

## VÝZKUM PŘÍČIN NÍZKÉHO POČTU PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ V ČESKÉ REPUBLICCE

T. Meluzín

**Došlo: 29. dubna 2008**

### Abstract

MELUZÍN, T.: *Research of causes of low IPO number in the Czech Republic*. Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2008, LVI, No. 3, pp. 129–138

Funding development of the company through the “Initial Public Offering” has a high representation globally, the Czech Republic unlike, and belongs to traditional methods of raising funds necessary for development of business in the developed capital markets. In the United States of America, Japan and in the Western Europe countries the method of company funding through IPO has been applying for several decades already. The first public stock offerings began to be applied in these markets in higher volumes from the beginning of the 60<sup>th</sup> of the last century. From that period importance of IPO goes up globally and the initial public stock offerings begin to be applied more and more even in the Central and Eastern European countries. Under the conditions of the Czech capital market this way funding of development of the company, connected with its entering into the capital market, is not very usual. The Strategy of Sustainable Development of the Czech Republic considers this situation the weakness of the Czech economy, and its resolving has to be paid a due care. The present paper introduces the results of an analysis identifying the causes of the low numbers of IPOs in the Czech Republic. These causes were analyzed in a comprehensive way covering the period of time from the beginnings of the modern-day capital market in the Czech Republic until the present times. In order to reach the objective, the secondary research of the literature sources, focused on the issue in question and the primary research in the Czech companies was carried out.

Initial Public Offering, IPO, Czech capital market, Financing

Financování rozvoje společnosti prostřednictvím „Initial Public Offering“ (IPO) má ve světě, na rozdíl od České republiky, velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích patří již k tradičním způsobům získávání peněžních prostředků potřebných pro rozvoj podnikání. Ve Spojených státech amerických, Japonsku a zemích západní Evropy je metoda financování podniků prostřednictvím IPO používána již po několik desetiletí. Prvotní veřejné nabídky akcií se začaly na těchto trzích ve větším počtu uplatňovat od začátku šedesátých let minulého století. Od té doby význam IPO ve světovém měřítku narůstá a v posledních letech se začínají veřejné nabídky akcií stále více využívat i v zemích střední a východní Evropy. V podmínkách českého kapitálového trhu není zatím financování rozvoje firmy touto formou, která souvisí s jejím vstupem na kapitálový trh, příliš obvyklé. Strategie udržitelného rozvoje České republiky považuje tuto situaci za slabou

stránku české ekonomiky, jejímuž řešení je nutné věnovat náležitou pozornost. V článku jsou představeny výsledky analýzy hlavních příčin nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím veřejné emise akcií. Tyto příčiny byly analyzovány komplexně, a to od počátku fungování novodobého kapitálového trhu v ČR až po dnešní dobu, která se zdá být z důvodu čtyř prvotních veřejných nabídek akcií uskutečněných během posledních dvou let o něco příznivější než na konci minulého století. K dosažení tohoto cíle byl proveden sekundární výzkum literárních zdrojů zabývajících se uvedenou problematikou a primární výzkum v českých podnicích.

### VÝSLEDKY VÝZKUMU

V odborné literatuře jsou uváděny různé příčiny nízkého zájmu českých podniků o financování

svého rozvoje prostřednictvím veřejné emise akcií. Jednotliví autoři se však neshodují v tom, která z příčin je nejdůležitější. To vede k poznání, že hlavní příčinu současného stavu nelze nalézt, neboť se nejedná o jeden problém, ale o problémů několik, které na sebe vzájemně působí a které mohly být v minulosti jednotlivými podniky uvažujícími o IPO různě vnímány. Všechny významné důvody nízkého počtu IPO na českém kapitálovém trhu je však možné rozdělit do čtyř skupin, a to na:

- ekonomické příčiny,
- překážky legislativního charakteru,
- překážky na straně emitentů,
- ostatní příčiny.

### Ekonomické příčiny

Mezi ekonomické faktory, které měly v minulosti negativní vliv na rozhodování o realizaci prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu, patří zejména:

- kupónová privatizace a její vliv na kapitálový trh,
- absence regulace kapitálového trhu a nízká ochrana investorů,
- vliv bankovního sektoru,
- vlastnická struktura podniků a přímé zahraniční investice,
- celkový stav českého hospodářství.

### Kupónová privatizace

Definice IPO jako první veřejné nabídky akcií podniku, s jehož akciemi se dosud na veřejném kapitálovém trhu neobchodovalo, znamená, že při zohlednění fúzí podniků, titulů vyřazených z obchodování a akcií, se kterými se již před jejich kotací obchodovalo na jiném trhu, by počet obchodovaných titulů na veřejných trzích měl odpovídat počtu uskutečněných prvotních veřejných nabídek akcií. Na českém kapitálovém trhu se však neobchoduje pouze s akciemi těch firem, které IPO skutečně realizovaly, ale s akciemi desítky dalších firem. Vysvětlení tohoto zjevného nesouladu mezi počtem prvotních veřejných nabídek akcií a množstvím obchodovaných titulů na veřejných trzích cenných papírů, které představuje Burza cenných papírů Praha, a.s. a RM-Systém, a.s., spočívá v tom, že **český kapitálový trh nevznikl standardním způsobem** z potřeb podniků, investorů a dalších jeho účastníků, ale jako důsledek zvolené metody privatizace státního majetku – kupónové privatizace.

Porovnáme-li kupónovou privatizaci s klasickou IPO, rozdíl nám pomohou poznat i jedny z mnoha důvodů pozdější nemožnosti realizace prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu. V prvé řadě je třeba si uvědomit, že podniky při privatizaci nezískávaly nový kapitál, a lze tak hovořit pouze o veřejné nabídce sekundárních akcií<sup>1</sup>, která byla spojena výhradně se změnou vlastnické struk-

tury společnosti. **České podniky proto nezačaly vnímat kapitálový trh jako zdroj kapitálu, ale pouze jako prostředek vlastnických změn.** Na rozdíl od klasické IPO podniky nevnímaly nové vlastníky jako poskytovatele kapitálu, nevytvořily program pro komunikaci s investory a nepovažovaly dividendovou politiku za součást finančního řízení podniku.

Kupónová privatizace vyvolala na českém kapitálovém trhu takové prostředí, kdy občané mohli získat akcie za zlomek jejich tržní hodnoty. Stali se tak sice akcionáři, nikoli však investory. Většině obyvatelstva totiž chyběly základní znalosti o kapitálových trzích, investičních nástrojích, hodnotících metodách atd. Jejich pozice minoritních akcionářů byla navíc z pohledu tehdejšího korporálního práva velmi slabá.

Kromě toho, že kupónová privatizace vytvořila během několika týdnů asi deset milionů akcionářů, přivedla na kapitálový trh ve stejné době rovněž více než 1600 akciových titulů. Lze předpokládat, že většina firem, které se ocitly po kupónové privatizaci na kapitálovém trhu, by klasickou IPO v dané době neuskutečnily. Vstup na kapitálový trh je jedním z podstatných momentů v postupném rozvoji firmy. U společností realizujících nabídku sekundárních akcií se očekává, že obstály v konkurenčním boji a dosáhly určité velikosti. **Pro většinu firem zahrnutých do kupónové privatizace nenastala veřejná nabídka akcií ve správný okamžik, neboť tyto předpoklady nenaplnily.** Akciové společnosti navíc začaly ve velké míře stahovat své akcie z trhu, aby se vyhnuly přísné regulaci a informační povinnosti. Tato skutečnost byla jistě pozitivní z hlediska regulace kapitálového trhu, avšak z pohledu vnímání veřejnosti, tj. potenciálních investorů, se jednalo o negativní signál hovořící o oslabení významu českého kapitálového trhu jako alternativy pro uložení úspor.

### Absence regulace kapitálového trhu a nízká ochrana investorů

Pro český kapitálový trh byla v devadesátých letech také typická jeho **netransparentnost, nepřehlednost a absence jakékoli regulace trhu.** Vzhledem k nedostatečné regulaci a chybějící potřebné legislativě pak v průběhu devadesátých let minulého století docházelo k obrovským celospolečenským ztrátám, které byly způsobeny zpronevěrou majetku privatizovaných akciových společností i privatizačních fondů, a to jak členy managementu těchto společností, tak i jinými osobami, které tyto společnosti ovládaly. Jednoznačně zde chyběl právní rámec orientovaný na ochranu zájmu investorů, a to zejména s vysokými informačními nároky jak na společnosti, s jejichž akciemi se obchodovalo na českém kapitálovém trhu, tak na společnosti zabývající se zprostředkováním jeho finančních služeb.

1 IPO sekundárních akcií spočívá v nabídce dříve vydaných akcií, se kterými se dosud obchodovalo pouze na neveřejném sekundárním trhu.

Důvěra potenciálních investorů v český kapitálový trh byla v důsledku výše popsaných negativních jevů značně narušena. **Nezájem investorů, který pramenil ze strachu z nedostatečné ochrany případné investice do IPO**, byl proto jedním z častých důvodů, proč se na pražské burze během prvních deseti let jejího fungování neuskutečnila ani jedna prvotní veřejná nabídka akcií.

K neradostné situaci na akciovém trhu rovněž přispívala **diferencovaná míra zdanění zisků z kapitálových investic a úroků z bankovních vkladů**. Daň z příjmů z kapitálového majetku činila v tomto období 25 % a daň z úrokových příjmů jen 15 %. Přidáme-li k tomu poměrně nezajímavou dividendovou politiku českých podniků a vysokou výnosnost obligací, není překvapující, že investoři nepovažovali české akcie za vhodný investiční nástroj.

#### **Vliv bankovního sektoru**

Česká republika, stejně jako další země kontinentální Evropy, patří k zemím, kde bankovní úvěry představují pro většinu podniků hlavní zdroj financování jejich dalšího rozvoje. V období ekonomické transformace vlastnil velké banky stát a celá řada firem měla relativně snadný přístup k úvěrům, a nebyly proto motivovány k využívání alternativních způsobů získávání kapitálu. Také z tohoto důvodu byla v prvních letech ekonomické transformace Česká republika z hlediska uplatnění rizikového kapitálu téměř nezajímavá, neboť projekty vhodné pro jeho využití (tzn. smysluplné, avšak ze standardního hlediska rizikové) měly šanci získat bankovní úvěr. Zde je třeba si uvědomit, že nízký počet prvotních veřejných nabídek akcií signalizuje špatný výstup z investice rizikového kapitálu, přičemž málo rizikového kapitálu má za následek nízký počet IPO.

#### **Vlastnická struktura podniků a přímé zahraniční investice**

Vlastnická struktura podniků na území ČR má nepochybně také vliv na volbu způsobu jejich financování. Zejména mohutný příliv přímých zahraničních investic<sup>2</sup> způsobil, že potřebné zdroje financování tuzemských podniků nebyly získávány prostřednictvím českého kapitálového trhu, ale pocházely ze zahraničí. Důsledkem tak velkého přílivu přímých zahraničních investic byla změna vlastnické struktury původně českých podniků, které se postupem času staly součástí větších zahraničních celků a nedostatečné zdroje financování často řešily formou půjčky od mateřské společnosti.

Mnohé z podniků, které jsou při různých příležitostech označovány jako potenciální kandidáti na IPO, nemají potřebu získat další zdroje ve formě vlastního kapitálu. Jedná se především o společnosti,

kteří jsou ve vlastnictví zahraničních subjektů. Tyto společnosti obvykle řeší potřebu většího množství finančních prostředků emisí obligací a vlastní kapitál navyšují pouze z peněžních zdrojů hlavního akcionáře. Jedná se přitom o velmi prosperující firmy, které splňují všechny základní předpoklady pro realizaci IPO.

#### **Celkový stav českého hospodářství**

Výsledky výzkumu Ivanow a Lewis (2003), Lowry (2002), Paleari (2006) ukazují, že zájem podniků o veřejnou emisi akcií je značně cyklický a je do značné míry ovlivněn celkovým stavem hospodářství a vývojem v ekonomickém sektoru emitenta. Pokud porovnáme vývoj českého hospodářství s úrovní rozvoje kapitálového trhu v uplynulých letech, zjistíme, že vzájemné načasování mnoha podstatných faktorů pro úspěšný rozvoj trhu s prvotními veřejnými nabídkami akcií bylo značně nepříznivé<sup>3</sup>.

V počátečním období transformace (v letech 1994–1996), kdy se česká ekonomika nacházela v konjunktuře, a tedy v potenciálně atraktivním období jak pro emitenty, tak pro investory, byl bohužel stav na českém kapitálovém trhu z pohledu IPO značně nepříznivý, a to vzhledem ke zcela nedostatečné regulaci kapitálového trhu a k nízkým informačním povinnostem jeho účastníků. V letech 1997–1999, kdy začalo docházet z tohoto pohledu k určité nápravě, byla makroekonomická situace v ČR v důsledku finanční krize pro změnu značně nepříznivá, a proto opět k rozvoji trhu s prvotními veřejnými nabídkami akcií nedošlo. Na světových akciových trzích bylo toto období naopak velmi příznivé pro IPO, která se těšila velkému zájmu emitentů i investorů. Světové akciové trhy se v tomto období označovaly jako tzv. „horké trhy s IPO“ (angl. *hot issue markets*).

V následujícím období, tedy v letech 2000–2003, kdy se české hospodářství po několika letech dostalo z recese, a podmínky pro veřejnou emisi akcií se tak z tohoto pohledu opět zlepšily, se však zcela změnila situace na světových trzích s IPO, které se po tzv. „splasknutí internetové bubliny“ dostaly do hluboké krize. První veřejná nabídka akcií byla na českém kapitálovém trhu, resp. pražské burze uskutečněna až v roce 2004 a další čtyři IPO přibýly v následujících letech.

V současné době je situace v oblasti nových prvotních veřejných nabídek akcií zkomplikována tzv. hypoteční krizí na amerických trzích, která ovlivnila obchodování na všech globálních trzích včetně pražské burzy.

Na základě výše uvedeného lze konstatovat, že zvolený způsob privatizace státního majetku, nízká míra regulace kapitálového trhu a ochrana investorů, preference dluhového financování prostřed-

2 Přímou zahraniční investici je možné dle zdroje Valach (2001) charakterizovat jako kapitálový výdaj, při kterém investor dosahuje takový podíl na základním kapitálu zahraničního podniku, který mu umožňuje ovlivňovat řízení firmy a podílet se na její kontrole.

3 Jedná se o faktory ekonomického charakteru, a proto zde neberu v úvahu obtížnost realizace IPO vzhledem k technickým problémům vyplývajícím z nevyhovující legislativy v devadesátých letech minulého století.

nictvím bankovních úvěrů, vlastnická struktura českých podniků a celkový stav ekonomiky České republiky na počátku devadesátých let minulého století přispěly významnou měrou k tomu, že do roku 2004 nebyla na pražské burze realizována ani jedna prvotní veřejná nabídka akcií.

### Překážky legislativního charakteru

V minulosti byla mnohými odborníky považována za významnou překážku úspěšné realizace IPO na českém kapitálovém trhu nevyhovující legislativa. Český právní řád, zejména obchodní zákoník<sup>4</sup> a zákon o cenných papírech<sup>5</sup>, obsahoval řadu ustanovení, která ztěžovala a neúměrně prodlužovala celý proces navýšení základního kapitálu prostřednictvím veřejné emise akcií, a vytvářela tak právní nejistotu při realizaci IPO. Z tohoto důvodu jsem se zabýval zkoumáním jednotlivých legislativních překážek, které v minulosti (zejména před rokem 2001) komplikovaly proces veřejné emise akcií na českém kapitálovém trhu. Tyto překážky byly porovnány se současným právním stavem za účelem zjištění, zda v současné době již vhodné legislativní podmínky pro uskutečnění veřejné emise akcií existují.

Z provedené analýzy legislativních překážek vyplývá, že v současné době jsou již všechny největší legislativní bariéry, které byly v minulosti označovány za hlavní příčiny nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu, zcela odstraněny. Stávající právní úpravu IPO lze považovat za odpovídající situaci na rozvinutých kapitálových trzích. Cílem existujících regulatorních opatření je zejména zvýšení důvěry v český kapitálový trh a ochrana veřejných zájmů a investorů. Hlavní příčiny stále nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu bylo proto nutné hledat v další skupině překážek, tedy na straně potenciálních emitentů.

### Překážky na straně potenciálních emitentů

Další překážky zvýšení nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu byly očekávány na straně potenciálních emitentů. Z toho důvodu byl v období od července do září roku 2007 realizován **primární výzkum v českých podnicích**, který byl zaměřen na příčiny nízkého zájmu podniků o financování své činnosti prostřednictvím českého kapitálového trhu. Primární výzkum měl kvantitativní charakter a byl proveden formou dotazníkového šetření na vybraném vzorku podniků, které lze z pohledu investorů považovat za potenciální kandidáty na uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií. Podniky byly vybrány tak, aby splňovaly tato kritéria:

1. podnik je součástí alespoň jednoho z těchto hodnocení:
  - a) „The 2005 EVA Ranking Czech Republic”,

- b) „100 nejvýznamnějších firem České republiky za rok 2006“,

2. právní formou podniku je akciová společnost,
3. s akciemi podniku se dosud neobchoduje na českém ani na zahraničním kapitálovém trhu.

Na základě výše uvedených kritérií bylo vybráno 85 podniků, které byly v rámci uvedeného výzkumu osloveny, a to buď formou dopisu s přiloženým dotazníkem adresovaným finančním ředitelům nebo prostřednictvím osobního setkání s nimi. Vyhodnoceno bylo celkem 50 dotazníků.

Dotazník pro primární výzkum byl sestaven ze tří částí. První část byla věnována otázkám spojeným s možností financování podniků prostřednictvím českého kapitálového trhu. Druhá část byla zaměřena na zjištění hlavních důvodů pro zamítnutí financování společnosti prostřednictvím IPO. Poslední část sloužila k identifikaci velikosti zkoumaného podniku, jeho hlavní činnosti a současného rozložení finančních zdrojů.

Dále je uveden přehled výsledků dotazníkového šetření, které bylo zaměřeno na příčiny nízkého zájmu podniků o financování své činnosti prostřednictvím českého kapitálového trhu.

- Výzkum prokázal, že většina zkoumaných podniků (68 %) nepovažuje český kapitálový trh za potenciální zdroj financování svého rozvoje.
- V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že 48 % dotázaných podniků uvažovalo ve své historii o vstupu na český kapitálový trh prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. Stejně procento podniků pak odpovědělo, že o této formě financování dosud neuvažovalo.
- Většina zkoumaných podniků (62 %) uvádí, že jejich management je dostatečně informován o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu.
- Provedený výzkum prokázal, že 72 % dotázaných podniků si myslí, že získání finančních zdrojů prostřednictvím českého kapitálového trhu je komplikovanější či méně výhodné než prostřednictvím bankovního úvěru.
- Většina zkoumaných podniků (82 %) se domnívá, že náklady spojené se získáním bankovního úvěru nebo emitováním dluhopisů jsou nižší v dlouhodobém horizontu než náklady spojené s emitováním akcií.
- V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že 36 % dotázaných podniků se dostalo do stadia interních úvah o IPO, 8 % zahájilo informativní jednání s finančními institucemi a pouze 4 % dotázaných podniků přistoupila k pokročilým jednáním.

Další část dotazníku byla zaměřena na **zjištění důvodů, proč zkoumané podniky dosud nevyužily IPO pro financování svého dalšího rozvoje**. Při vyhodno-

4 Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

5 Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.



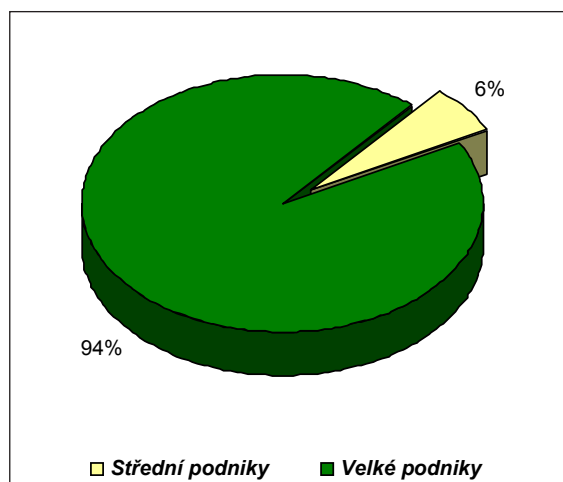
cení odpovědí na tyto otázky bylo třeba vzít v úvahu, že na ně odpovídaly i podniky, které dosud o IPO nevažovaly. Přesto i tyto společnosti uváděly určité překážky, které dle jejich názoru souvisejí s nízkým počtem IPO na českém kapitálovém trhu. Z tohoto důvodu jsou výsledky výzkumu uvedeny vždy ze dvou hledisek, a to:

- a) odpovědi všech zkoumaných podniků,
- b) odpovědi podniků, které alespoň interně uvažovaly o financování formou IPO.

- Výzkum prokázal, že obava z omezení či možné ztráty kontroly nad společností v důsledku vydání nových akcií patřila u většiny zkoumaných podniků (56 %) k důvodům, proč dosud nevyužily IPO pro financování svého dalšího rozvoje. Pokud však budeme brát v úvahu pouze odpovědi podniků, které v minulosti o IPO skutečně uvažovaly, lze konstatovat, že obava z omezení či možné ztráty kontroly nad společností byla téměř v 80 % případů jedním z důvodů pro zamítnutí financování touto formou.
- V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že nedostatečná informovanost o možnostech financování rozvoje společnosti prostřednictvím veřejné emise akcií nepatřila u většiny zkoumaných podniků k důvodům, proč ji dosud neuskutečnily. Na tuto otázku odpovědělo kladně pouze 12 % všech podniků, resp. 4,2 % podniků, které o IPO skutečně uvažovaly.
- Z výsledků výzkumu je patrné, že většina dotázaných podniků (56 %) považuje informační povinnost pro společnosti, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejném kapitálovém trhu (burze), za důvod pro nevyužití IPO k financování svého rozvoje. Pokud budeme brát v úvahu odpovědi pouze těch podniků, které o IPO skutečně uvažovaly, kladně na tuto otázku odpovědělo dokonce 66,7 %.
- V rámci provedeného šetření bylo zjištěno, že nezáměr či nedostatek potenciálních investorů nepředstavoval u většiny podniků, které o IPO uvažovaly, důvod pro zamítnutí financování touto formou. Pouze u 8,3 % podniků, které se dostaly do pokročilejšího stadia úvah či jednání o vydání nových akcií na veřejném kapitálovém trhu, byl nezáměr či nedostatek potenciálních investorů důvodem k zastavení tohoto procesu.
- Z výsledků výzkumu je patrné, že legislativní překážky nebyly u většiny zkoumaných podniků důvodem pro nerealizaci IPO. Pouze 16 % všech podniků, resp. 16,7 % podniků, které o IPO uvažovaly, uvedlo, že legislativní překážky byly jedním z důvodů, proč v minulosti nevyužily IPO k financování svého rozvoje. Při jejich charakteristice byla např. uvedena nemožnost vydat akcie přímo proti zaplacení kupní ceny a délka zápisu nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

- V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že administrativní překážky, podobně jako překážky legislativní, nepředstavují pro většinu zkoumaných podniků (54 %, resp. 75 %) hlavní důvod pro zamítnutí financování formou IPO. Podniky, které na tuto otázku odpověděly kladně, při charakteristice administrativních překážek nejčastěji uváděly komplikovanost a časovou náročnost celého procesu IPO.
- Výzkum prokázal, že 42 % dotázaných společností považuje náklady spojené s uvedením emise akcií na veřejný kapitálový trh za jednu z překážek pro realizaci IPO. V případě odpovědi podniků, které v minulosti uvažovaly o IPO, představují náklady spojené s realizací IPO v 62,5 % případů důvod pro zamítnutí financování touto formou. Při charakteristice těchto nákladů byly uvedeny zejména poplatky manažerovi emise a náklady spojené s právním a jiným poradenstvím.
- V rámci provedeného šetření uvedlo pouze 8 % zkoumaných podniků, resp. 12,5 % podniků, které uvažovaly o IPO, že se při rozhodování o realizaci IPO setkaly také s jinými problémy. Jednalo se například o to, že dotazované společnosti se nepovažují za vhodného kandidáta na IPO, jsou součástí zahraniční skupiny, která rozhoduje o způsobu financování, nebo mají obavu z případného neúspěchu emise, který by mohl vážně poškodit jejich jméno.

Poslední část dotazníku byla zaměřena na zjištění velikosti zkoumaného podniku, jeho hlavní činnosti a rozložení finančních zdrojů. Pokud se týká velikosti<sup>6</sup> zkoumaných podniků, bylo zjištěno, že jejich naprostá většina (94 %) patří do kategorie velkých podniků. Jak ukazuje graf č. 1, zbývajících 6 % podniků se řadí mezi střední podniky.

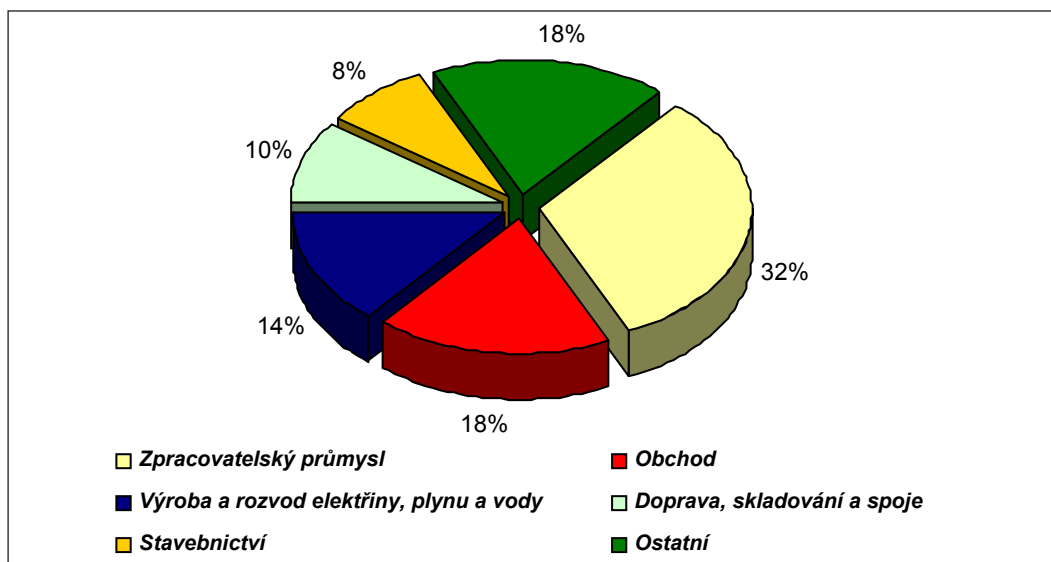


1: Rozdělení zkoumaných podniků dle velikosti  
Zdroj: vlastní zpracování

6 Při členění podniků dle velikosti bylo použito kritérií stanovených v zákoně č. 47/2002 Sb., o podpoře malého a středního podnikání, ve znění pozdějších předpisů.

V rámci výzkumu byla také zjišťována hlavní činnost podniků. Na základě tohoto údaje byly zkoumané podniky v souladu s klasifikací OKEČ<sup>7</sup> rozčleněny dle ekonomických činností. Jak ukazuje graf č. 2, v rámci zkoumaných podniků byl nejčastěji zastoupený zpracovatelský průmysl (32 %), dále

pak obchod (18 %), výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody (14 %), doprava, skladování a spoje (10 %) a stavebnictví (8 %). Zbývající část podniků (18 %) působí v ostatních odvětvích, např. v těžbě ostatních nerostných surovin a v činnostech v oblasti nemovitostí a pronájmu.

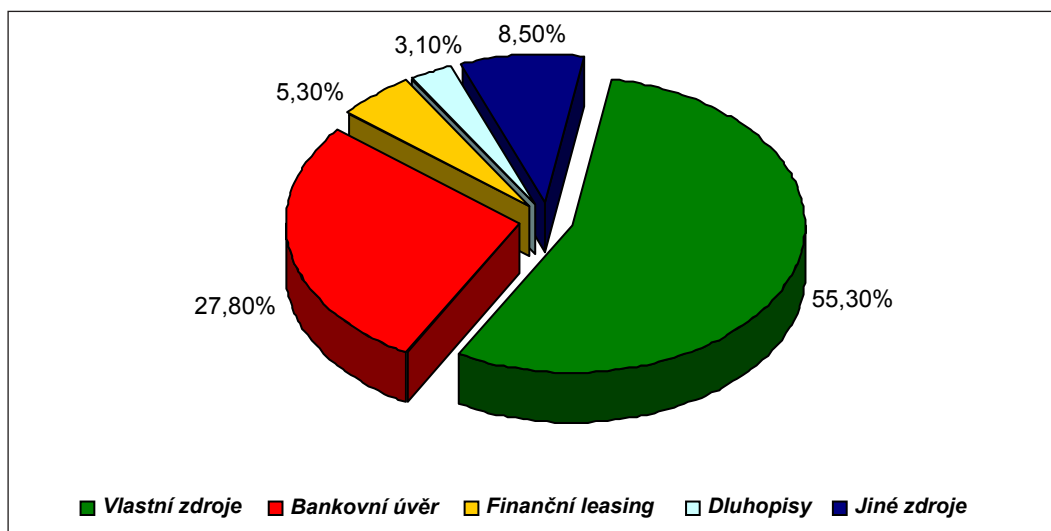


2: Rozdělení zkoumaných podniků dle OKEČ

Zdroj: vlastní zpracování

Poslední údaje, které byly v rámci primárního výzkumu zjišťovány, se týkaly procentuálního rozložení finančních zdrojů zkoumaných podniků. Výsledky jsou uvedeny v grafu č. 3, ze kterého vyplývá, že dotazované podniky jsou převážně financovány vlastními zdroji. Z cizích zdrojů jednoznačně pře-

važují bankovní úvěry, které se na finanční struktuře podniků podílejí 27,8 %. Finanční leasing a emitované obligace představují ve svém souhrnu 8,4 % z celkových finančních zdrojů. Zbývající část finančních zdrojů představují další zdroje, ze kterých byly nejčastěji uvedeny půjčky od mateřské společnosti.



3: Rozložení finančních zdrojů zkoumaných podniků

Zdroj: vlastní zpracování

7 Odvětvová klasifikace ekonomických činností.

Odpovědi všech podniků byly dále vyhodnoceny statistickým softwarem *Minitab 15* s cílem zjistit, zda mezi nimi existují statisticky významné závislosti. Ověření předpokládaných závislostí bylo provedeno na základě *Pearsonova testu*. Na základě výsledků tohoto testu lze konstatovat, že existuje **velmi silná statistická závislost** mezi odpověďmi na určité otázky. Se zřetelem na uvedené vyhodnocení lze učinit následující závěry.

- Respondenti, kteří považují kapitálový trh za potenciální zdroj pro financování svého rozvoje, uvažovali v minulosti o realizaci IPO a jsou dostatečně informovaní o této formě financování.
- Podniky, které si myslí, že získání finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu je komplikovanější či méně výhodné než prostřednictvím bankovního úvěru, považují náklady spojené s bankovním úvěrem nebo emitováním dluhopisů za nižší v dlouhodobém horizontu než náklady spojené s emitováním akcií.
- Podniky, které považují obavu z možné ztráty či omezení kontroly nad společností v důsledku vydání nových akcií za důvody k zamítnutí realizace IPO, uvádějí za další důvod informační povinnost pro společnosti, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejném kapitálovém trhu.

### Ostatní příčiny

Kromě výše uvedených příčin nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO existují i některé další důvody pro tento stav. Za nejvýznamnější z nich považují absenci daňového zvýhodnění a/nebo státních dotací pro emitující společnosti a nevyužití IPO k dodatečné privatizaci státního majetku.

Zvýšení zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO by mohlo pomoci i **daňové zvýhodnění a/nebo státní dotace pro emitující společnosti**. Například v Itálii společnostem nově přijatým na veřejný trh po realizaci IPO přiznává stát daňovou výhodu v podobě nižší sazby daně z příjmů právnických osob. Dle studie Giudici a Pleari (2003) toto daňové zvýhodnění vedlo ke zvýšení příjmů emitentů, což se v konečném důsledku projevilo i na zvýšení státních příjmů.

Maďarské Ministerstvo hospodářství a dopravy od roku 2005 vyhlašuje každoročně tendr pro obchodní společnosti, které plánují uvedení svých akcií na budapeštskou burzu. Cílem této dotace je pobízení k zapojení zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu, který pro firmy jednak zajistí větší pružnost, transparentní hodnocení firmy a likviditu z hlediska svých akcií, a jednak rozšiřuje možnosti investování na burze, a působí tak kladně na celý kapitálový trh. Výše této dotace činí v jednotlivých tendrech 50 % prokázaných nákladů na uvedení společnosti na burzu, maximálně však 25 mil. forintů (cca 100 000 EUR).

V České republice nejsou potenciální emitenti v současné době žádným podobným způsobem, jako v Itálii nebo Maďarsku, motivováni pro reali-

zaci prvotní veřejné nabídky akcií. Dokonce některé nepřímé podpory IPO v daňovém zákoně, například sleva na daní ve výši jedné poloviny daně sražené právnickou osobou z dividendového příjmu z akcie, byly zrušeny. Jedinou daňovou podporu prvotních veřejných nabídek akcií tak lze sledovat v daňové uznatelnosti realizačních nákladů.

Za další možnou příčinu nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu lze považovat absenci jeho otevřené podpory ze strany vlády, která jej v minulosti ani jednou nevyužila k privatizaci státního majetku. Například v Polsku byl místo kupónové privatizace zvolen způsob privatizace přes kapitálový trh. Úspěchy prvních privatizačních IPO okamžitě zvýšily důvěru podnikatelského sektoru v kapitálový trh, a proto se brzy objevily první ryze soukromé IPO, ke kterým pravidelně dochází již od roku 1993. Bohužel ani s odstupem času nevyužily české vlády možnosti privatizovat státní podniky přes kapitálový trh. Argumentů pro realizaci přímého prodeje sice existuje mnoho, v odborné literatuře se hovoří například o tzv. „prémii za majoritu“. Prodává-li tedy vláda majoritu, je pravděpodobné, že se tato premie odrazí v ceně v případě tendru a přímého prodeje než v případě privatizačního IPO. Ve vyspělém světě je ale běžné, že vlády neprodávají tento majoritní podíl najednou. Velmi často přistupují k prodeji menšinových podílů přes kapitálový trh. Tuto transakci opakují v průběhu několika let, do té doby, než se jim podaří prodat celý podnik. I když privatizační IPO nemusí přinést maximální výnos pro stát, její nespornou výhodou je naprostá transparentnost tohoto procesu a podpora rozvoje regionálního kapitálového trhu.

### DISKUSE

Ze zkoumání stavu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice vyplývá, že v podmínkách českého kapitálového trhu není zatím příliš obvyklé financovat rozvoj firmy touto formou, která souvisí s jejím vstupem na kapitálový trh. Porovnáme-li tuto situaci se stavem prvotních veřejných nabídek akcií na zahraničních trzích, je nutné konstatovat, že český kapitálový trh vykazuje v tomto smyslu anomálii, a to nejen ve vztahu ke kapitálovým trhům vyspělých zemí, mezi které patří například Spojené státy americké nebo Japonsko, ale i ve vztahu k trhům střední a východní Evropy.

Výsledky výzkumu příčin nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice ukazují, že zvolený způsob privatizace státního majetku měl negativní vliv na vývoj českého kapitálového trhu jakožto místa, kde mohou společnosti získat potřebné finanční zdroje prostřednictvím emise majetkových či dluhových cenných papírů. České podniky nezačaly vnímat kapitálový trh jako zdroj financování svého dalšího rozvoje a pro drobné investory se nestal jednou z alternativ pro zhodnocení svých dočasně volných peněžních prostředků.

V minulosti byly za hlavní příčinu dlouhodobě nízkého stavu prvotních veřejných nabídek akcií

v České republice považovány zejména nepříznivé podmínky dané legislativou a institucionálním prostředím. Z výsledků analýzy legislativních překážek pro realizaci IPO však vyplývá, že v posledních letech byla učiněna celá řada kroků, které směřovaly k přiblížení českého kapitálového trhu, alespoň z formálního hlediska, evropským standardům. Byly přijaty zákony, které na kapitálovém trhu vymezují prostor a pravidla pro podnikatelské aktivity jeho jednotlivých subjektů, byl vytvořen nezávislý orgán dohlížející na transparentnost trhu a dodržování stanovených pravidel, existují i nezbytné institucionální a technické předpoklady pro obchodování s cennými papíry.

Výzkum prokazuje, že v současné době jsou již všechny nejvýznamnější legislativní bariéry, jakož i bariéry ekonomické, které byly v minulosti považovány za další příčiny nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu, odstraněny. Hlavní příčiny stále nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice proto bylo nutné hledat v další skupině překážek zvýšení jejich počtu, tj. na straně potenciálních emitentů. Se zřetelem na tuto skutečnost byl proveden primární výzkum v českých podnicích, který byl zaměřen na poznání příčin jejich nízkého zájmu o financování své činnosti prostřednictvím IPO.

Výsledky primárního výzkumu ukazují, že většina dotázaných podniků ani v současné době nepovažuje český kapitálový trh za potenciální zdroj pro financování svého rozvoje. Přestože většina zkoumaných podniků je přesvědčena o tom, že jejich management je dostatečně informován o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu, přistoupilo jen několik málo podniků ve své historii k pokročilým jednáním o realizaci IPO. Všechna pak vedla k zamítnutí této formy financování.

Provedený výzkum prokázal, že nízký zájem českých podniků o financování svého rozvoje prostřednictvím IPO souvisí s preferencí dluhového financování, a to zejména prostřednictvím bankovních úvěrů. Jejich získání je obecně vnímáno jako snazší a výhodnější než získání kapitálu prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. Za další významný faktor, který hraje roli při rozhodování o IPO v českém prostředí, lze považovat obavu z možné ztráty či omezení kontroly nad společností v důsledku vy-

dání nových akcií. Výsledky výzkumu naznačují, že tento argument proti IPO částečně souvisí také s tím, že činnost společnosti, zejména jejího managementu, bude po realizaci IPO mnohem podrobněji a více kriticky sledována veřejností. Negativní postoj k prvotní veřejné nabídce akcií tak může být spojen i s obavou managementu z „veřejné kontroly“ své činnosti, která musí být v případě vstupu společnosti na kapitálový trh zcela transparentní.

Další důvody nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO souvisí s jejich malou zkušeností s touto formou financování a také s neochotou přistoupit na povinnost pravidelného zveřejňování informací o své činnosti. Tento postoj tak částečně podporuje i výše uvedenou hypotézu o obavě managementu z jejich „veřejné kontroly“. Časovou a organizační náročnost celého procesu, nespokojenost s vysokými náklady na manažera emise a na ostatní poradenské firmy a v neposlední řadě také obavy z případného veřejného neúspěchu, který by mohl mít negativní dopad na společnost, považují dotazované podniky za další překážky, které jim brání v realizaci IPO.

Z výše uvedených důvodů je celý proces prvotní veřejné nabídky akcií považován za rizikovější záležitost než využití alternativních zdrojů financování společnosti, což přímo souvisí s jeho nízkou popularitou na českém kapitálovém trhu.

## ZÁVĚR

V současné době již neexistují žádné legislativní ani obecně ekonomické bariéry, které byly v minulosti označovány za významné překážky pro realizaci IPO v českých podmínkách. Záleží tedy zejména na přístupu jednotlivých společností k této formě financování a na posouzení nejen všech negativ, ale i pozitiv, které jsou s IPO spojeny. Domnívám se, že nedůvěra v český kapitálový trh postupně vymizí a přední české společnosti se brzy odpoutají od velké závislosti na úvěrovém financování a budou postupně vstupovat na český kapitálový trh prostřednictvím IPO. Je vhodné si uvědomit, že stejným způsobem, jakým podniky diverzifikují svá aktiva, by měly využívat i vícezdrojového financování. To jim umožní vyvažovat nevýhody dluhového financování společně s omezenou tvorbou interních zdrojů s výhodami, které IPO poskytuje.

## SOUHRN

Ze zkoumání stavu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice vyplývá, že v podmínkách českého kapitálového trhu není zatím příliš obvyklé financovat rozvoj firmy touto formou, která souvisí s jejím vstupem na kapitálový trh. Porovnáme-li tuto situaci se stavem prvotních veřejných nabídek akcií na zahraničních trzích, je nutné konstatovat, že český kapitálový trh vykazuje v tomto smyslu anomálii, a to nejen ve vztahu ke kapitálovým trhům vyspělých zemí, mezi které patří například Spojené státy americké nebo Japonsko, ale i ve vztahu k trhům střední a východní Evropy. V článku je představeny výsledky analýzy hlavních příčin nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím veřejné emise akcií. Tyto příčiny byly analyzovány komplexně, a to od počátku fungování novodobého kapitálového trhu v ČR až po dnešní dobu, která se zdá být z důvodu



čtyř prvotních veřejných nabídek akcií uskutečněných během posledních dvou let o něco příznivější než na konci minulého století. K dosažení tohoto cíle byl proveden sekundární výzkum literárních zdrojů zabývajících se uvedenou problematikou a primární výzkum v českých podnicích.

Výzkum prokazuje, že v současné době jsou již všechny nejvýznamnější legislativní bariéry, jakož i bariéry ekonomické, které byly v minulosti považovány za další příčiny nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu, odstraněny. Hlavní příčiny stále nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice proto bylo nutné hledat v další skupině překážek zvýšení jejich počtu, tj. na straně potenciálních emitentů. Se zřetelem na tuto skutečnost byl proveden kvantitativní výzkum v českých podnicích. Provedený výzkum prokázal, že nízký zájem českých podniků o financování svého rozvoje prostřednictvím IPO souvisí s preferencí dluhového financování, a to zejména prostřednictvím bankovních úvěrů. Jejich získání je obecně vnímáno jako snazší a výhodnější než získání kapitálu prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. Za další významný faktor, který hraje roli při rozhodování o IPO v českém prostředí, lze považovat obavu z možné ztráty či omezení kontroly nad společností v důsledku vydání nových akcií. Výsledky výzkumu naznačují, že tento argument proti IPO částečně souvisí také s tím, že činnost společnosti, zejména jejího managementu, bude po realizaci IPO mnohem podrobněji a více kriticky sledována veřejností. Negativní postoj k prvotní veřejné nabídce akcií tak může být spojen i s obavou managementu z „veřejné kontroly“ své činnosti, která musí být v případě vstupu společnosti na kapitálový trh zcela transparentní. Další důvody nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO souvisí s jejich malou zkušeností s touto formou financování a také s neochotou přistoupit na povinnost pravidelného zveřejňování informací o své činnosti. Časovou a organizační náročnost celého procesu, nespokojenost s vysokými náklady na manažera emise a na ostatní poradenské firmy a v neposlední řadě také obavy z případného veřejného neúspěchu, který by mohl mít negativní dopad na společnost, považují dotazované podniky za další překážky, které jim brání v realizaci IPO.

prvotní veřejná nabídka akcií, IPO, český kapitálový trh, financování

## SUMMARY

Funding development of the company through the “Initial Public Offering” has a high representation globally, the Czech Republic unlike, and belongs to traditional methods of raising funds necessary for development of business in the developed capital markets. In the United States of America, Japan and in the Western Europe countries the method of company funding through IPO has been applying for several decades already. The first public stock offerings began to be applied in these markets in higher volumes from the beginning of the 60<sup>th</sup> of the last century. From that period importance of IPO goes up globally and the initial public stock offerings begin to be applied more and more even in the Central and Eastern European countries. Under the conditions of the Czech capital market this way funding of development of the company, connected with its entering into the capital market, is not very usual. The paper introduces the results of an analysis identifying the causes of the low numbers of IPOs in the Czech Republic. These causes were analyzed in a comprehensive way covering the period of time from the beginnings of the modern-day capital market in the Czech Republic until the present times. In order to reach the objective, the secondary research of the literature sources, focused on the issue in question and the primary research in the Czech companies was carried out.

It is manifested in the research that all major legislative as well as economic barriers that in the past were considered the causes of the low numbers of initial public offerings in the Czech capital market have been removed. It was therefore necessary to look for other causes of the low numbers of IPOs elsewhere that is with prospective issuers. In view of this, quantitative primary research in Czech companies was conducted. The carried out research has proved that low interest of the Czech companies in funding their development through IPO is connected in particular with good availability of bank credits. Their granting is perceived generally as a simpler and more advantageous method than raising the funds through the initial public share offering. Fear of possibly lost or restricted control over the company due to issue of the new shares can be considered another significant factor playing an important role, when deciding IPO in the Czech environment. Negative approach to the public offer of the stock can be connected with fear of the “public control” of management activities, which must be absolutely transparent after the company enters the capital market. Other reasons of the low interest of the Czech companies in funding their activities through IPO is connected with their negligible experience of this form of funding and also with their unwillingness to accept the duty of regular public reporting of its activities. Time and organization complexity of the whole process, dissatisfaction with high costs for the issue manager and for other consulting companies and, last but not least, also the fear of possible public failure, which might affect the company negatively, are another barriers to IPO realization.

## LITERATURA

- Asociace pro kapitálový trh ČR, 2001: *Některá doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu*. Praha: AKAT ČR, 6 s. Dostupné z <http://www.akatcr.cz/webmagazine/articles.asp?id=42&idk=184>.
- GIUDICI, G., PALEARI, S., 2003: Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s. *European Financial Management*, Vol. 9, No. 4, p. 513–534. ISSN 1354-7798.
- IVANOV, V., LEWIS, C. M., 2003: *The Determinants of Issue Cycles for Initial Public Offerings*. Working Paper, Owen Graduate School of Management. Dostupné z <http://ssrn.com/abstract=471461>.
- Komise pro cenné papíry, 2001: *Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR*. Praha: KCP, 22 s.
- Komise pro cenné papíry, 2004: *Návrh opatření zlepšujících fungování kapitálového trhu*. Praha: KCP.
- LOWRY, M., 2002: Why Does IPO Volume Fluctuate So Much? *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, p. 3–40. ISSN 0304-405X.
- PALEARI, S. et al., 2006: *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Universoft, 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- Strategie udržitelného rozvoje České republiky, 2004: Praha.
- VALACH, J. a kol., 2001: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 447 s. ISBN 80-86119-38-6.
- Zákon č. 513/1992 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 47/2002 Sb., o podpoře malého a středního podnikání, ve znění pozdějších předpisů.

Adresa

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D., Ústav ekonomiky, Fakulta podnikatelská VUT v Brně, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, Česká republika, e-mail: meluzint@fbm.vutbr.cz