



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

DAŇ Z FINANČNÝCH TRANSAKCIÍ A INVESTIČNÉ PORADENSTVO

MICHELE DELL'ERA

NETECHNICKÉ
ZHRNUTIE

4/2018



© Národná banka Slovenska
www.nbs.sk
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava

research@nbs.sk

Október 2018

ISSN 1337-5830

Práca neprešla jazykovou úpravou.

Prezentované názory a výsledky v tejto štúdií sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

Všetky práva vyhradené.

Krátke časti textu, nie viac ako dva odseky, môžu byť citované bez predchádzajúceho súhlasu autorov, pokiaľ bude úplne uvedený zdroj.



Daň z finančných transakcií a investičné poradenstvo

Výskumná štúdia NBS

Michele Dell'Era¹

Abstrakt

Predkladaná štúdia skúma vplyv dane z finančných transakcií na informácie obchodníkov a ich rozhodnutia na finančných trhoch. Vychádzame z modelu obchodovania podľa odporúčaní investičných poradcov. Podľa modelu, daň zhoršuje kvalitu odborného poradenstva, keďže posilňuje motivácie poradcov k nesprávnemu poskytovaniu informácií. Tento výsledok posúva diskusiu o vhodnosti týchto daní nad rámec bežných argumentov a poskytuje nové vysvetlenie pre pozorovaný pokles informačnej efektívnosti po zavedení daní, keďže daň zhoršuje informovanosť obchodníkov. Model tiež poskytuje testovateľné predpovede týkajúce sa vplyvu daní na priemerný objem a rozptyl obchodovaného objemu financií. Štúdia napomáha k objasneniu vzťahu medzi zdaňovaním finančných transakcií a reguláciou odmeňovania investičných poradcov.

JEL klasifikácia: D83, G12, G14, G18.

Kľúčové slová: daň z finančných transakcií, investičné poradenstvo, obchodovanie na finančných trhoch.

Volne prístupné na www.nbs.sk/sk/publikacie/vyskumne-studie

¹ Národná banka Slovenska, michele.dellera@nbs.sk.



1. NETECHNICKÉ ZHRNUTIE

Štúdia skúma vplyv dane z finančných transakcií na informácie obchodníkov a ich rozhodnutia podľa odporúčaní investičných poradcov. Analýzu motivuje obnovený záujem o dane z finančných transakcií po kríze v prostredí s výrazným vplyvom investičného poradenstva na obchodovanie. Zistenia ponúkajú nový pohľad na dlhodobú diskusiu o vhodnosti zdaňovania finančných transakcií.

Globálna finančná kríza oživila záujem o dane z finančných transakcií, čo bolo ovplyvnené kombináciou obáv vlád o fungovanie finančných trhov a verejnej nespokojnosti s finančným sektorom. Francúzsko zaviedlo v roku 2012 0,1 % daň z transakcií s cennými papiermi (neskôr ju zvýšilo na 0,2 %), v Taliansku platí daň 0,1 % od roku 2013 a Európska únia zvažuje možnosť zdaňovania finančných transakcií v členských štátoch.

Odkedy Keynes (1936) prvýkrát navrhol toto opatrenie, zdanenie finančných transakcií bolo kľúčovým opatrením hospodárskej politiky, ktoré malo podporiť efektívnosť trhu a finančnú stabilitu. Podľa jej zástancov sa táto daň primárne týka obchodníkov, ktorí obchodujú z dôvodov, ktoré nesúvisia s fundamentmi, a tým vychylujú trhovú cenu od ceny určenej fundamentmi (tzv. noise traders). Avšak jej odporcovia tvrdia, že daň má vplyv predovšetkým na obchodníkov, ktorí obchodujú v súlade s informáciami o fundamentoch (informovaní obchodníci), a tým bránia tomu, aby trh zahrnul všetky dostupné informácie do cien. Odporcovia tiež tvrdia, že kvôli poklesu motivácie obchodovať daň znižuje likviditu, čím spomaľuje korekciu cien nesprávne ocenených aktív. Existujúca literatúra skúma vhodnosť tejto dane najmä z pohľadu argumentov spomenutých vyššie.

Kľúčovým, ale prehliadaným aspektom obchodovania je, že informovaní obchodníci často konajú na základe informácií získaných od investičných poradcov. Inštitucionálni investori obchodujú podľa rád analytikov na strane predaja, kým drobní investori obchodujú pod vplyvom odporúčaní finančných poradcov. Poradcovia sú však odmeňovaní formou provízie z objemu obchodu a preto provízie motivujú poradcov k poskytovaniu hoci aj nesprávnych informácií. Výhodiskom tejto analýzy je, že daň odrádza od obchodovania a tým ovplyvňuje motiváciu odborníkov poskytovať informácie.



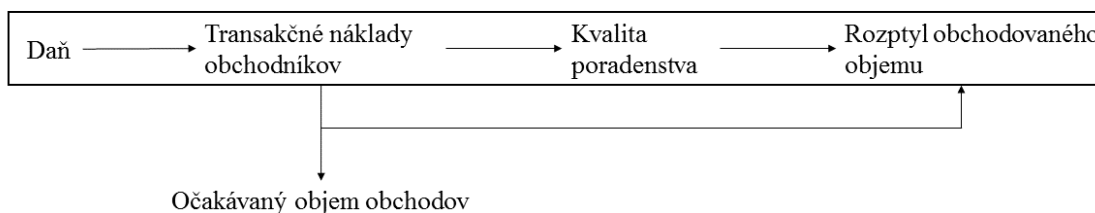
Z analýzy vyplýva, že daň zhoršuje kvalitu odborného poradenstva pre obchodníkov. Intuitívne, poradcovia majú záujem, aby obchodníci obchodovali čo najviac, pretože sú odmeňovaní cez provízie z objemu obchodu. Poradcovia preto majú podnet k nesprávnemu oznamovaniu informácií s cieľom vyvolať ďalšie obchodovanie. Avšak daň znižuje atraktivnosť obchodovania, keďže zvyšuje transakčné náklady. Z tohto dôvodu daň posilňuje motiváciu odborníkov poskytovať hoci aj nesprávne informácie a investičné poradenstvo sa stáva menej kvalitné.

Tento výsledok posúva diskusiu o vhodnosti týchto daní nad rámec bežných argumentov ohľadom vplyvu dane na likviditu a pomer šumu k informovaným obchodom. Konkrétne, zhoršená kvalita investičného poradenstva poskytuje nové vysvetlenie pre pokles informačnej efektívnosti, ktoré zaznamenali Colliard a Hoffmann (2017) po zavedení transakčnej dane vo Francúzsku. Podľa týchto autorov daň spôsobila dezinformáciu informovaných obchodníkov.

V súlade s empirickou literatúrou sa v našej štúdii zistilo, že daň obmedzuje obchodované objemy, pretože daň zhoršuje atraktivnosť obchodovania kvôli vyšším transakčným nákladom. Napríklad Meyer, Wagener a Weinhardt (2015) tiež ukazujú, že zavedenie dane vo výške 0,2 % vo Francúzsku znížilo objem obchodov o 20 %. V našej štúdii sa navyše zistilo, že daň ovplyvňuje investičné rozhodnutia aj volatilitu obchodovania v súvislosti s investičným poradenstvom.

Konkrétne, daň znižuje volatilitu obchodovania z dvoch dôvodov. Po prvé, daň zvyšuje transakčné náklady, preto obchodníci obchodujú menej. Po druhé, daň znižuje rozptyl objemu obchodovania zhoršením kvality investičného poradenstva. Ak je poradenstvo presné, pre rôzne typy optimálnych obchodov, pozorovaní odborníci majú tendenciu poskytovať rôzne rady a tým vyvolať rôzne obchodné rozhodnutia. Ak sa rada stane nepresnou v dôsledku dane, poradcovia dávajú rovnaké rady pre väčšinu optimálnych obchodov a tým vyvolajú rovnaké obchodné rozhodnutia. Preto rozdielnosť obchodov poklesne.

OBRÁZOK 1: VPLYV DANE CEZ INVESTIČNÉ PORADENSTVO



Obrázok 1 znázorňuje kanály, prostredníctvom ktorých daň ovplyvňuje kvalitu investičného poradenstva, ako aj priemer a rozptyl objemu obchodovania. Po prvé, daň znižuje priemer a rozptyl objemu obchodovania, pretože daň zvyšuje transakčné náklady. Po druhé, daň znižuje kvalitu informácií a rozdiely v objeme obchodovania prostredníctvom kanálu investičného poradenstva. Zvýšením transakčných nákladov daň zhoršuje motiváciu odborníkov poskytovať informácie, takže sa zhoršuje kvalita poradenstva a znižujú sa objemy obchodov.

Okrem lepšieho chápania vplyvu daní z finančných transakcií, naša analýza vo všeobecnejšej rovine informuje aj diskusiu o transakčných nákladoch na finančných trhoch. Konkrétne náš model ukazuje, že dane z finančných transakcií, ako aj provízie investičných poradcov z objemu obchodov, ovplyvňujú kvalitu poradenstva a investičné aktivity. Kým daň z finančných transakcií sa diskutuje v kontexte finančnej stability, provízie investičných poradcov sa regulujú osobitne v rámci ochrany investorov. Naše zistenia však naznačujú, že o dani z finančných transakcií a regulácii provízií poradcov by sa malo rozhodovať súčasne.