie, však vedie k podobnosti správania sa bankových subjektov. Pri získavaní zdrojov od bankového sektora je všeobecne vyžadovaná čo najväčšia miera záruk, samozrejme s vysokou mierou zhodnotenia pre banku. Väčšinou sa jedná o zaručenie sa už existujúcim majetkom, čo dáva šance prevažne etablovaným podnikateľským subjektom na realizáciu investícií. Nedostatočne však oceňuje inovatívne a progresívne podnikateľské zámery a subjekty. Problémom podnikateľských subjektov je aj časový nesúlad potreby zdrojov a dôb splatnosti. Slovensko v súčasnosti, po transformácii bánk a implementácii novej legislatívy, má rozvinutý bankový sektor, ktorý je aj v rozvinutých trhových ekonomikách jedným zo základných pilierov kapitálového trhu.

Trh s cennými papiermi je pre rozvoj investičnej aktivity podnikateľskej sféry v ekonomike kľúčový. Vývoj vo vyspelých ekonomikách dospel prevažne k organizácii tohto trhu a zavedeniu formalizácie a štandardizácie pre zjednodušenie fungovania a zvýšenie transparentnosti. Oproti bankovému sektoru sa vyznačuje hlavne svojou konkurenčnosťou. Dáva priestor pre uplatnenie sa širokého spektra názorov a hodnotení rôznych subjektov. Výsledkom ich interakcie je trhová cena jednotlivých inštrumentov, ktorá pružne reflektuje zmeny v ekonomike. Tento trh taktiež netrpí rigidnými pravidlami poskytovania zdrojov bankami a relatívne flexibilne reaguje na potreby ekonomického systému. Je alternatívou bankového sektora pri alokácii finančných zdrojov pre inovatívne a progresívne podnikateľské zámery, ktoré pre bankový sektor nie sú dostatočne bonitné. Rozvinutý trh s cennými papiermi ako konkurent bankového sektora pri alokácii finančných zdrojov taktiež limituje možnosti úrokovej marže bánk. Prínos efektívneho konkurenčného mechanizmu pre financovanie investičných projektov podnikov k rastu ekonomík je zjavný. Dlhodobé skúsenosti rozvinutých trhových ekonomík to preukazujú.

Tento sektor kapitálového trhu však má na Slovensku dlhodobo problémy plniť svoj účel. Relatívny podiel objemu dlhodobých zdrojov, ktorých transfer zabezpečuje organizovaný trh s cennými papiermi, voči veľkosti ekonomiky Slovenskej republiky je neštandardný (extrémny) pre transformujúcu sa krajinu bývalého východného bloku po roku 1989.

Ak ekonomický systém rastie ako celok, tak jeden z jeho subsystémov – kapitálový trh ako mechanizmus alokácie dlhodobo voľných zdrojov a sprostredkovateľ ich premeny na investície, by mal taktiež na tento rast reagovať.

Veľkosť výstupu ekonomického systému štandardne zmeriame ukazovateľom HDP. Súhrnnú veľkosť všetkých inštrumentov podnikateľského sektora (akcií + dlhopisov), zmeriame prostredníctvom hodnoty inštrumentov, ktorými podnikateľský sektor už získal dlhodobé finančné zdroje prostredníctvom organizovaného trhu s cennými papiermi, a teda veľkosťou trhovej kapitalizácie týchto inštrumentov.

Teda ak podnikateľský sektor krajiny akýmkoľvek spôsobom reaguje na rast celého ekonomického systému zmenou správania sa na kapitálovom trhu, malo by to ovplyvniť aj veľkosť nami popísanej trhovej kapitalizácie.

Charakterizujeme vzťah medzi týmito veličinami. Myslíme si, že pri raste jednotlivých ekonomík vybraných transformujúcich sa krajín, by aj trhová kapitalizácia inštrumentov podnikateľského sektora na domácom organizovanom trhu mala rásť. Korelačná analýza nám ukáže, nakoľko je to tak. Zistíme koeficienty korelácie aj sezónne očistených časových radov.

2. Komparácia vybraných ukazovateľov

Slovensko vykazuje veľmi vysoký ekonomický rast medzi transformujúcimi sa krajinami. Avšak vývoj kapitalizácie tento fakt nereflektuje, dlhodobo stagnuje na rovnakej úrovni. Priemerné tempá rastu nám napovedia viac o tomto vzťahu.

Urobíme komparáciu priemerných kvartálnych temp rastu HDP v bežných cenách a trhovej kapitalizácie za obdobie od štvrtého kvartálu roku 1999 po štvrtý kvartál roku 2006. Najprv pre krajiny bývalej V4, ktoré sú Slovensku najbližšie. Výsledky nám prehľadne ilustruje tabuľka č. 1:

Tabuľka č. 1

Priemerné tempá rastu HDP a TK krajín V4 v %

Hrubý domáci produkt

Priemerné kvartálne tempo rastu v %		
Poradie	Krajina	Tempo rastu v %
1.	Slovensko	7,64
2.	Česko	5,86
3.	Maďarsko	5,41
4.	Poľsko	3,60

Trhová kapitalizácia

Priemerné kvartálne tempo rastu v %		
Poradie	Krajina	Tempo rastu v %
1.	Česko	16,86
2.	Pol'sko	14,39
3.	Maďarsko	5,39
4.	Slovensko	2,29

Zdroj: www.econstats.com, www.oecd.org, www.imf.org, www.statistics.sk, www.nbs.sk, www.bsse, vlastný výpočet

Ako vidíme, Slovensko sa nachádza na oboch póloch. V priemernom kvartálnom raste HDP je lídrom, naopak rast trhovej kapitalizácie inštrumentov podnikateľského sektora je najmenší. Urobme takéto porovnanie pre vybrané transformujúce sa krajiny, napovie nám to viac o povahe tohto javu.

Údaje nám ilustruje tabuľka č. 2:

Priemerné tempá rastu HDP a TK transformujúcich sa krajín v %

Hrubý domáci produkt

Trhová kapitalizácia

Priemerné kvartálne tempo rastu v %		
Poradie	Krajina	Tempo rastu v %
1.	Rumunsko	8,99
2.	Litva	8,98
3.	Estónsko	8,13
4.	Slovensko	7,64
5.	Lotyšsko	6,42
6.	Bulharsko	6,31
7.	Česko	5,86
8.	Chorvátsko	5,76
9.	Maďarsko	5,41
10.	Malta	3,66
11.	Poľsko	3,60
12.	Slovinsko	3,30

Priemerné kvartálne tempo rastu v %		
Poradie	Krajina	Tempo rastu v %
1.	Bulharsko	325,26
2.	Rumunsko	314,18
3.	Chorvátsko	37,32
4.	Litva	34,97
5.	Česko	16,86
6.	Slovinsko	15,43
7.	Poľsko	14,39
8.	Estónsko	6,95
9.	Maďarsko	5,39
10.	Lotyšsko	4,83
11.	Malta	4,14
12.	Slovensko	2,29

Zdroj: www.econstats.com, www.oecd.org, www.imf.org, www.statistics.sk, www.nbs.sk, www.bsse, vlastný výpočet

Aj z tohto porovnania nám vychádzajú podobné závery, teda vysoký ekonomický rast celej ekonomiky Slovenska, ktorý je medzi najvyššími medzi transformujúcimi sa krajinami po rozpade východného bloku, ktoré už vstúpili do EÚ. Naopak rast trhovej kapitalizácie inštrumentov podnikateľského sektora je najmenší medzi týmito krajinami.

Už tieto zistenia nám ukazujú, že s efektívnosťou „pravidiel hry“ kapitálového trhu SR, z pohľadu veľkosti objemu sprostredkovaných dlhodobých zdrojov pre podnikateľský sektor v pomere k veľkosti ekonomiky, niečo nie je v poriadku. Predpokladáme, že v krajine s dlhodobým ekonomickým rastom, ku ktorému prispela aj domáca podnikateľská sféra, by sa mal tento rast prejaviť v celkovej hodnote dlhodobých zdrojov sprostredkovaných mechanizmom organizovaných trhov s cennými papiermi. To, nakoľko takýto vzťah existuje a či existuje nám ukážu koeficienty korelácie pre jednotlivé krajiny.

Koeficienty sme počítali zo štvrtročných údajov vývoja HDP v bežných cenách a trhovej kapitalizácie v jednotlivých krajinách².

Výsledky nám ilustruje tabuľka č. 3:

² TKÁČ, M: *Štatistické riadenie kvality*. Bratislava: EKONÓM, 2001. ISBN 80-225-0145-X, s. 43

Korelačné koeficienty pre vybrané krajiny

Korelačný koeficient r			
Poradie	Krajina	r	r po očistení od sezónnosti
1.	Slovinsko	0,95	0,95
2.	Lotyšsko	0,95	0,94
3.	Austrália	0,95	0,95
4.	Litva	0,93	0,86
5.	Nórsko	0,93	0,92
6.	Česko	0,92	0,93
7.	Poľsko	0,92	0,89
8.	Rumunsko	0,92	0,89
9.	Chorvátsko	0,90	0,87
10.	Kanada	0,89	0,89
11.	Írsko	0,88	0,88
12.	Maďarsko	0,88	0,74
13.	Bulharsko	0,87	0,87
14.	Malta	0,85	0,74
15.	Rakúsko	0,82	0,76
16.	Luxembursko	0,77	0,77
17.	Dánsko	0,77	0,77
18.	Veľká Británia	0,76	0,76
19.	Turecko	0,74	0,83
20.	Estónsko	0,71	0,74
21.	USA	0,71	0,71
22.	Švédsko	0,60	0,60
23.	Taliansko	0,60	0,60
24.	Holandsko	0,57	0,56
25.	Grécko	0,55	0,55
26.	Japonsko	0,54	0,54
27.	Portugalsko	0,52	0,52
28.	Švajčiarsko	0,49	0,47
29.	Francúzsko	0,46	0,45
30.	Španielsko	0,46	0,45
31.	Belgicko	0,45	0,43
32.	Slovensko	0,36	0,36
33.	Fínsko	0,27	0,26
34.	Nemecko	0,04	0,04

Zdroj: vlastný výpočet

Vidíme, že u všetkých krajín z nášho súboru je tento koeficient väčší ako nula, teda podporuje našu domnienku o priamej závislosti týchto veličín. Slovensko sa v tomto súbore umiestnilo jasne na konci. Údaje nám ilustrujú taktiež, že rozdiely v korelačných koeficientoch po očistení časových rozdielov od sezónnosti sú minimálne.

Pre lepšiu porovnateľnosť zúžme náš súbor len na transformujúce sa krajiny po roku 1989. Výsledok nám ilustruje tabuľka č. 4:

Tabuľka č. 4

Korelačné koeficienty pre transformujúce sa krajiny

Korelačný koeficient r		
Poradie	Krajina	r
1.	Slovinsko	0,95
2.	Lotyšsko	0,95
3.	Litva	0,93
4.	Česko	0,92
5.	Poľsko	0,92
6.	Rumunsko	0,92
7.	Chorvátsko	0,90
8.	Maďarsko	0,88
9.	Bulharsko	0,87
10.	Malta	0,85
11.	Estónsko	0,71
12.	Slovensko	0,36

Zdroj: vlastný výpočet

Tabuľky nám ukazujú, že existuje silný vzťah priamej lineárnej závislosti medzi ukazovateľmi HDP a trhovou kapitalizáciou vo vybraných transformujúcich sa krajinách okrem Slovenska, kde môžeme hovoriť o slabej korelácii. Hodnota pre Slovensko sa však na prvý pohľad veľmi výrazne odlišuje od ostatných transformujúcich sa krajín.

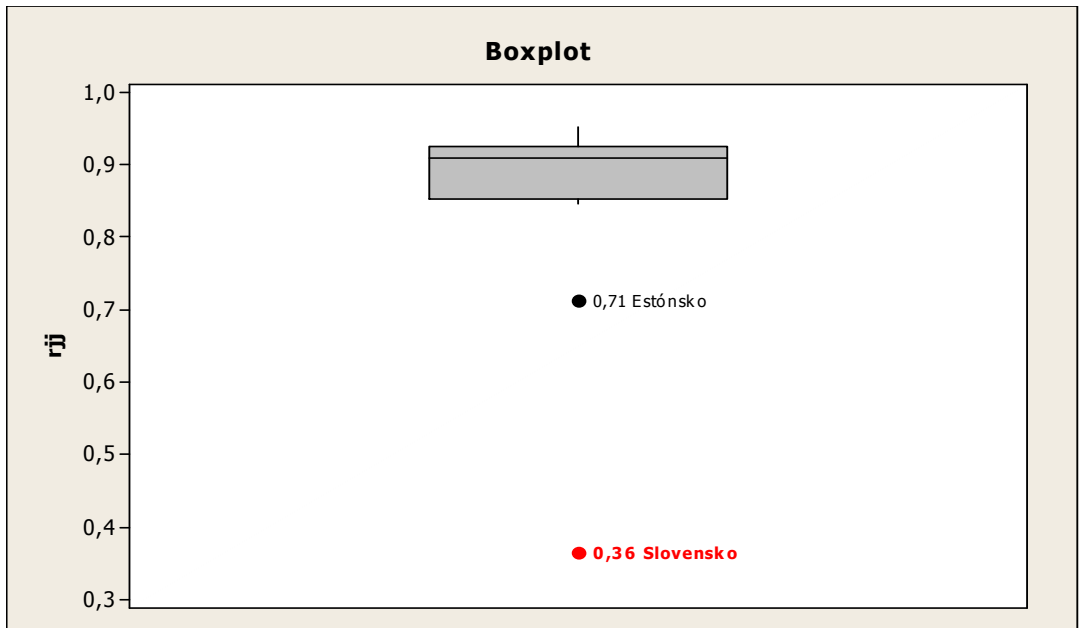
Pri vhodnej miere abstrakcie a splnení istých predpokladov (*ceteris paribus* – rovnaká štartovacia čiara, konvergenčné kritériá), by sme mohli uplatniť na zistenie extrémnosti (neštandardnosti) hodnoty tejto závislosti na Slovensku ako transformujúcej sa krajiny metódou Box Plot (krabicový diagram), hlavne pre transparentnosť jej výpovedí a relatívnu univerzálnosť využitia.

2.1. Box Plot

Na využitie tejto metódy budeme postupovať spôsobom, ako popisujú Meloun a Militký³ a Tkáč⁴, alebo štatistický software Minitab⁵.

Graf č. 1

Grafické zobrazenie metódy box plot pre transformujúce sa krajiny



Zdroj: www.minitab.com, vlastný výpočet

Graf nám ukazuje, že výsledky uplatnenia tohto spôsobu nám udávajú, že takáto hodnota r je extrémna.

Zhodnotenie

Uvedomujeme si, že pre využitie korelačného koeficientu, využitie metódy Box plot a interpretáciu ich výsledkov je nevyhnutné naplniť predpoklady ich použitia. Výsledky našich testov však naznačujú, že *relatívny podiel objemu dlhodobých zdrojov, ktorých transfer zabezpečuje organizovaný trh s cennými*

³ MELOUN, M, MILITKÝ, J.: *Kompendium statistického zpracování dat*. Praha: Academia, 2002. ISBN 80-200-1008-4, str. 56-62

⁴ TKÁČ, M: *Štatistické riadenie kvality*. Bratislava: EKONÓM, 2001. ISBN 80-225-0145-X, s. 36

⁵ www.minitab.com

papiermi, voči veľkosti ekonomiky Slovenskej republiky je neštandardný (extrémny) pre transformujúcu sa krajinu bývalého východného bloku.

Uvedieme aj niektoré argumenty, ktoré by mohli naplnenie predpokladov pre použitie nami vybraných metód podporovať.

V zmysle toho, ako sme už skôr popisovali, môžeme hodnotu výstupu ekonomického systému krajiny agregovanú do jedného ukazovateľa - HDP ako aj charakteristiku kapitálového trhu – hodnotu všetkých inštrumentov podnikateľského sektora, považovať s istou mierou abstrakcie za náhodné veličiny formované zosúladením veľkého množstva rôznych faktorov do podoby výsledných pravidiel hry (legislatíva) pre subjekty v rámci ekonomického systému a kapitálového trhu.

Taktiež na základe štandardizovaného rámca konvergenčných kritérií a približne rovnakého pôsobenia niektorých faktorov a globálnych tendencií sa domnievame, že pri istej miere abstrakcie, môžeme podmienky vývoja týchto ekonomík považovať za približne rovnaké.

Nezávislosť determinujúcich faktorov v podobe legislatív a ich evolúcie je taktiež požadovaná. Forma záverečnej podoby legislatívneho rámca pre ekonomický systém v danej krajine ako aj kapitálového trhu je výsledkom zosúladenia interakcie mnohých ekonomických subjektov s rôznymi preferenciami, názormi, postojmi, informáciami prostredníctvom selekčných nástrojov (volieb, legislatívneho procesu). Tieto ekonomické subjekty sú však jasne ohraničené občianstvom a možnosťou zúčastňovať sa legislatívneho procesu iba v jednej krajine, ako aj teritoriálne. Istá miera abstrakcie je potrebná.

Záver

Výsledky a dané komparácie poukazujú na neštandardnosť slovenského kapitálového trhu v oblasti funkčnosti trhu s cennými papiermi. Podiel dlhodobých zdrojov, ktorých transfer bol zabezpečený prostredníctvom konkurenčného trhu, teda trhu, kde sa vytvára cena, ktorá nesie informáciu o hodnotení širokého spektra ekonomických subjektov, je z bývalých krajín V4 v SR najmenší. Patrí medzi najmenšie medzi vybranými transformujúcimi sa krajinami, ktoré vstúpili do EÚ a patrí medzi najmenšie aj medzi nami vybranými vyspelými trhovými ekonomikami napriek jednému z najvyšších ekonomických rastov medzi týmito krajinami (medzi V4 najvyšším).

Kľúčové slová

kapitálový trh, investície, dlhodobé zdroje, cenný papier, bankový sektor

Literatúra

1. CHOVANCOVÁ, B. a kol: *Finančný trh*. Bratislava: IURA EDITION, 2006. ISBN 80 8078-089-7
2. MELOUN, M, MILITKÝ, J.: *Kompendium statistického zpracování dat*. Praha: Academia, 2002. ISBN 80-200-1008-4, str. 56-62

3. TKÁČ, M: *Štatistické riadenie kvality*. Bratislava: EKONÓM, 2001. ISBN 80-225-0145-X, s. 36
4. www.bsse.sk
5. www.econstats.com
6. www.imf.org
7. www.minitab.com
8. www.nbs.sk
9. www.oecd.org
10. www.statistics.sk

Summary

We described the interaction and its consequences between the capital market and the whole economic system of a country.

We tried to point out some specialties in the process of evolution of the capital market in Slovakia, and its establishing process, in relation to the greatness of the national economical system measured by GDP in current prices through consistent analysis and application of mathematic-statistical methods.

Our results indicate that the sector of security market in Slovakia is seriously deformed.

Adresa autora

Ing. Peter Kočkin
Katedra ekonómie
Podnikovohospodárska fakulta v Košiciach
Ekonomická univerzita v Bratislave
Tajovského 13, 041 30 Košice
Slovensko
Tel.: +0421(0)55 / 622 19 55 - 258
Fax.: + 0421(0)55 / 623 06 20
E-mail: kockin@euke.sk