

PŘEHLEDY

MDT: 336.763.3;336.275.3

klíčová slova: dluhopisy – finanční trhy – historie – Česká republika

Pohled do historie trhu dluhopisů na území České republiky

Anna DVOŘÁKOVÁ*

Historie dluhových instrumentů má kořeny již ve středověku (dlužní úpisy, směnky). Směnka a jí podobné směnitelné cenné papíry se staly vzorem pro řadu typů cenných papírů – počínaje dluhopisy až po akcie (Koloušek, 1909). První dluhopisy se na českém území objevily v období vlády habsburských panovníků. Tato práce proto začíná v dobách Rakousko-Uherska, pokračuje obdobím za tzv. první republiky, socialismu a končí obdobím znovuoobnovování trhu v posledních deseti letech.

Společná minulost s Rakouskem se sice může jevit jako poměrně vzdálená, ale i v současnosti jsou stále ještě patrné známky podobného charakteru trhu dluhopisů v obou zemích. Opětovné přibližování těchto trhů je navíc podpořeno užší majetkovou provázaností významných finančních institucí.

1. Před tzv. první republikou (resp. stav za Rakousko-Uherska)

1.1 Státní finance

V současné době existují dluhopisy především v dematerializované podobě; po dlouhou dobu své existence existovaly však především v listinné podobě a mají tak společnou historii s papírovými penězi.¹

Na území dnešní České republiky se objevují první listinná platidla za vlády Marie Terezie jako 6% státní půjčka. Byly vydány roku 1762, postupně však do konce září 1766 z oběhu staženy a zničeny. Průlom ve státních financích v druhé polovině 18. století nebyl spojen pouze s vydáním papírových platidel, ale také se vznikem veřejné burzy ve Vídni (od roku 1771) a s rychlým nárůstem státního dluhu.

Dluh rakousko-uherské monarchie (tj. ještě před vyrovnáním s Uhrami v roce 1867) spravovala státní banka Wiener Stadt-Banco² (která dala do oběhu i výše zmíněné papírové peníze). Státní obligace byly zpočátku vydávány s úrokem 6 % i vyšším (Koloušek, 1909). Dluhová služba se postupně stávala příliš nákladnou a po sedmileté válce³ došlo ke konverzi na obligace

* V době vzniku článku doktorandka na Institutu ekonomických studií FSU UK Praha; nyní: Česká spořitelna a. s. Praha (a.v.dvorakovi@quick.cz)

¹ V dnešní době však stejně jako u dluhopisů narůstá role dematerializované podoby peněz.

se 4% kuponem, přičemž některé konverze probíhaly v podstatě pod nátlakem (na kuponový zisk ze starých obligací byla uvalena daň, která snížila zisk na úroveň nižšího úročení nových obligací). I přes uvedenou konverzi razantní růst státního dluhu pokračoval – od roku 1766, kdy činil 107 mil. zl., se do roku 1777 zvýšil na 252,6 mil. zl. a roku 1793 činil 390 mil. zl. Část dluhu převzaly stavy českých a rakouských zemí a na ni poté vydaly obligace.

Dalším významným zásahem do státních financí byly další válečné konflikty (zejména napoleonské výboje). Vláda si vypomáhala zvyšováním daní a vydáváním nových papírových peněz, čímž ovšem došlo ke zhoršování kvality papírových platidel (tzv. bankocetlí – neúročitelné) a růstu cenové hladiny. Tuto situaci můžeme ilustrovat i výrazným poklesem ceny státních obligací: v lednu 1799 činila 70,1 % a roku 1810 10,5 % – cena ve stříbrě (Koloušek, 1909).

Počátek 19. století je poznamenán dalšími významnými událostmi ve státních financích habsburské monarchie. Roku 1811 byla provedena Wallisova reforma čili devalvace neboli státní bankrot (cena papírových a měděných peněz byla snížena na jednu pětinu jmenovité hodnoty) a stát se tak zbavil přibližně 80 % svých dluhů. Zároveň byly vydány nové papírové peníze, tzv. šajny; opět se však postupně jejich hodnota snižovala (šajny nedosáhly kupní síly stříbrných peněz). Později byly doplněny emisí anticipačních listů, které lze z právního hlediska považovat za státní obligace; v obecném pojetí splynuly se šajny a představovaly inflační peníze (Vencovský, 1999, s. 59).

Finanční poměry v zemi pomohlo stabilizovat zavedení cedulové banky (1816) s privilegiem na 25 let. Cedulová banka stahovala měnu z oběhu (včetně 1% obligací) a za přijaté cedule vídeňské měny byly bankou vydány 2,5% dluhopisy, jež se měly postupně splácet ze splátkového fondu (pod správou cedulové banky) dotovaného státem.

Nové typy obligací jsou spojeny s rokem 1848 (zrušení poddanství a roboty) – jde o tzv. **vyvazovací obligace pozemkové** (*Grundentlastungsobligationen*), kterými zemská hospodářství částečně odškodňovala vrchnosti za jejich bývalá vrchnostenská práva nad selskými usedlostmi. Oprávněné osoby obdržely 5% obligace v nominální hodnotě 20násobku ušlého zisku. Podobného původu byly také propinační nebo výčepní obligace v jednotlivých zemích a obligace na vyvázání z vinného desátku aj. Vyvazovací obligace po roce 1849 byly vydány především ve slosovatelné podobě s konečnou dobou do splatnosti 35–45 let (většinou byly postupně spláceny podle slosování). V jednotlivých zemích však zbyly tyto dluhy i déle, protože byly konvertovány do novějších (s nižším úrokem). Splacení obvykle napomohla vysoká inflace spojená s válečnými konflikty.

Zajímavým typem dluhopisů z druhé poloviny 19. století byly rovněž tzv. salinky, sloužící – podobně jako pokladniční poukázky – jako prostředek k doplnění hotovosti. Jejich zvláštností (která jim dala i jméno) bylo hypo-

² Wiener Stadt-Banco byla založena 24. 12. 1705 na základě úmluvy habsburského dvora s vídeňskou obcí. Stát ale vídeňskou obec postupně z vedení banky vytlačoval, takže k roku 1759 byla banka již prakticky státní. (Vencovský a kol., 1999)

³ Během sedmileté války (1756–1763) se státní dluh zdvojnásobil (Pekař, 1991).

teční zajištění na některých alpských salinách. Jejich celkový objem byl regulován zákonem (Drachovský, 1911).

Struktura státního dluhu se stávala postupně stále složitější v důsledku mnoha změn v měnové politice (např. nejprve zavedení stříbrné měny, pak měny zlaté a ustanovení koruny), takže ke konci 19. století byla poměrně nepřehledná. Dluhopisy se vyskytovaly v papírové nebo stříbrné měně, s určitou i neurčitou dobou do splatnosti, úročené i neúročené, podmíněně splatné, slosovateľné apod. Neustálá snaha a potřeba reformovat dluh však na druhé straně napomohla rozvoji dluhových instrumentů.

Počátek 20. století je poznamenán přípravou na válku. Finance se měly získávat lombardem státních dluhopisů u cedulové banky. Protože však lombard již vydaných dluhopisů nestačil, vydávaly se postupně směnky a dluhopisy nové. Kromě toho se také tiskly peníze nové. Z velké části (80,4 %) kryly mimořádné válečné výdaje Rakouska-Uherska veřejně vypisované válečné půjčky. Ze země ve válečném konfliktu jich Rakousko-Uhersko vydalo nejvíce: 8 rakouských (v nominální hodnotě 35 mld. korun) a 13 uherských (19 mld. korun). Dále byly hrazeny mimořádné válečné výdaje ze 7 % zahraničními půjčkami a zbytek zvýšenými daňovými příjmy (Vencovský a kol., 1999).

Objem veřejně upisovaných půjček byl tak velký a jejich frekvence tak vysoká, že byly vykládány k úpisu každého půl roku a veřejně upisovanými místy byly státní poklady, daňové úřady, pošty, filiálky a pobočky Rakousko-uherské banky, pojišťovací ústavy a rozsáhlá síť peněžních ústavů (včetně spořitelen). Při upisování těchto půjček byly zdůrazňovány vlastenecké pohnutky,⁴ zároveň však byly upisovatelům (jichž bylo téměř 900 tisíc) poskytovány „výhodné“ podmínky – zejména vyšší úrok (5,5 %) a daňové úlevy.

Kromě státu existovala v rámci rakousko-uherské monarchie řada dalších emitentů z řad municipalit a finanční i podnikové sféry. Navíc bylo v 19. století možné vydávat dluhopisy fyzických osob (bohatších jednotlivců), a tak vznikly např. loterní půjčky Salmovy, Keglevichovy, Waldsteinovy, Pálffyho a hraběte St. Genois. Postupně se od této praxe opustilo a v dnešní době je právo vydávat dluhopisy přiznáno pouze právníkům osobám.

1.2 Municipality

Přehled nejvýznamnějších emitentů z řad municipalit poskytuje *tabulka 1*.

Dílčí úpisy Prahy přes její vysoké zadlužení neexistovaly, protože byla financována zejména přes tzv. komunální obligace Zemské banky Království českého.

1.3 Podnikové dluhopisy

Mezi oblíbené a časté dluhopisy patřily dluhopisy drah (a to jak státní, tak nestátní části drah⁵) – zejména prioritní obligace: „Prioritní obligace

⁴ „Na výzvu z Vídně český místodržitel zajišťoval úpisy též osobními dopisy asi 300 osobnostem české šlechty, velkostatku, průmyslu, obchodu a financí.“ (Vencovský a kol., 1999)

TABULKA 1 Municipální obligace na počátku 20. století

municipální obligace (nejdůležitější)	k roku 1908
Ústí nad Labem	6 mil. K
Brno	2 mil. K
České Budějovice	2 mil. K
Mariánské Lázně	3 mil. K
Karlovy Vary	14 mil. K
Plzeň	2 mil. K
Vídeň	648,5 mil K (+ 800 mil. K plánované) – více než Berlín

zdroj: (Koloušek, 1909)

TABULKA 2 Podnikové dluhopisy na počátku 20. století

společnost	poznámka
železniční dráhy	
Společnost jižní dráhy	16 různých emisí (A, C, O, K, H, J ,D ad.) celkem v nominální hodnotě přes 2,44 mld. frs. se splatností 1968 nebo 1954 (umožují se); 4 338 099 kusů 3% prioritní obligace po 500 frs. = 20 £ = 200 zl.
Společnost státní dráhy	např. 2 x 3% obligace po 500 frs.
Společnost severní dráhy císaře Ferdinanda	různé půjčky prioritní, které vesměs převzal stát jako své vlastní dluhopisy
Společnost severozápadní dráhy	5% prioritní obligace – později konvertovány, + 4% obligace
paroplavební společnosti	
paroplavební společnost Adria	3 mil. zl. 4,5 % z r. 1891 do r.1911
Dunajská paroplavební společnost Lloyd	10 mil. m. r. 1886 několik
hutnické společnosti	
Alpínská montánní společnost	4,5 % 25 mil. frs.
Trifailská dolovací společnost uhlí	
Česká montánní společnost	
Poldina huť	4 % 3,5 mil. K
jiný průmysl	
Union železářská a na výrobu plechu	1 mil. zl. po 6 % a 5 %
Pottendorfská přádelna	0,9 mil. zl.

zdroj: (Koloušek, 1909)

čelnějších a výnosnějších drah jsou zrovna tak hledaným papírem jako zástavní listy, neboť i ony jsou dobře zástavou a výtěžkem dráhy kryty a z té příčiny obecnost v nich rádo ukládá své úspory.“ (Koloušek, 1909).

Tabulka 2 podává přehled toho, jaké typy společností financovaly svou činnost prostřednictvím obligací na přelomu 19. a 20. století. Pravděpodobně žádná z těchto společností (či její nástupce) by v dnešní době (tedy o sto let později) nebyla schopna se financovat prostřednictvím dluhopisů na veřejném trhu (vzhledem ke svému zániku nebo nízké perspektivě). A to ve vět-

⁵ Soukromá část železnice byla výnosnější, kapitálově silnější a vydávala více obligací než část státní.

šině případů dluhopisy znamenaly opravdu dlouhodobé financování (i několik desetiletí – viz Společnost jižní dráhy).

1.4 Vybrané charakteristiky dluhopisů a obchodů s nimi

Roku 1897 vyšlo první vydání knihy Jana Kolouška „Cenné papíry, jich národohospodářský, veřejný a obchodní význam“, kterou sám autor označil ze první soustavnější práce o cenných papírech (a to nejen na území České republiky). Z této knihy pochází následující charakteristika dluhopisů: „Veliké podniky nebo veřejná hospodářství potřebují úvěrových kapitálů a zjednávat si je výpůjčkami. Výpůjčky takové bývají pravidelně tak obrovské, že by se těžko daly od několika málo jednotlivců sehnati. Z té příčiny rozdělí se celý dluh na samé menší části v zaokrouhlených obnosech (po 100, 1000, 5000, 10.000 K atd.), a na jednotlivé tyto částečné dluhy vydají se cenné papíry zvané částečnými dluhopisy (díličními úpisy, Theilschuldverschreibungen, partielle Obligationen, obligations partielles).“ V dnešní finanční terminologii se už nepoužívá termín částečný dluhopis, ale jen dluhopis. Avšak obdobně můžeme definovat dluhopis i v dnešní době.

Pro srovnání s dnešním stavem jsou připomenuty i další charakteristiky:

a) splátky a splatnost

Již v 19. století známe dluhopisy splatitelné v pravidelných splátkách, tzv. annuity, dále diskontované cenné papíry, dluhopisy s pravidelnými platbami kuponů a oproti současné době byly oblíbené perpetuity (věčně trvající dluhopisy).

Na rozdíl od dneška neměla doba do splatnosti příliš velký vliv na výnos dluhopisu (nepoužíval se koncept výnosové křivky). Pro dnešního hráče na trhu dluhopisů je skoro nepředstavitelné, že se i v odborné literatuře (Koloušek, 1909) porovnávaly výnosy dluhopisů bez udání doby do splatnosti.

b) promlčitelnost

Počátkem 20. století byla lhůta na promlčení jistiny 30 let, kuponů 3–6 let – blíže určeno v emisních podmínkách. Také dnes musí být promlčitelnost specifikována v emisních podmínkách, avšak podle zákona o dluhopisech 530/1990 Sb. (v novelizovaném znění) § 23 se práva z dluhopisů promlčují uplynutím 10 let ode dne jejich splatnosti.

c) daně

Státní dluhopisy nepodléhaly žádné daňové povinnosti (“dle nového berního zákona vůbec vši daně prosty [...]“ (Koloušek, 1909)). Příjem z ostatních dluhopisů (resp. jejich kuponů) podléhal dani z příjmu ve výši 2 % nebo 0,5 % (tedy výrazně nižší než v dnešní době – blíže viz závěrečná část této práce). Nižší sazba se týkala zástavních listů zemských bank a dalších podobných dluhopisů těchto bank. Výjimkou byla navíc Rakousko-uherská banka, jejíž zástavní listy byly od daně zcela osvobozeny. Avšak tento výjimečný přístup k uvedené bance byl kritizován odbornou veřejností. Z výnosů cenných papírů se rovněž platila tzv. daň burzovní.

d) typy obchodů

Již počátkem 20. století probíhaly na území dnešní ČR nejen promptní

(spotové) obchody, ale také obchody termínové (dříve nazývané lhůtní). Banky podrobené veřejnému účtování, zejména banky pod státním dozorem, měly zakázány spekulativní termínové obchody.

Mezi standardní obchody patřil rovněž diskont směnek, lombardování cenných papírů apod.

e) role parlamentu

Co se týče státního dluhu, měl parlament právo povolovat úhrady, změny finančních předpisů, konverze státního dluhu a kontrolu financování státu (Drachovský, 1911).

1.5 Banky jako účastníci na trhu dluhopisů

Mezi hlavní účastníky trhu patřily od počátku banky. Působily stejně jako v dnešní době ve funkci emitenta dluhopisů, prostředníka/manažera emise státních i nestátních dluhopisů a investora. Jejich spolehlivost a bezúhonnost měla být zajištěna veřejnou kontrolou, kterou měla zabezpečit akciová forma společnosti, případně veřejné (státní, zemské, obecní atd.) vlastnictví. Dluhopisy mohly být vydávány pouze bankami s koncesí udělovanou státním orgánem.⁶

Emisí dluhopisů se rozumělo vydávání, resp. tisknutí (částečných) dluhopisů a jejich prodej na burze i mimo ni, inkasování splátek včetně kuponů. Za tyto služby si banka inkasovala přírážku (marži) k úroku obvykle rozdělenou na několik prvních let půjčky (např. Česká zemská hypoteční banka 0,25 % v prvních osmi letech, ale rakousko-uherská banka 0,75 % i při 50letých půjčkách⁷).

Emise státních a dalších veřejných dluhopisů prováděly banky buď formou vlastní půjčky (přes vlastní účet banky) a následného prodeje na burze, nebo v jiných peněžních ústavech (tvorba syndikátu), nebo veřejnou subskripci (úpisem – forma aukce). V obou případech si banka organizující vydání dluhopisů účtovala za svou činnost provizi. V případě velmi dobrého úpisu bylo možné, že se banka podělila o svůj zisk z dlužníkem.

Půjčku (podnikovou, bankovní nebo veřejnou) bylo obvykle možné splácet rychleji, než bylo stanoveno umořovacím plánem; rovněž bylo možné (a ne neobvyklé) půjčku konvertovat (tj. stáhnout a opět vydat s nižším úrokem) – jde o dnešní období možnosti přivolání ((kupní (*call*) opce)). Konverze probíhala tak, že majitelé dluhopisů byli vyzváni, aby si v určité lhůtě sami zvolili, zda chtějí vyplatit dlužnou částku, nebo vyměnit dluhopis za nový, níže úročený.

Emise mohla probíhat i v tranších, a to obvykle u menších objemů standardních státních půjček („známého a obvyklého typu“ (Koloušek, 1909)). Ministerstvo financí vybralo banku (komisionáře), která pak prodala dluhopisy na burze při denním kurzu.⁸

Dluhopisy (resp. částečné dluhopisy včetně loterijních⁹) se staly podle Ko-

⁶ Na počátku 20. století patřily mezi banky s koncesí: Rakousko-uherská banka, Rakouský úvěrní ústav pozemkový = Oest. Bodencreditanstalt; Central-Boden_Creditbank; Haličská akciová hypoteční banka, různé zemské hypoteční banky, Železniční banka akciová ve Vídni s právem emise dluhopisů železničních ap.

⁷ Rakousko-uherská banka měla na provizích z hypoték ročně asi 2,5 mil. K.

louška nejoblíbenějšími cennými papíry. V čele byly státní dluhopisy, ale i některé jiné formy dluhopisů dosahovaly až do výše objemu státních dluhopisů. „Akcije neposkytují dohromady ani z daleka tak velikých důchodů jako částečné dluhopisy.“ (Koloušek, 1909)

2. Tzv. první republika

2.1 Státní finance

Republika československá se dostala hned na počátku svého vzniku do značných finančních problémů – stát nedisponoval příjmy (tj. neexistovaly daně, dávky, cla ani poplatky ze státních monopolů), ale vysokými závazky. Československo na sebe přijalo povinnou kvótu předválečných dluhů rakouských a uherských (mimo válečných dluhů) a rovněž se zavázalo platit náhradu za osvobození (750 mil. franků ve zlatě¹⁰). Zadlužení navíc rostlo deficitními rozpočty v prvních letech republiky (např. opravený rozpočet na rok 1919 počítal s příjmy 3,7 mil. Kč proti výdajům ve výši 8,6 mil. Kč).

Kozák (1932) rozděloval dluh tzv. první republiky na:

- a) dluh převzatý po bývalém Rakousku-Uhersku,
- b) předpřevratové dluhy revoluční,
- c) závazky z mírových smluv – zejména Saintgermainské a Trianonské (s výjimkou dluhů převzatých po Rakousku-Uhersku),
- d) vlastní státní dluh vyplývající ze státního hospodářství od 28. 10. 1918.

Závazky a dluhy mimo bodu d) byly dědictvím po Rakousku-Uhersku. Ještě v roce 1930 tvořily více než 50 % objektivně zjištěného dluhu Československé republiky; ten v té době dosahoval 33 mld. Kč (Kozák, 1932).

První a snad nejznámější prvorepublikovou půjčkou byla 4% půjčka Národní svobody vypsána ve výši 1 miliardy korun.¹¹ Tato půjčka byla prvním československým zahraničním papírem obchodovaným na Pražské burze. Zároveň s vypsáním půjčky zrušil Národní výbor 2. 11. 1918 povolení platit daně dluhopisy válečných půjček a v lednu 1919 byl vyhlášen zákaz lombardovat válečné dluhopisy. V roce 1919 dostal stát rovněž zahraniční půjčky (tzv. anglický, americký, francouzský a italský úvěr), které byly většinou podloženy obligacemi. Například americký úvěr krylo 80 obligací, z nichž 36 bylo splatných mezi lety 1925–1943 a 44 mezi lety 1944–1987 podle umořovacího plánu s 3,5% úrokem (Kozák, 1932, s. 196). Další finanční potřeby (např. na měnovou rozluku) byly financovány domácími půjčkami a zálohami. Zatímco v prvním roce hrála velkou roli i snaha pomoci nově vybudované republice, postupně tento entuziasmus

⁸ Tak to probíhalo např. při vydávání tzv. umořovací renty (Tilgungsrente) splácení dluhu ve slosovateľných obligacích. Počátkem 20. století umořovací rentu přejala státní poštovní spořitelna.

⁹ Loterijní dluhopisy byly upraveny zákonem z roku 1889. Od tohoto roku nevydal stát žádnou loterijní půjčku. I po tomto roce však loterijní půjčky existovaly jako půjčky městské nebo úvěrových ústavů.

¹⁰ Tato částka odpovídá sumě, kterou platili Poláci, Rumuni a Jihoslované dohromady.

¹¹ Upsaly ji české peněžní ústavy (v čele s Živnobankou s 330 mil. korun) s okamžitou zálohou ve výši 100 mil. korun.

opadal, a tak byla první polovina dvacátých let spojena s problémy se získáváním financí a se splácením kratšího dluhu. Roku 1921 přistoupil stát pro zvýšení atraktivnosti svého dluhu opět ke slosovatelné půjčce¹² (2% úrok, objem 1 mld. Kč na dobu 25 let, 2krát ročně slosovatelné). Prodáno bylo však pouze 2,7 % z celkové emise. Stát v této době obdržel rovněž známou „moučnou“ půjčku, sloužící jako jednorázová pomoc od americké vlády na nákup mouky.

Počátek 20. let je spojen rovněž s problémy v bankovní sféře. Protože byly částečně způsobeny státní finanční politikou, přistoupil stát k sanaci některých bank z veřejných prostředků. Byla přijata řada zákonů na překonání bankovní krize, mezi nimi byl i zákon o zřízení Zvláštního fondu pro zmírnění ztrát z poválečných poměrů. Finance do tohoto fondu pocházely z emise 1,64 miliardy 4% dluhopisů umořitelné ve 40 letech (ty pak byly rozdělovány speciální komisí).

Problémy se splatností krátkodobého dluhu v polovině 20. let vyústily v konverze do dlouhodobějšího dluhu a minimalizací nových krátkodobých dluhů. Například v roce 1925 nebyl kontrahován žádný nový krátkodobý dluh. Tyto prolongace, přebytky státního rozpočtu i pokles úrokových sazeb pak přispěly ke stabilizaci finančních poměrů v zemi.

Positivní vývoj byl však přerušen hospodářskou krizí a později druhou světovou válkou. V roce 1928 činil národní důchod přibližně 67 mld. Kč. Státní dluh tvořil tedy zhruba 42 % národního důchodu. Hospodářská krize spojená s růstem zadlužení a s poklesem národního důchodu vedla k výraznému růstu tohoto poměru.

2.1.1 Státní agentury a burza

Od května 1919 do vzniku cedulové banky plnil roli cedulové (centrální) banky Bankovní úřad Ministerstva financí. Národní banka československá, která převzala roli cedulové banky, vznikla až roku 1926. Oprávnění Bankovního úřadu MF byla rozsáhlá a umožňovala plnit prakticky všechny potřebné úkony cedulové banky.

Nejvyšším správním orgán státního dluhu bylo Ministerstvo financí. Prováděním konkrétních věcí bylo pověřeno Ředitelství státního dluhu (zřízeno 22. 12. 1920 zákonným nařízením č. 686).

V roce 1934 byl na zásah vlády zřízen k regulaci československého peněžního a kapitálového trhu Československý reeskontní a lombardní ústav. (Vencovský, 1999). Jeho činnost – na rozdíl od burzy – nebyla přerušena ani během okupace.

Činnost Pražské burzy byla po první světové válce oficiálně zahájena 3. února 1919. V důsledku měnové odluky byla burza brzy poté na několik měsíců uzavřena. Dne 21. 9. 1938 byl obchod na Pražské burze oficiálně zastaven. Po skončení druhé světové války v roce 1945 nebyla činnost Pražské burzy obnovena, avšak formálně Pražská burza zrušena nebyla.

¹² Podla Bráfa se tato forma půjčky „vyskytuje jen ve státech s financemi více méně rozrušenými, které se chápou tohoto prostředku, aby pomocí lákadel výherních sjednaly si zápůjčku za podmínek příznivějších, než by jim dopouštěl úvěr jejich z jakýchkoli příčin nedosti upevněný.“ (Kozák, 1932, s. 200)

2.1.2 Specifika státních dluhopisů

Základní charakteristiky a typy státních dluhopisů se příliš nelišily od dob Rakouska-Uherska. Období trvání tzv. první republiky bylo však výrazně kratší než trvání monarchie a velmi svázané převzatým dluhovým břemenem, a tedy i typy dluhopisů. Zajímavým prvorepublikovým prvkem byly půjčky spojené se záměnou rakouských státních dluhopisů (Kozák, 1932, s. 218): v případě zapůjčení měl poskytovatel půjčky nárok na vyplacení i části bývalých specifikovaných rakouských státních dluhopisů.

Mezi důležitou vlastnost státních cenných papírů patřilo, že je bylo možné použít jako kauci ke každému státnímu jednání a byly přijímány k placení různých daní a dávek.¹³

Další výraznou změnou byla skutečnost, že zdroje financování (a nejen státu) začaly pocházet od místních subjektů; na tom mělo částečně svůj podíl i efektivnější fungování burzy.

2.2 Nestátní emise

2.2.1 Zemské půjčky

Jednotlivé země (v rámci republiky) mohly vydávat dluhopisy na úhradu svých nákladů (stavby budov, úpravy řek, elektrizaci atd.). Jednalo se především o formu vlastních dlužních slosovatelých úpisů, jako byla např. 5% a 4,5% moravská zemská půjčka.

2.2.2 Municipální půjčky

Podobný původ a charakteristiky měly i půjčky obcí (měst), jako byla např. 4% a 5% půjčka města Prahy, 4% půjčka města Plzně, Smíchova atd.

2.2.3 Hypoteční půjčky

Zemské peněžní ústavy poskytovaly půjčky a prodávaly dlužní úpisy v následujících podobách:

- a) hypoteční zástavní listy – vydávané hypotečními bankami. Podkladem zástavních listů jsou nemovitě zástavy – hypotéky;¹⁴
- b) základní, komunální, meliorační a železniční úpisy – vydávány zemskými bankami. Zemské banky získávaly těmito úpisy základní provozní kapitál pro poskytování úvěru státu, zemi, obcím a jiným veřejným korporacím (komunální úpisy), na meliorace pozemků (meliorační úpisy), na stavbu místních drah (železniční úpisy).

Tyto úpisy vydané hypotečními a zemskými bankami byly zaručeny (kromě příslušných zástav) zemí, ve které působily, a případně i státem.

Výnosy těchto dluhopisů se v době přípravy Fouskovy publikace (1922) pohybovaly převážně s výnosem 5–6 % v závislosti na předpokládané bonitě daných subjektů (nejnižší výnos poskytoval zástavní list České hypoteční banky).

¹³ Státní dluhopisy obsahovaly často tzv. sirotčí jistotu.

¹⁴ Hypoteční banky (s licenci) mohly půjčovat na nemovitou zástavu a rolnické pozemky – nejvýše však do poloviny odhadní ceny.

2.2.4 Dluhopisy bank

Bankovní dlužní úpisy vznikly na základě hypotečních půjček poskytnutých obchodními bankami (schválených a dozorovaných vládou) průmyslovým podnikům, kterým (na základě svých stanov) nemohly poskytovat úvěry hypoteční banky.

2.2.5 Speciální emise

Prioritní obligace drah (resp. dopravní dluhopisy) byly vydávány na základě úvěrů poskytnutých dopravním společnostem k výstavbě a udržování drah apod.

3. Přejídná období

3.1 Státní finance

Během protektorátu (1939–1945) působila řada významných subjektů pod dohledem pověřence Úřadu říšského protektora a Pražská burza přerušila svou činnost úplně. Období po druhé světové válce je poznamenáno snahou nejen o obnovu ekonomiky, ale především o zavedení plánovaného hospodářství a o přechod od kapitalistické soustavy k socialistické. Zejména od roku 1948 byly nitky navazující na dědictví tzv. první republiky a Rakouska-Uherska přerušeny.

Nová poválečná republika se rozhodla eliminovat vnitřní státní dluh podobným způsobem jako řada předchozích vlád – státním bankrotem. Došlo k němu v červnu 1953. Na počátku roku 1949 činil státní dluh 124 mld. korun, přičemž 3,9 mld. korun připadlo ročně na úroky, úmor a správu dluhu. Po provedení státního bankrotu přestal státní dluh (formálně) existovat. Státní rozpočty se vykazovaly jako přebytkové, aby se vytvářelo zdání řádného státního hospodaření. Úvěry v rámci centrálně plánované ekonomiky se udílely na základě úvěrového plánu (resp. od roku 1969 komplexního měnového plánu) (Půlpán, 1993).

Finanční sféra byla řízena prostřednictvím „monobanky“ – Státní banka československá (SBČS). „Se SBČS je spojen i pokus o obnovení emise bankovních obligací v reformě 60. let. V roce 1967 měly dát podnikům možnost výhodně uložit volné prostředky, jež by naopak bance sloužily jako zdroj dlouhodobých prostředků. Skutečně SBČS vydala zkušební emisi 3letých obligací v úhrnné hodnotě 300 mil. Kčs úročených 3,5 % per annum. Pozařazením reformy bylo v roce 1970 rozhodnuto neprovádět další emise a první emisi nechat doběhnout za dosavadních podmínek.“ (Půlpán, 1993, s. 373)

4. Novodobá historie

4.1 Transformační změny

Novodobá historie trhu dluhopisů na území České republiky začíná se změnou politického systému na přelomu 80. a 90. let minulého století. Tato

změna umožnila přechod z centrálně plánované ekonomiky na tržní a vznik tržních institucí a instrumentů. Vládním usnesením ze dne 8. 2. 1990 bylo podnikům umožněno emitovat dluhopisy. Počátkem března 1991 vstoupil v platnost nový zákon o dluhopisech, který vytvořil podmínky pro primární i sekundární trh s dluhopisy státu, bank, municipalit a podniků. V roce 1991 byl rovněž vytvořen prozatímní sekundární trh cenných papírů, který umožňoval obchodování s cennými papíry na aukcích organizovaných a zabezpečených SBČS (zpravidla jednou za čtrnáct dní). První emise státních pokladničních poukázek byly vydány v únoru 1992.

Politický vývoj hrál zejména na počátku ekonomické transformace velmi významnou roli. Nastavil směr ekonomické transformace a přinesl rozdělení bývalého Československa na Českou a Slovenskou republiku (v roce 1993). Rok 1993 je tedy dále považován za mezník, od kterého je dále sledován novodobý vývoj domácího trhu dluhopisů. V tomto roce rovněž začala plně fungovat Burza cenných papírů Praha. Základní zákonné normy vztahující se k trhu dluhopisů byly vytvořeny již do roku 1993, ale postupně proběhla a stále probíhá řada novelizací (největšího počtu novelizací se dočkal obchodní zákoník – 36krát – a zákon o dluhopisech – 8krát; údaje k polovině roku 2003).

Počáteční vývoj kapitálového trhu byl výrazně ovlivněn šíří a způsobem privatizace státem vlastněných podniků i nevýrobních jednotek. Typickým prvkem tzv. české cesty odstátnění byla kuponová privatizace¹⁵, která přivedla na trh přibližně 2000 obchodovatelných akciových titulů (značně nehomogenních co do velikosti, ziskovosti či typu podnikání). Tímto krokem byl v prvních letech transformace postaven trh dluhopisů do stínu trhu akciového.

První emise podnikových dluhopisů na BCPP zahájil ČEZ (ČEZ I 16,5%/98 a ČEZ II 14,375%/01). Mezi první banky, které vydaly své dluhopisy, patří Komerční banka (KB I 23%/95) a Živnostenská banka (11,5%/97). I z kuponových sazeb je zřejmé, že výnosová křivka byla v té době klesající – tj. dluhopisy s kratší dobou do splatnosti měly vyšší kupon a výnos než dluhopisy s delší dobou do splatnosti.

Postupně vyřazování nelikvidních akcií z burzy (tzv. delisting) upravovalo počáteční nerovnovážné postavení akcií a dluhopisů. Navíc klesal zájem o obchodování s akciemi a rostl zájem o obchodování s dluhopisy. V roce 2002 tvořil objem transakcí s dluhopisy na veřejně obchodovatelných trzích (tj. BCPP i RM-S) osminásobek objemu obchodů s akciemi (KCP, 2003).

V roce 2001 byl již zaregistrován větší počet nových dluhopisů než akcií – takže nejen objem obchodů, ale i počet nových emisí hovoří v současné době ve prospěch dluhopisů (zahrneme-li státní dluhopisy). V roce 2002 poklesla aktivita na akciovém trhu natolik, že i počet nových nestátních dluhopisů převyšoval počet nových emisí akcií (navíc se nejedná o zcela nové emise, ale pouze nové tranše). Počet nových emisí a tranší registrovaných/veřejně obchodovaných cenných papírů v letech 1994–2002 uvádí *tabulka 3*.

¹⁵ Dopady a vlivy kuponové privatizace na rozvoj kapitálového trhu a ekonomiku vůbec rozebírá řada studií, mezi jinými např. (Mejstřík, 1997).

TABULKA 3 Počet nových emisí a tranší registrovaných/veřejně obchodovaných cenných papírů (1994–2002)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
CELKEM	983	420	409	176	113	90	71	35	19
státní a ostatní dluhopisy	32	34	39	29	18	23	29	22	17
státní dluhopisy	3	4	4	7	4	4	11	15	8
dluhopisy bankovní	12	11	6	5	3	6	6	0	2
dluhopisy průmyslové	12	15	23	14	7	8	9	6	3
dluhopisy komunální	5	4	4	1	0	0	1	0	0
hypoteční zástavní listy	0	0	2	2	4	5	2	1	4
akcie	940	305	358	133	94	66	40	13	2
bankovní	12	89	41	19	8	4	4	0	0
průmyslové	335	90	95	45	33	30	8	4	1
ostatní	593	128	222	69	53	32	28	9	1

zdroj: (KCP, 2003)

TABULKA 4 Vývoj a financování státního dluhu v ČR (1993–2003)

v mld. Kč/ ke konci období	dluh	cenné papíry – celkem	státní pokladniční poukázky	státní dluhopisy	% dluhu	jiné	přímé úvěry
1993 (leden)	172,12	25,30	15,50	9,80	5,7		146,82
1993 (prosinec)	158,85	37,22	17,00	19,50	12,3	0,72	121,62
1994	157,25	52,77	23,77	28,27	18,0	0,72	104,48
1995	154,39	84,38	41,98	41,67	27,0	0,72	70,01
1996	155,16	107,26	62,60	43,94	28,3	0,72	47,90
1997	173,14	135,60	76,88	57,93	33,5	0,79	37,54
1998	194,68	170,78	99,78	70,00	36,0	1,00	23,90
1999	228,36	208,19	130,14	77,00	33,7	1,05	20,16
2000	289,32	270,83	165,28	104,32	36,1	1,23	18,50
2001	345,04	337,73	186,64	149,60	43,4	1,49	7,31
2002	395,90	388,28	164,06	222,60	56,2	1,62	7,62
2003 (červen)	452,29	439,71	172,23	265,88	58,8	1,61	12,57

poznámka: Jedná se o dluh státní pokladny, nikoliv celkové státní zadlužení, kde by musel figurovat i dluh za státními institucemi.

zdroj: MFČR: <http://www.mfcr.cz> [cit.: říjen 2003]

4.2 Státní finance

Česká republika vstupovala do transformačního období zadlužená jen nízce. Postupně však – i přesto, že navíc probíhala masová privatizace – státní dluh v důsledku transformačních změn a poměrně nákladného sociálního zabezpečení rychle narůstal. Podobně narůstalo postupně také jeho financování prostřednictvím státních dluhopisů (viz *tabulka 4*).

Počet aukcí a emisní objem dluhopisů rostl v závislosti na růstu státního dluhu. Postupně se rovněž prodlužovala doba do splatnosti, jak dokládá *tabulka 5*. Od roku 1994 se vydávají 4 nové emise státních dluhopisů ročně (mimo tzv. povodňových dluhopisů a roku 2002). Od roku 2000 se státní dlu-

TABULKA 5 Aukce státních dluhopisů

období	frekvence	doba do splatnosti nových emisí	poznámka
1993	3x ročně	2- a 4leté	
1994	3x ročně	2- a 5leté	
1995–1996	4x ročně	2- a 5leté	jedna tranše po 5 mld. Kč
1997	4x ročně + 3 tranše povodňových dluhopisů	2- a 5leté	jedna tranše po 5 mld. Kč (kromě povodňových dluhopisů)
1998–1999	4x ročně	2- a 5leté	jedna tranše po 5 mld. Kč
2000	4x ročně nové emise + 8 dalších tranší	3-, 5-, 7-, 10leté	více tranší
2001	4x ročně nové emise + 12 dalších tranší	3-, 5-, 10-, 15leté	více tranší
2002	12 dalších tranší	3-, 5-, 10-, 15leté	pouze nové tranše
2003	4x ročně nové emise + 8 dalších tranší	3-, 5-, 10-, 15leté	více tranší

zdroje: ČNB, MF ČR, Bloomberg

hopisy vydávají standardně ve více tranších, což podporuje zvyšování celkového objemu emise a zjednodušuje administrativní proces při vydávání nových emisí. Tato změna je v souladu s trendem v menších zemích EMU po přijetí eura.

4.3 Nestátní dluhopisy

Polovina devadesátých let začala příznivě pro emise podnikových i komunálních dluhopisů. Ke konci uvedeného desetiletí však téměř ustaly komunální emise (s výjimkou města Prahy; ta má i nadále dluhopisové financování), a to zejména v důsledku neúměrného zadlužení některých menších měst (např. Rokytnice n. J.) a malé likvidity. Rovněž se snížil počet nových podnikových emisí vzhledem k hospodářským změnám a zadluženosti některých firem. Na druhé straně se objem jednotlivých emisí zvýšil o emise bonitních subjektů je zájem nejen na domácím trhu (např. ČEZ).

Oblibu rovněž získaly hypoteční zástavní listy, a to jak u větších, tak u menších investorů. Jejich specifikem je nedaněný úrokový výnos. Povolení vydávat hypoteční zástavní listy mají jen banky se speciálním povolením; navíc je kvalita těchto dluhových instrumentů zvýšena krytím, které musí tvořit minimálně z 90 % hypoteční úvěry a zbytek hotovost, případně cenné papíry státu a ČNB.

4.4 Daňový režim dluhopisů

Přehled zdanění úrokového výnosu a jeho změn od roku 1993 (právnícké osoby) dává *tabulka 6*. Sazba daně z příjmů cenných papírů se liší rovněž podle typu investora – pro fyzické osoby existuje tzv. 6měsíční časový test,

TABULKA 6 Přehled zdanění úrokového výnosu a jeho změn od roku 1993 – právnické osoby

	úrokový výnos
státní dluhopisy emitované v roce 1993	srážková daň – konečná
státní dluhopisy emitované do 31. 12. 1996	0 %
státní dluhopisy od 1. 1. 1997 do 31. 12. 1997 + nestátní dluhopisy do 31. 12. 1997	25% srážková daň – konečná
státní + nestátní dluhopisy (mimo HZL) – od 1. 1. 1998 do 1. 1. 1999	25 % u zdroje – roční dodanění na 35 %
státní + nestátní dluhopisy (mimo HZL) – od 1. 1. 1999 hypoteční zástavní listy (HZL)	15 % u zdroje – roční dodanění na 31 % 0 %

zdroje: Bloomberg – zprávy; zákon o dani z příjmu 586/1992 Sb.

po jehož uplynutí zisk z prodeje cenných papírů není zdaněn. Pro právnické osoby – podle posledních novelizací zákona o dani z příjmu č. 586/1992 Sb. platných v roce 2002 – je základní sazba 31 %, pro investiční, penzijní a podílové fondy je tato sazba 25 %. Od roku 2003 činí platná sazba pro investiční, penzijní a podílové fondy 15 %. Podle dalších úprav zákona č. 586/1992 Sb. bude základní sazba postupně klesat – od roku 2004 na 28 %, od roku 2005 na 26 % a poté na 24 %.

5. Závěry

Základní typy dluhopisů a instituce působící na dluhopisovém trhu (včetně burzy) existovaly již v 18. a 19. století. Dluhopis byl a zůstal jedním z nejdůležitějších nástrojů financování státního dluhu, ovšem mimo období socialismu.

Zkušenosti a infrastruktura trhu tzv. první republiky a Rakouska-Uherska usnadnily tvorbu současných zákonných opatření. Těchto zkušeností a znalostí však bohužel nebylo plně využito – pravděpodobně kvůli velkému časovému odstupu. Svědčí o tom i „znovuobjevování“ finanční terminologie (např. dřívější pojem „lhůtní obchody“ odpovídá dnešnímu „termínové obchody“, „možnost konverse“ dnešní „možnosti přivolání/kupní opce“ apod.) a dlouhodobé zavádění dříve běžných praktik (např. možnost vydávat emise v tranších – což umožňuje sladit potřeby emitenta a podmínky na trhu).

Mezi konkrétní rozdíly mezi stavem dluhopisového trhu v současnosti a před sto lety patří například to, že v současnosti neexistují perpetuity ani slosovatelné dlužní úpisy, nepokračuje ani praxe často uplatňované určité formy umorování a konverse (do dluhopisů s nižším kuponem); ustoupilo se rovněž od emisí dluhopisů fyzických osob. Podobně již zanikla praxe dlouhodobých dluhopisů vydávaných s konkrétním účelem, jako byly např. vyvazovací obligace pozemkové.

Emise a obchodování s dluhopisy za tzv. první republiky a v předchozích obdobích by mohly svědčit o očekávání dlouhodobě vyrovnaného ekonomického vývoje: existovaly velmi dlouhodobé i nekonečné obligace s velmi nízkým kuponem (i když byly často přivolatelné, amortizovatelné); přesto bylo 19. století spojeno s častými úpravami měny a s problémy s financováním veřejného dluhu.

Výnosy státních dluhopisů v roce 2002 byly prakticky srovnatelné s výnosy před 100 lety. Současná nízká úroveň úrokových sazeb přichází v době nejvyššího nárůstu státního dluhu; historie však ukázala, že vliv na výši úroků má nikoliv výše státního dluhu, ale předpokládaná schopnost ho splatit.

Zajímavou skutečností v dlouhodobém porovnání vývoje dluhopisového trhu je rovněž fakt, že se výrazně změnila struktura podnikových emitentů. Dříve patřily mezi významné emitenty dráhy a hutní podniky, zatímco v současnosti se tyto kategorie podniků na trhu prakticky neobjevují. Podnikové dluhopisy sloužily na počátku 20. století i k ukládání úspor obyvatelstva; to v současnosti není příliš reálné kvůli vysokým jmenovitým hodnotám a celkově jiné nabídce finančních služeb (např. investice do podílových listů).

V posledních letech probíhaly časté změny právních opatření týkající se dluhopisů a dluhopisového trhu; postupně se tak směřuje k harmonizaci s platnou a připravovanou legislativou v Evropské unii. Přesto si můžeme povšimnout oblastí, které v historickém kontextu nevyznívají pro současné investory příliš povzbudivě. Příkladem může být úprava promlčitelnosti: v současnosti¹⁶ se práva z dluhopisů promlčují uplynutím 10 let ode dne jejich splatnosti, zatímco za tzv. první republiky docházelo k promlčení jistiny až uplynutím 30 let. Výrazně se lišila i výše zdanění: výnosy ze státních dluhopisů byly na počátku 20. století nedaněné a kupony nestátních dluhopisů se zdaňovaly sazbami ve výši 2 % nebo 0,5 %.

Uvedené přiblížení historického vývoje dluhopisů na území České republiky nezahrnulo všechny aspekty vývoje trhu dluhopisů, ale naznačilo složitost tvorby funkčního dluhopisového trhu a připomenulo dosažené úspěchy i prostor pro další zdokonalování podmínek na trhu.

¹⁶ podle §23 zákona o dluhopisech 530/1990 Sb. včetně platných novelizací

LITERATURA

- BENEŠ, V. – MUSÍLEK, P. (1992): *Burzy a burzovní obchody*. Praha, Informatorium, 1992.
- DRACHOVSKÝ, D. (1911): *Přehled finančního hospodářství v Rakouském státu*. Praha, 1911.
- DVOŘÁK, V. (1998): Atraktivní jsou státní dluhopisy. *Banky a finance*, 1998, č. 4.
- DVOŘÁKOVÁ, A. (1999): *Trh dluhopisů v ČR a vyspělých ekonomikách (především EMU)*. Výzkumná práce na základě grantu Kultivace finančních trhů v ČR, 1999.
- FOUSEK, F. (1922): *Příručka ku čtení burzovních a obchodních zpráv v denním tisku*. Praha, Národohospodářská knihovna, 1922.
- JÍLEK, J. (1997): *Finanční trhy*. Praha, Grada Publishing, 1997.
- KOLOUŠEK, J. (1909): *Cenné papíry, jich národohospodářský, veřejný a obchodní význam*. Praha, 1909.
- Komise pro cenné papíry Praha (KCP) (2003): *Roční zpráva o situaci na kapitálovém trhu v roce 2002*. <http://www.sec.cz>
- KOZÁK, J. (1932): *Československá finanční politika*. Praha-Brno, Orbis, 1932.
- MEJSTRÍK, M. et al. (1997): *The privatization process in East-Central Europe: Evolutionary process of Czech privatisation*. Kluwer Academic Publishing, Norwell-Dordrecht-London, Massachusetts, 1997.
- MUSÍLEK, P. (2002): *Trhy cenných papírů*. Praha, Ekopress, 2002.

Ottův slovník naučný (1888–1908). Praha.

PEKAŘ, J. (1991): *Dějiny československé*. Praha, Akropolis – Agentura Tip Š, 1991.

PŮLPÁN, K. (1993): *Nástin českých a československých hospodářských dějin do roku 1990*. Praha, Karolinum, 1993.

RAŠÍN, A. (1922): *Národní hospodářství*. Praha, Český čtenář, 1922.

VENCOVSKÝ, F. a kol. (1999): *Dějiny bankovníctví v českých zemích*. Praha, Bankovní institut, 1999.

*Informace z internetových stránek institucí
(finanční a statistická data, výroční zprávy, pravidla, terminologie)*

Burza cenných papírů Praha (BCPP) – <http://www.pse.cz>

Česká národní banka (ČNB) – <http://www.cnb.cz>

Český statistický úřad (ČSÚ) – <http://www.czso.cz>

Komise pro cenné papíry (KCP) – <http://www.sec.cz>

Ministerstvo financí ČR (MFČR) – <http://www.mfcr.cz>

Patria, a. s., Praha – <http://www.patria.cz>

Jiné informační zdroje

Bloomberg, Reuters – *data a zpravodajství*

ASPI – *zákony vztahující se k finančnímu trhu v ČR*

SUMMARY

JEL Classification: N20, N24, O16

Keywords: bonds – financial markets – history – Czech Republic

A Brief History of the Czech Bond Market

Anna DVOŘÁKOVÁ – Institute of Economic Studies, Faculty of Social Science, Charles University, Prague
(a.v.dvorakovi@quick.cz)

The article outlines the historical roots of bonds and bond-market institutions in the Czech Republic. The survey begins in early 20th century, during the Habsburg monarchy, carries through the First Republic of Czechoslovakia and the preceding post-Second World War socialist era, and culminates in contemporary times (i.e., the introduction of a free-market economy and the founding of the Czech Republic in the early 1990s to the present). Perhaps surprisingly, similar bond instruments, market infrastructures, and even similar yields are observed one hundred years ago. On the other hand, a range of differences exist, among them, for example, the existence of perpetuities, lottery bonds, and bonds issued by individuals during the Habsburg monarchy.