



Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta

Finanční trhy
Distanční studijní opora

David Fuchs

Brno 2004



Socrates
Grundtvig

Tento projekt byl realizován za finanční podpory Evropské unie v rámci programu SOCRATES - Grundtvig.

Za obsah produktu odpovídá výlučně autor, produkt nereprezentuje názory Evropské komise a Evropská komise neodpovídá za použití informací, jež jsou obsahem produktu.

This project was realized with financial support of European Union in terms of program SOCRATES - Grundtvig.

Author is exclusively responsible for content of product, product does not represent opinions of European Union and European Commission is not responsible for any uses of informations, which are content of product.

Finanční trhy

Vydala Masarykova univerzita

Ekonomicko-správní fakulta

Vydání první

Brno 2004

© David Fuchs, 2004

ISBN 80-210-3526-9

Identifikace modulu

Znak

- KFFITR

Název

- Finanční trhy

Určení

- Pro kombinované bakalářské studium a celoživotní vzdělávání.

Garant/Autor

- Ing. David Fuchs

Cíl

Vymezení cíle

Kurz je zaměřen na získání podrobnějších znalostí z problematiky finančních trhů. Hlavním cílem kurzu je seznámit vás se základními vazbami finančního systému, zejména pak s funkcemi, účastníky a možnostmi vývoje. Dále vám bude poskytnut přehled o dělení, efektivnostech a rizicích finančních trhů a různých druzích cenných papírů a indexů kapitálových trhů, což vám umožní lépe rozpoznávat trh a cenné papíry pro účely buď dalšího analyzování, či investování. Pro možnosti bližšího analyzování trhů, resp. cenných papírů, vám budou předloženy základní typy analýz cenných papírů. Navíc si osvojíte přesnou orientaci v problematice kolektivního investování.



Dovednosti a znalosti získané po studiu textů

Předmět má přispět k takovému rozšíření odborných znalostí, abyste se uměli lépe orientovat v problematice kapitálových trhů, pochopili konstrukci a postupy analýz cenných papírů a mohli vše aplikovat ve své praxi. Součástí výkladu tohoto kurzu je také pohled na finanční trhy jako celek. A právě tento makropohled vám umožní využití nabytých znalostí při jakémkoliv setkání s informacemi o finančních trzích.

Časový plán

Časová náročnost

- | | |
|------------------|----------|
| ■ prezenční část | 6 hodin |
| ■ samostudium | 49 hodin |
| ■ POT | 8 hodin |



Celkový studijní čas

- 63 hodin

Harmonogram

- Během prvního až třetího týdne byste měli nastudovat první čtyři kapitoly a poté ve čtvrtém týdnu zpracovat první POT (zadání je na konci 4. kapitoly).
- Během pátého až sedmého týdne byste měli nastudovat pátou až devátou kapitolu a poté v osmém týdnu zpracovat druhý POT (zadání je na konci 9. kapitoly).



Způsob studia

- Doporučené www stránky:
 - www.akatcr.cz (Asociace pro kapitálový trh)
 - www.finance.cz (ekonomický a finanční portál)
 - www.fincentrum.cz (ekonomický a finanční portál)
 - www.nyse.com (New York Stock Exchange)
 - www.penize.cz (ekonomický a finanční portál)
 - www.pse.cz (Burza cenných papírů Praha)
 - www.rmsystem.cz (RM-System)
 - www.sec.cz (Komise pro cenné papíry)
 - www.scp.cz (Středisko cenných papírů)
 - www.univyc.cz (UNIVYC, a.s.)
 - www.uniscr.cz (Unie investičních společností).

Vybavení

Pro výuku a zvládnutí látky postačuje běžné softwarové vybavení PC a přístup na internet.

Návod práce se studijními texty

Předkládaný studijní text je rozvržen do devíti samostatných kapitol. Po důkladném přečtení kapitoly věnujte pozornost zvýrazněným pojmům. Při studiu pracujte s internetovými zdroji, na kterých naleznete aktuální údaje, které můžete zkombinovat se znalostmi získanými z textu. Toto spojení vám pomůže ke snazšímu a dlouhodobějšímu zapamatování studované látky. Po prostudování kapitoly se pokuste stručně charakterizovat její obsah přibližně shodně se shrnutím autora. Závěrem se pokuste zodpovědět otázky k zamyšlení, čímž si zpětně ověříte znalost uvedené problematiky. Pro zvládnutí zkoušky se stačí naučit obsah této studijní opory. V případě, že vás některé téma zaujme, je možné využít (pro detailnější informace) výše uvedené doporučené zdroje.

Smyslem teoretické výuky je také propojení s praxí. Proto jsou (za čtvrtou a devátou kapitolou) uvedena zadání dvou POTů, které musíte zpracovat a odevzdat tutorovi. První POT odevzdejte během 7. týdne a druhý POT během 13. týdne daného semestru.

Obsah

Stručný obsah

Kapitola 1

Finanční systém

Zabývá se modelem ekonomického a finančního systému, vyjmenovává účastníky finančního systému, uvádí orgány regulace a ochrany finančního systému.

Kapitola 2

Finanční trhy

Vymezuje vlastnosti finančních trhů, zabývá se členěním a různými typy efektivnosti finančních trhů.

Kapitola 3

Cenné papíry

Tato kapitola definuje cenný papír, jeho třídění a druhy.

Kapitola 4

Subjekty kapitálového trhu

Kapitola pojednává o subjektech kapitálového trhu, rozdílech mezi burzovními a mimoburzovními trhy a v neposlední řadě také institucemi, které jsou nedílnou součástí kapitálového trhu.

Kapitola 5

Indexy kapitálového trhu

Indexy kapitálového trhu jsou jeho nedílnou součástí. Kapitola vysvětluje důvody vzniku indexů, jejich dělení, konstrukci a využití.

Kapitola 6

Fundamentální analýza

Zabývá se fundamentální analýzou, jejími třemi součástmi a využitím.

Kapitola 7

Technická analýza

Technická analýza je dalším typem analýzy cenných papírů. Kapitola ukazuje základní metody technické analýzy.

Kapitola 8

Psychologická analýza a analýza efektivních trhů

Kapitola se zabývá dalšími typy akciových analýz, a to psychologickou analýzou a analýzou efektivních trhů.

Kapitola 9

Kolektivní investování

Vymezuje a objasňuje pojem, výhody a nevýhody kolektivního investování.

Úplný obsah

1. Finanční systém	13
1.1 Model ekonomického systému	14
1.2 Finanční systém	15
Peněžní toky a finanční systém	15
Funkce finančního systému	15
Účastníci finančního systému	17
1.3 Možnosti vývoje finančního systému	22
2. Finanční trhy	25
2.1 Členění finančních trhů	27
2.2 Efektivnost finančních trhů	29
Alokační efektivnost	29
Informační efektivnost	29
Operační efektivnost	30
2.3 Finanční rizika	31
Úvěrové riziko	31
Tržní riziko	31
Riziko likvidity	32
Operační riziko	32
Právní riziko	32
3. Cenné papíry	35
3.1 Definice cenného papíru	36
3.2 Třídění cenných papírů	36
3.3 Druhy cenných papírů	37
Akcie	38
Dluhopisy	39
Hypoteční zástavní listy	41
Státní pokladniční poukázky	41
Podílové listy	41
Finanční deriváty	41
4. Subjekty kapitálového trhu	45
4.1 Burzovní trh	46
Funkce burzy	48
Burza cenných papírů Praha (BCPP)	48
4.2 UNIVYC, a.s.	53
4.3 Mimoburzovní trh	53
RM-System, a.s.	54
4.4 Středisko cenných papírů (SCP)	55
4.5 Komise pro cenné papíry (KCP)	56
4.6 Zahraniční burzy (Slovensko a Polsko)	57
Slovensko	57
Polsko	57

5. Indexy kapitálového trhu	59
5.1 Druhy indexů	60
Vážený	60
Nevážený	61
Další druhy	62
5.2 Indexy v České republice	63
5.3 Indexy na Slovensku	64
5.4 Některé významné evropské a světové indexy	65
Dow Jones Industrial Average	65
Standard and Poor's 500 Index	65
NASDAQ Composite Index	65
Wilshire 5000	66
Financial Times Stock Exchange	66
Nikkei 225	66
DAX	66
6. Fundamentální analýza	67
6.1 Charakteristika fundamentální analýzy	68
6.2 Globální analýza	69
Reálný výstup ekonomiky	71
Fiskální politika	72
Peněžní nabídka	73
Úrokové sazby	74
Inflace	74
Mezinárodní pohyb kapitálu	75
Ekonomické a politické šoky	75
6.3 Odvětvová analýza	75
6.4 Analýza společností	77
Stanovení vnitřní hodnoty akcie	77
7. Technická analýza	81
7.1 Základní metody technické analýzy	83
7.2 Analýza grafů, trendů a formací	84
Analýza grafů	84
Analýza trendů	85
Analýza formací	87
8. Psychologická analýza a analýza efektivních trhů	89
8.1 Psychologická analýza	90
Keynesova investiční psychologie	90
Kostolanyho burzovní psychologie	91
Teorie spekulativních bublin	93
Drasnarova koncepce psychologické analýzy	94
8.2 Analýza efektivních trhů	94
Předpoklady a charakteristika analýzy efektivních trhů	94
Testování forem efektivnosti	95
Anomálie na efektivních trzích	96

9. Kolektivní investování.....	99
9.1 Princip kolektivního investování	100
9.2 Výhody a nevýhody	100
9.3 Investice do akcií investičních fondů	101
9.4 Investice do podílových listů podílových fondů	102
Uzavřený podílový fond	102
Otevřený podílový fond	102
9.5 Typy otevřených podílových fondů	103
Fondy peněžního trhu a fondy dluhopisové	103
Fondy smíšené	103
Fondy akciové	104
Fondy fondů	104
Fondy zajištěné	104



Úvod

Problematika finančních trhů se v Československu, resp. České republice, objevila společně s první a druhou vlnou kupónové privatizace. V Praze vznikla Burza cenných papírů jako burzovní trh a poté i mimoburzovní trh RM-System. Lidé se “přes noc” stali vlastníky akcií akciových či investičních společností. Na burze se začalo obchodovat nejen s akciemi či podílovými listy, ale také se státními či firemními dluhopisy. Do ČR začal plynout, společně se vznikajícím kapitálovým trhem, zahraniční spekulativní kapitál.

S nově vzniklým trhem vznikly i další “podpůrné” instituce jako Univerzální vypořádací centrum (UNIVYC) či Středisko cenných papírů (SCP). Nejprve se regulací a ochranou tohoto trhu zabývalo ministerstvo financí, ovšem s rostoucími nároky na tyto činnosti bylo nutné zřídit specializovanou instituci (stejně jako ve vyspělých ekonomikách), a to Komisi pro cenné papíry, která by “spravovala” a kapitálový trh v České republice dohlížela na něj.

I když v České republice kapitálový trh existuje několik let, existuje ještě velké množství lidí, kteří si například své postavení vlastníka akcií (akcionáře) plně neuvědomují, jelikož neznají princip fungování akciových společností a také několikanásobně více lidí nechápe základní skutečnosti, které se týkají obchodování s cennými papíry (tvorba tržního kurzu, fundamentální (objektivní) cena akcie atd.). Najde se také velká spousta obyvatel ČR, kterým při vyslovení slovního spojení “akciový index” naskakuje husí kůže.

Předložený studijní text se výše zmíněnými problematikami zabývá a snaží se o vysvětlení základních principů fungování finančního systému, resp. finančních trhů. Distanční studijní opora se vás také pokusí podrobněji vtáhnout do problematiky cenných papírů, indexů kapitálových trhů, vzájemných závislostí makroekonomických veličin a akciového kurzu, jednotlivých akciových analýz či kolektivního investování.

- Model ekonomického systému
- Finanční systém
- Možnosti vývoje finančního systému

1

Finanční systém



Cíl kapitoly

Po prostudování kapitoly byste se měli orientovat v modelech ekonomického a finančního systému. Dále byste měli rozlišovat různé účastníky finančního systému a vědět, jaké existují orgány regulace a ochrany finančního trhu.



Časová zátěž

- 6 hodin



Způsob studia

Při studiu této kapitoly byste si měli (pro snazší zapamatování) jednotlivé grafy kreslit.

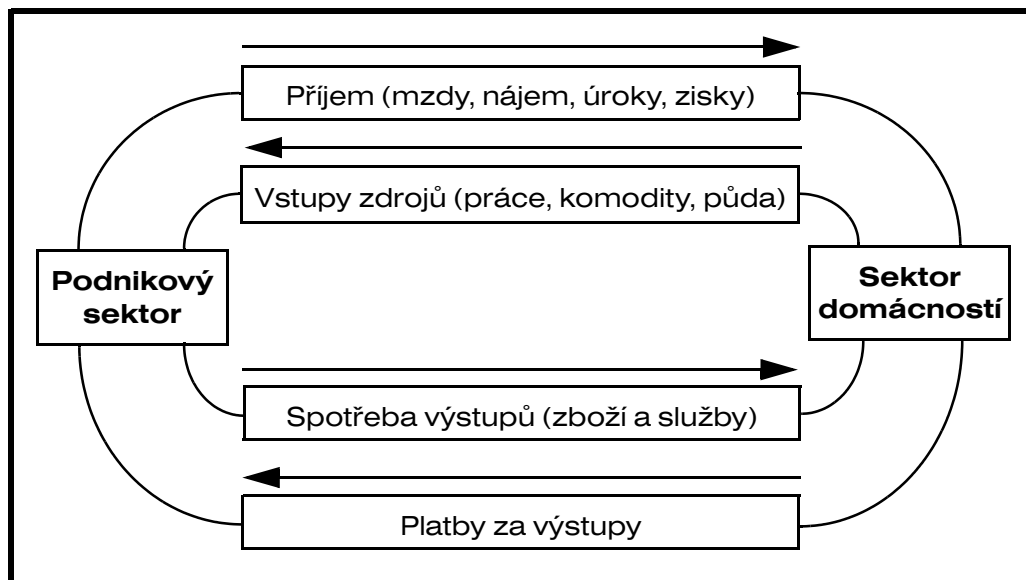
1.1 Model ekonomického systému

Před samotným popisem finančního systému je nutné seznámit se s ekonomickým systémem, jelikož finanční systém je součástí právě ekonomického systému. Můžeme také říct, že právě finanční systém je determinován systémem ekonomickým.

Dvousektorová ekonomika

Jelikož ekonomický systém je velmi složitým uspořádáním subjektů, objektů a různých toků plateb, výstupů a výrobních faktorů, zjednodušíme si ho dle následujícího scénáře:

- v ekonomice existují dva sektory (domácnosti a podniky),
- domácnostmi chápeme nejzazší vlastníky všech zdrojů,
- domácnosti dodávají podnikům své zdroje (práce, majetek) a na druhou stranu od podniků získávají zboží a služby, které jsou podnikovým sektorem vyprodukovány
- jedná se o uzavřenou ekonomiku,
- v ekonomice neexistuje vládní sektor (tzn. vládní příjmy a výdaje).



Z grafu dvousektorové ekonomiky jsou patrné dva toky:

- 1. reálný tok (reálná ekonomika) - jde o vnitřní smyčku,
- 2. peněžní toky (finanční systém) - jde o vnější smyčku.

Komodity je možné spotřebovat ihned nebo vyměnit za jiné vlastněné jinými domácnostmi. Některé nebo všechny komodity je možné také vložit do podnikového sektoru za účelem výroby jiných komodit, které budou poté spotřebovány domácnostmi. Případnou výměnu

mezi domácnostmi je možné uskutečnit tzv. barterovým způsobem (tzn. výměna komodity za komoditu - bez finančních prostředků).

1.2 Finanční systém

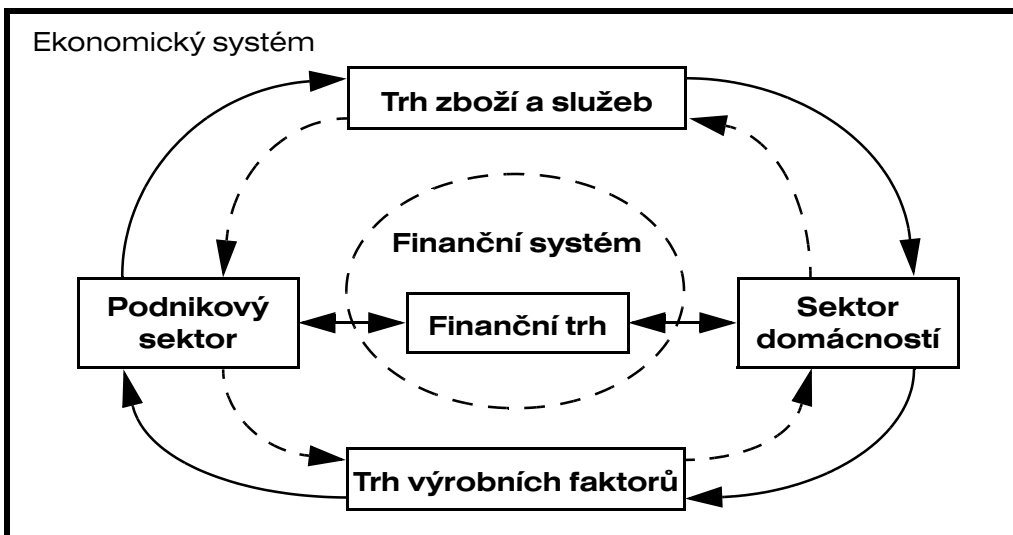
1.2.1 Peněžní toky a finanční systém

Graf uvedený v předchozí subkapitole vystihuje ve velmi zjednodušené formě fungování ekonomického systému. Nyní nastal čas uvědomit si, že ekonomika nemůže existovat bez trhu. Pozastavme se však na chvíli nad oběma sektory ekonomiky, a to v kontextu úspor.

Domácnosti vytváří své úspory rozdílem mezi svými příjmy (mzdy, nájemné atd.) a výdaji za běžnou spotřebu (nájemné, jídlo atd.). Podniky čisté úspory vytváří ze zisku po zdanění a hrubé úspory vytváří jako čisté úspory a odpisy z hmotného investičního majetku.

Úspory, které jsou oběma sektory, tzn. ekonomickým systémem, vyprodukovány, jsou dále ve finančním systému využity formou investic.

V grafu dvousektorové ekonomiky si nyní vyčleníme finanční systém a dva trhy (trh výrobních faktorů a trh výrobků a služeb).



V grafu ekonomického systému vyznačené směry ukazují tok produkce a výrobních činitelů (ve směru hodinových ručiček) a tok plateb (proti směru hodinových ručiček). Dále je z grafu zřejmé, že finanční trh je srdcem finanční soustavy (finančního systému).

Tok produkce a výrobních činitelů

Z grafu je patrné to, co jsme dříve charakterizovali, že spoří nejen spotřební jednotky (domácnosti), ale také výrobní jednotky (podniky). Všechny úspory ekonomických subjektů jsou na finančním trhu převáděny od primárních spořitelů, tzv. věřitelů (kteří mají vyšší běžný důchod než je jejich běžná spotřeba) k deficitním jednotkám, tzv. dlužníkům (u nichž je tomu naopak - běžný důchod je nižší než běžná spotřeba).

To je v podstatě hlavním úkolem finančního systému: alokovat (přemístit) volné finanční prostředky od přebytkových subjektů k subjektům deficitním.



1.2.2 Funkce finančního systému

Finanční systém plní celou řadu funkcí. V této subkapitole si je detailněji vysvětlíme.

Jedná se o následující funkce:

- depozitní,
- úvěrová,
- platební,
- likviditní,

- zajištění bohatství,
- zajištění rizika,
- politická.

Funkce depozitní

Nejde o nic jiného než o shromažďování úspor všech přebytkových subjektů ekonomického systému v systému finančním, resp. na finančním trhu. Tyto finanční prostředky jsou zde kumulovány pro jejich pozdější možnou alokaci a produktivní využití.

Depozitní funkce tedy zajišťuje transformaci úspor na finanční aktiva:

- peněžní úspory jsou přeměněny na depozita finančních subjektů a
- peněžní úspory jsou přeměněny na cenné papíry.

Z pohledu makroekonomických vztahů je možné konstatovat, že depozitní funkce finančního systému (tj. vklady) hraje nezastupitelnou úlohu v ekonomice, protože přispívá k ekonomickému růstu a rozvoji. Tím je vyjádřen i samotný smysl a účel tvorby úspor.

Funkce úvěrová

Tato funkce navazuje na předchozí (depozitní) funkci finančního systému. Jedná se o samotné využití kumulovaných finančních prostředků ve finančním systému (jde tedy o alokaci úspor přebytkových subjektů k subjektům deficitním). Znamená poskytování možnosti úvěru jako zdroje financování investic i spotřeby těch subjektů, jejichž potřeba finančních zdrojů je v daném okamžiku vyšší než jejich důchod.

Funkce platební

Funkce platební zajišťuje realizaci plateb. Dynamika fungování finančního systému je zabezpečována různými mechanismy plateb.

K tomu, aby finanční systém mohl tuto funkci plnit, slouží:

- různé účty s disponibilními vklady,
- nástroje obsahující pokyny k převodu finančních prostředků (šeky, platební karty, počítač, platební terminály atd.).

Funkce likviditní

Funkce likviditní zajišťuje, aby majitel různých druhů finančních aktiv je mohl kdykoliv přeměnit na finančním trhu na hotovostní peníze, a to s větším či menším rizikem ztráty. V podstatě jde tedy o zajištění toho, aby ekonomický subjekt mohl plnit své finanční závazky. (Například: firmě se blíží datum, kdy musí zaplatit mzdy svým zaměstnancům, ovšem nemá k dispozici potřebnou hotovost, popř. peníze na účtu. Firma však vlastní akcie, které prodá na finančním trhu, a tím získá potřebnou hotovost pro výplatu svých zaměstnanců.)



Náklady obětované příležitosti

Na tomto místě je dobré zmínit i tzv. náklady obětované příležitosti. Co to znamená? V našem případě jde o to, že když držíme hotovostní finanční prostředky, přicházíme o možný úrok či zisk, který bychom získali (tedy který obětujeme), kdybychom hotovost buď vložili na úročený vklad, popř. je investovali na finančním trhu. Do nákladů obětované příležitosti můžeme také zahrnout i snižování kupní síly hotovostních peněz, na které působí inflace.

Likviditní funkce umožňuje ekonomickému subjektu, jednak aby se vyvaroval možné ztráty spojené s držbou hotovostních finančních prostředků, a jednak aby prodejem finančního aktiva získal potřebnou hotovost.

Funkce zajištění bohatství

Tato funkce zajišťuje uchování hodnoty investovaných finančních prostředků a zabezpečení jejich zhodnocování (resp. zhodnocení minimálně stejně vysoké jako je v dané době míra inflace).

I tuto funkci mohou hotovostní finanční prostředky plnit s již uvedenými potenciálními ztrátami (tj. náklady obětované příležitosti). Mnohem výhodnějším způsobem, jak uchovat hodnotu finančních prostředků, je využití nástrojů peněžního a kapitálového trhu, které svému vlastníkovi přináší peněžní důchod (úrok, dividendy atd.), a přitom jsou díky finančnímu trhu likvidní.

Funkce zajištění rizika

Vždy zahájený proces investování finančních prostředků na sebe váže i potenciální riziko nedosažení požadovaného výnosu. Připomeňme si, že mezi výnosem a rizikem existuje přímá úměra, tzn. že čím je vyšší potenciální výnos, tím roste i potenciální riziko nedosažení výnosu.

Tato funkce díky mnoha různým finančním nástrojům umožňuje investorovi, aby se proti potenciálním rizikům pojistil.

Může tak učinit:

- pojištěním,
- diverzifikací (rozptýlením) portfolia svých aktiv, zejména pak finančních,
- využitím finančních derivátů (forward, futures, swapy, opce).

Na chvíli se vraťme k výše zmíněné diverzifikaci portfolia. O co v ní vlastně jde? O nic jiného, než že nebudeme investovat pouze do jednoho druhu cenného papíru, ale rozložíme (rozptýlíme) své finanční prostředky do několika druhů cenných papírů. Například tedy nenakoupíme jenom akcie (které nám mohou přinést vysoké zisky, ale váží na sebe vysoké riziko), ale nakoupíme i např. dluhopisy (státní, municipální, firemní), část finančních prostředků vložíme na termínovaný vklad atd. Tím jsme své riziko rozptýlili do několika nástrojů peněžního a kapitálového trhu, které na sebe váží různou míru rizika a samozřejmě i různou míru výnosu.

Díky naší diverzifikaci nás nebude tak moc trápit případ, kdy nám hodnota akciové části portfolia bude klesat, protože termínovaný vklad a dluhopisy budou mít minimálně stejně vysokou míru výnosu, čímž se sníží celková ztráta. Kdybychom totiž nakoupili jenom akcie, pak by naše ztráta byla několikanásobně vyšší. (Tato problematika bude detailněji probrána v kapitole 6. Fundamentální analýza, resp. 6.2 Globální analýza.)

Funkce politická

Funkce politická finančního systému umožňuje provádění mnoha vládních záměrů hospodářské politiky. Jde o různé způsoby a opatření fiskální politiky. Vláda vstupuje na finanční trh a stává se jejím subjektem například při emisi státních dluhopisů, pokladničních poukázek apod. (V uvedených příkladech se stát stává dlužníkem.)

1.2.3 Účastníci finančního systému

Smysl finančního systému je v efektivním poskytování prostředků těm subjektům, které poskytují prostřednictvím finančního trhu přijatelnou záruku jejich bezpečné návratnosti a rozmnožení.

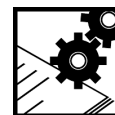
V nejširší rovině můžeme říci, že se účastníci finančního systému dělí podle základního rozlišení na:

- deficitní subjekty a
- přebytkové subjekty.

Pokud bychom finanční systém zkoumali detailněji, pak můžeme říci, že se ve finančním systému dále vyskytují také:

- finanční zprostředkovatelé (univerzální a specializovaní) a
- orgány ochrany a regulace finančního trhu.

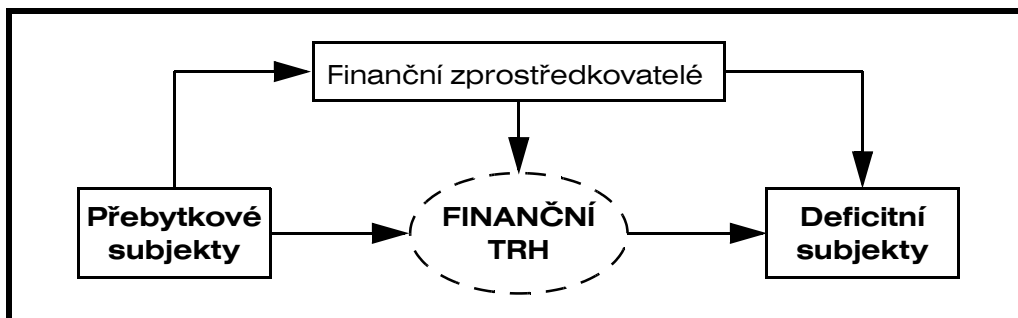
Diverzifikace portfolia



Deficitní a přebytkové subjekty

Deficitní subjekt potřebuje realizovat hospodářský záměr (nákup nemovitosti, obnova vozového parku, inovace IT technologií apod.), ale k této realizaci nemá potřebné finanční prostředky, ze kterých by byl schopen záměr uskutečnit.

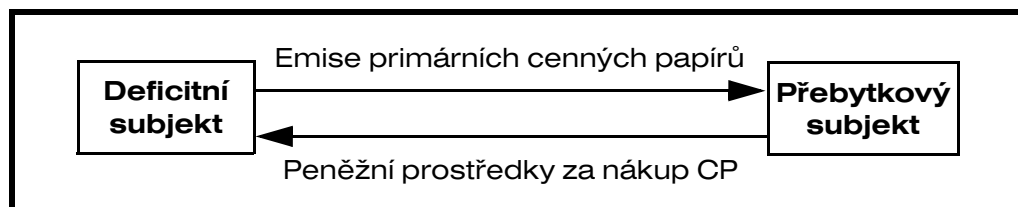
Přebytkový subjekt není naopak schopen v daném okamžiku uplatnit všechny své nakumulované zdroje, a proto je může nabídnout k využití deficitním subjektům.



Z uvedeného grafu je zřejmé, že volné finanční prostředky přebytkových subjektů mohou být deficitním subjektům nabídnuty buď přímou cestou (pouze prostřednictvím finančního trhu), polopřímou cestou (pomocí finančních zprostředkovatelů, kteří obchodují na cizí účet) nebo nepřímou cestou (opět pomocí finančních zprostředkovatelů, kteří ovšem obchodují na vlastní účet).

(Obchodování na vlastní a cizí účet bude blíže specifikováno v podkapitole Univerzální finanční zprostředkovatelé). Nyní si graficky ukážeme, v čem se od sebe liší jednotlivé druhy financování.

Přímé financování



U přímého financování dochází k obchodu přímo mezi věřitelem (přebytkový subjekt) a dlužníkem (deficitní subjekt). Závazek dlužníka bývá zpravidla potvrzen dokumentem, který představuje věřitelův nárok na budoucí důchod nebo majetek ze strany dlužníka a zároveň jeho závazek tento nárok splnit.

Pod v grafu uvedeným pojmem "emise primárních cenných papírů" v tomto případě uvažujeme emise akcií, dluhopisů, podílových listů. Zpravidla však má tato forma financování velké transakční náklady, které jsou spojené s vyhledáváním věřitelů, kteří by si dané primární CP zakoupili.

Polopřímé financování



Jelikož je přímé financování finančně náročné na transakční náklady, vyvinula se role finančních zprostředkovatelů a různé způsoby nepřímého financování. Polopřímé financování je určitou formou nepřímého financování, jelikož do vztahu mezi deficitním a přebytkovým subjektem vstupuje právě finanční zprostředkovatel.

U polopřímého financování je finanční zprostředkovatel v roli obchodníka, který je zástupce obchodující na cizí účet, tj. s penězi klienta. Díky využití funkce finančního zprostředkovatele je možné snížit transakční náklady.

Nepřímé financování



V tomto druhu financování obchoduje finanční zprostředkovatel na svůj účet. Je tedy schopen přijímat primární cenné papíry a emitovat sekundární cenné papíry, čímž se nejen snižují transakční náklady, ale dochází také k určitému zajištění rizika spojeného s primárními cennými papíry. Realizace emise sekundárních cenných papírů probíhá na sekundárním trhu.

Nepřímé financování provádějí zpravidla institucionální investoři (investiční či depozitní instituce atd.).

Finanční zprostředkovatelé

Jak již bylo dříve v textu specifikováno, finanční zprostředkovatelé zabezpečují vztah mezi věřiteli a dlužníky (jde o zabezpečení toku cenných papírů, pohledávek a závazků). Dále nejen že finanční zprostředkovatelé uskutečňují samotné obchody s pohledávkami a závazky, ale také u sebe kumulují informace o finančních potřebách podnikatelských subjektů.

Můžeme tedy říct, že finanční zprostředkovatelé se svým působením snaží sladit zájmy zapůjčovatelů, kteří dávají přednost krátkodobému zapůjčení svých finančních prostředků, a vypůjčovatelů, kteří naopak dávají přednost půjčit si finanční prostředky na co nejdelší dobu. Při této činnosti si samozřejmě musí hlídat svou likviditu.

Finanční zprostředkovatelé tedy zabezpečují transformaci aktiv, rizika, splatnosti a likvidity.

Transformace aktiv

O transformaci aktiv můžeme říci, že se jedná o hlavní úlohu finančních zprostředkovatelů, jelikož:

- extrémně riziková aktiva jsou transformována do bezpečných aktiv primárních věřitelů,

- dlouhodobá pasiva jsou transformována do aktiv, která mohou být rychle přeměněna v likviditu,
- vysoké náklady z přímého obchodování mezi koncovými dlužníky jsou transformovány do nízkých nákladů dosažených zprostředkovatelskou činností.

Transformace rizika

Riziko je absolutní součástí finančních trhů (neexistuje dokonalá jistota). Riziko může být definováno několika způsoby.

Účastníci finančního trhu podstupují riziko v souvislosti s:

- očekávaným výnosem (riziko výnosu),
- nesplněním závazku (úvěrové riziko) a - insolventností.

Finanční zprostředkovatelé mají možnost snížit celkové riziko dvěma základními způsoby, a to:

- Spreading ■ rozprostřením rizika mezi více subjektů (jedná se o tzv. spreading),
- Pooling ■ sdružením rizik, resp. tvorbou portfolia různých aktiv, která svým charakterem (různá míra rizika a výnosu) vyvažují rizika změn výnosů z investic (jedná se o tzv. pooling)

Univerzální finanční zprostředkovatelé

Mezi univerzální finanční zprostředkovatele se řadí dealéři a makléři (brokeři). Dealéři obchodují pouze svým jménem a na svůj účet. Makléři obchodují jak na účet vlastní, tak i cizí (zastupují primární věřitele nebo koncové dlužníky) při nákupu či prodeji cenných papírů.

Specializovaní finanční zprostředkovatelé

Specializovaní finanční zprostředkovatelé jsou:

- tvůrci trhu,
- arbitrážéři,
- zajišťovatelé a
- spekulanti.

Tvůrci trhu

Jako tvůrci trhu jsou označováni obchodníci s cennými papíry, kteří mají možnost kotovat nabídkovou (offer) a poptávkou (bid) cenu přesně vymezených finančních aktiv. Nabízí tedy, za kolik jsou ochotni koupit či prodat dané aktivum. Vždy jsou připraveni nakupovat za oznamovanou požadovanou cenu a prodávat za zaznamenanou cenu podle zájmu svých klientů.

Arbitrážéři

Arbitráž můžeme definovat jako nákup a prodej finančního aktiva (cenný papír, deriváty, měny, úrokové sazby) na:

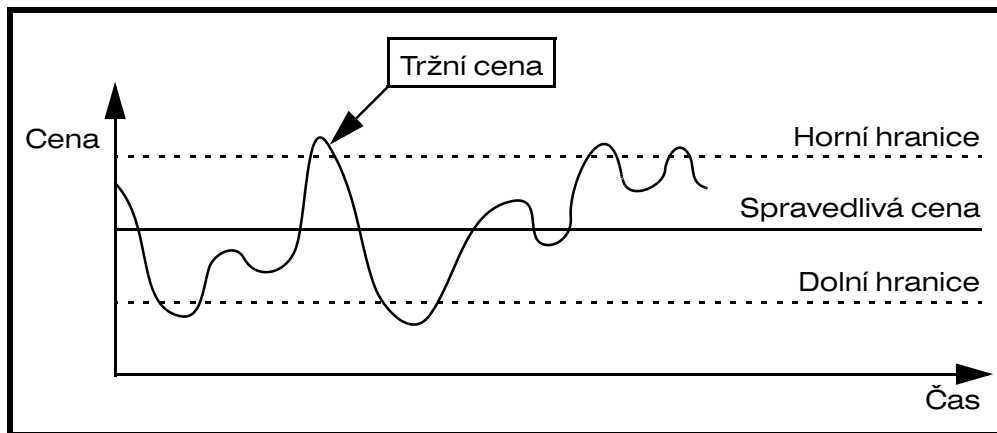
1. jednom trhu v odlišném čase,
2. odlišných trzích v jednom časovém okamžiku.

Princip arbitráže vychází z teorie efektivních trhů (detailněji v kapitole 8.2.), která je založena na předpokladu, že efektivní trh je dokonalým trhem, kde ceny finančních aktiv vyjadřují jejich skutečnou hodnotu.

V případě arbitráže na více trzích: arbitrážér tedy vychází z předpokladu, že ceny stejných finančních aktiv na různých trzích by měly být ve stejném čase shodné. Arbitrážér se snaží o výnos z existujících cenových rozdílů. V důsledku tohoto jednání (mnoha arbitrážérů na celém světě) jsou ziskové příležitosti zmenšovány a po určité době eliminovány.

V případě arbitráže na jednom trhu: arbitrážér vychází ze svého výpočtu spravedlivé (objektivní, fundamentální) ceny daného aktiva, kolem které si stanoví (na základě výše transakčních nákladů) arbitrážní pásmo. Pokud bude tržní cena aktiva oscilovat v tomto pásmu, nebude nic podnikat. Pokud však cena klesne pod spodní hranici arbitrážního pásma, je to pro něj pokyn k nákupu daného aktiva, jelikož předpokládá, že je daná cena (která je nižší než fundamentální cena) podhodnocená a existuje vyšší pravděpodobnost

jejího růstu. Pokud se tržní cena finančního aktiva přehoupne přes horní hranici arbitrážního pásma, je to pro obchodníka pokyn pro prodej daného aktiva, jelikož existuje vyšší pravděpodobnost brzkého poklesu tržní hodnoty (cena je nadhodnocená).



Zajišťovatelé

Zajišťovatelé vyvažují současná i budoucí potenciální rizika uzavřenými pozicemi (rovnost aktiv a pasiv) tím, že sladují aktiva a pasiva. V současnosti se pro zajišťování operací na finančním trhu používají stále se rozmáhající finanční deriváty (detailněji v kapitole 3.3.6), které umožňují na jedné straně zajištění proti vysokému riziku a na druhé straně také spekulace a arbitráže.

Zajišťovatelé se prostřednictvím finančních derivátů snaží redukovat či úplně eliminovat riziko poklesu cen a výnosnosti svých aktiv vzestupem cen termínových kontraktů (finanční deriváty).

Spekulanti

Na rozdíl od zajišťovatelů spekulanti vyhledávají riziko, aby na něm profitovali (využívali příznivé tržní pohyby). Při své činnosti (oproti zajišťovatelům) využívají a udržují otevřené pozice, a to zpravidla po krátkou dobu, jelikož většinou obchodují s vypůjčenými finančními prostředky.

Jejich obchodování je založeno na předpovědích budoucího vývoje na finančních trzích. Nakupují v očekávání vzestupu cen kupovaných aktiv. Jejich obchody se během obchodního dne neustále mění ve velmi krátkých intervalech.

Vyvstává otázka, zda jsou pozitivní, či negativní součástí finančního trhu. Můžeme říct, že klady převyšují zápory, protože spekulanti zejména udržují likviditu trhu a jsou také dobrými partnery zajišťovatelů (vstupují totiž do opačných pozic).

Orgány ochrany a regulace finančního trhu

Finanční trh je velmi dynamickým a neustále se měnícím (volatilním) trhem, který zprostředkovává toky velkých objemů finančních hodnot. Pokud by se finanční trh dostal do nestability, mohla by tato situace způsobit silné ohrožení celého národního hospodářství, a to nejen v teritoriálním, ale také ve světovém měřítku. Existuje spousta možností, jak narušit nutnou stabilitu finančního trhu.

Mezi hlavní můžeme zařadit:

- zneužívání méně či více důvěrných informací (tzv. insider informace),
- poskytování mylných nebo záměrně neúplných informací,
- zvýhodňování subjektů mimoekonomickými cestami,
- obchodování na finančních trzích, kde je jejich regulace a kontrola slabší než je tomu ve vyspělých ekonomikách,
- různé způsoby praní špinavých peněz atd.

Proto bylo nutné vytvořit instituce regulace, dohledu a kontroly finančních trhů. Cílem těchto institucí je zabezpečení stability finančních trhů (s tím související zabezpečení transparentnosti a důvěryhodnosti finančních trhů a také ochrana investorů). V České republice je ochrana kapitálového trhu zabezpečována Komisí pro cenné papíry (detailněji se budeme touto institucí zabývat v kapitole 4.5.).

1.3 Možnosti vývoje finančního systému

Dvacáté století bylo stoletím velkých změn v hospodářství na celém světě a právě tyto změny různými způsoby zasáhly a dotkly se i vývoje ve finančním systému, resp. finančních trhů. Ať se jednalo o dvě světové války, inflace, změny v evropském měnovém systému, pád železné opony, ropné krize, vývoj technologií, vědecké objevy a spoustu dalších, všechny tyto události měly menší či větší, pozitivní či negativní dopad na vývoj finančních trhů.

Pokud bychom měli základní změny v hospodářství a finančních trzích zúžit na minimum, tak by nám vyšly následující aspekty:

- globalizace,
- nové technologie,
- volatilita finančních trhů.

Pod slovem globalizace v našem pojetí hledíme integraci finančních trhů a restrukturalizaci (fúze, akvizice) finančních institucí.

Integrace finančních
trhů

Integrace finančních trhů je velmi úzce spojena i s vývojem technologií, jelikož dochází ke spojování a skupování jednotlivých burz. Proč k tomu dochází? Dochází k vyrovnávání nerovnováhy na finančních trzích, protože vznikající diskrepance bývají téměř ihned využívány arbitrážéry. Nesmíme však také zapomenout na důležité pravidlo: kapitálově větší a silnější se dokáže lépe bránit konkurenci.

Fúze a akvizice

K restrukturalizaci finančních institucí (fúze a akvizice) dochází zejména v důsledku snah o úspory v nákladech, jelikož je trh nasycen, a jednou z mála možností, jak obstát v konkurenci, je spojování a úspora nákladů.

Jako další bod jsme uvedli nové technologie. Zde je možné si představit rychle se vyvíjející informační technologie (přenosy dat), které již v současnosti umožňují obchodovat 24 hodin denně po celém světě. Nové technologie nejen že zasahují a čím dál více ovlivňují obchodování, ale také velmi ovlivňují procesy před samotným obchodem s cennými papíry, jako např. informace, analýzy a predikce vývoje).

Ovšem vývoj technologií klade i velké nároky na odbornou kvalifikaci účastníků trhu, tzn. že dochází k intelektualizaci finančních transakcí. Zvýšená odborná kvalifikace se projevuje nejen při přípravě obchodů, ale také při samotné realizaci obchodů.

Volatilita

V druhé polovině dvacátého století, zejména pak v osmdesátých letech, byly světové finanční trhy poznamenány zvyšující se volatilitou. Tento tlak vyústil ve vytvoření mnoha finančních inovací, které nejen ochraňovaly investice, ale byly a jsou také dobrým prostředkem pro různé druhy spekulací. Mezi základní druhy finančních inovací patří využívání finančních derivátů a na výše zmiňované nové technologie navazující automatizace finančních operací.

Vývoj na finančních trzích vyústil i v neustále se zvyšující rozvoj kolektivního investování (dále v kapitole 9).

Shrnutí kapitoly

Ekonomický systém determinuje systém finanční, který je jeho součástí. Ekonomický systém je možné znázornit buď jednoduchým, nebo složitějším model (v složitějším modelu je již zakomponován i finanční systém). Funkce finančního systému jsou depozitní, úvěrová, platební, likviditní, zajištění bohatství, zajištění rizika a politická. Účastníky finančního systému je možné rozdělit na deficitní a přebytkové subjekty, finanční zprostředkovatele a orgány ochrany a regulace finančního trhu. Druhy financování jsou přímé, polopřímé a nepřímé. Univerzální finanční zprostředkovatelé jsou makléři a dealéři. Specializovaní finanční zprostředkovatelé jsou tvůrci trhu, arbitrážéři, zajišťovatelé a spekulanti. Základní změny v hospodářství a finančních trzích jsou globalizace, nové technologie a volatilita finančních trhů.



Otázky k zamyšlení

1. Jaké problémy z hlediska obchodování řeší univerzální finanční zprostředkovatel?
2. Nakreslete dvousektorový model ekonomického systému, který je rozšířen o vazby finančního systému. Popište vzájemné vazby.
3. Definujte tvůrce trhu, co je jejich úkolem a v jakém typu obchodování se s nimi můžeme v ČR setkat.
4. Pomocí jakých forem financování je možné provádět realizaci finančních obchodů?



- Členění finančních trhů
- Efektivnost finančních trhů
- Finanční rizika

2.

Finanční trhy



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly byste měli rozpoznat různé finanční trhy společně s jejich vlastnostmi, efektivnostmi a riziky. Měli byste dokázat pochopit a rozlišit různé trhy z pohledu investování.



Časová zátěž

- 5 hodin



Způsob studia

Při studiu této kapitoly využijte webové stránky Burzy cenných papírů Praha (www.pse.cz) a pokuste se začlenit tento trh do studovaných vlastností a efektivností.

O trhu obecně můžeme říct, že se jedná o místo, kde dochází ke střetávání nabídky statků s poptávkou po statcích, službách a finančních prostředcích. Jde tedy o proces nakupování a prodávání.

V první kapitole (1.2.1) jsme si ukázali, že se trh obvykle člení na:

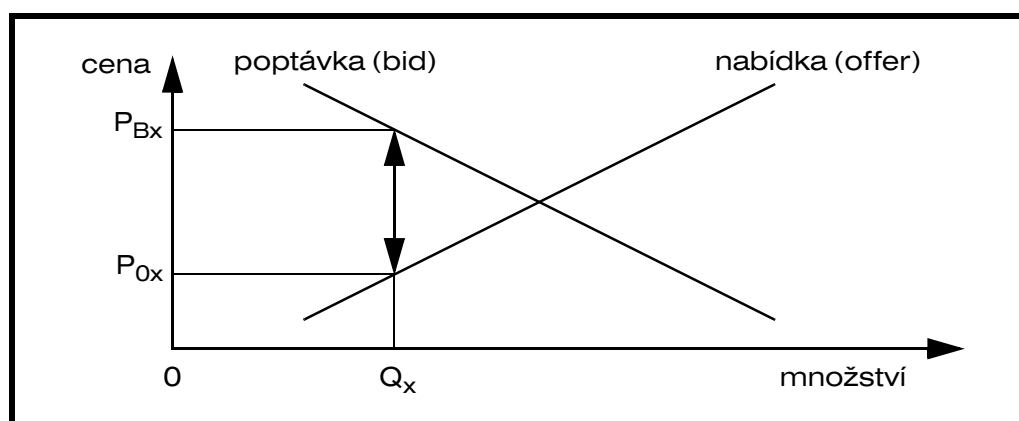
- trh zboží a služeb,
- trh výrobních faktorů (práce, půda, kapitál) a
- finanční trh.

O finančním trhu můžeme tvrdit, že:

- na finančním trhu se soustřeďuje nabídka a poptávka peněz a kapitálu,
- se jedná o souhrn finančních instrumentů, institucí a subjektů, které realizují finanční operace,
- finanční trh je místem, kde díky nabídce a poptávce vzniká cena finančního aktiva.

Vlastnosti trhu

V souvislosti s pojmem trh (v našem případě finanční trh) se setkáme s výrazy, jako jsou obchodované množství, nabídková a poptávková cena, elasticita nabídky a poptávky atd.



Oboustranná šipka v grafu označuje tzv. rozpětí (spread) mezi nabídkovou a poptávkovou cenou (cena poptávky P_{Bx} , cena nabídky P_{Ox}) při obchodovaném množství Q_x a je jednou z klíčových definic trhu.

Velikost rozpětí závisí na vlastnostech trhu, kterými jsou:

■ **šířka trhu**

Šíře trhu závisí na množství obchodovaných aktiv. Pokud se bude obchodovat s velkým množstvím finančních aktiv, potom můžeme o trhu říci, že je široký. Naopak, pokud se na trhu bude obchodovat s malým počtem finančních aktiv, pak o takovém trhu říkáme, že je úzký.

■ Široký trh:

- dostatečné množství nabízených a poptávaných finančních aktiv,
- velký počet obchodů - čím je trh širší, tím má i větší likviditu,
- nízká volatilita cen,
- nízké riziko;

Široký trh

■ Úzký trh:

- malý počet nabídek a poptávek,
- malý počet obchodů,
- nižší (nízká) likvidita,
- vysoká volatilita cen,
- vyšší (vysoké) riziko;

Úzký trh

■ **hloubka trhu**

Hloubka trhu je závislá na nabídkových a poptávkových cenách. Pokud je na trhu velký rozdíl mezi nabídkovou a poptávkovou cenou, pak o takovém trhu říkáme, že je mělký. Naopak, pokud se ceny od sebe příliš neliší, potom se jedná o trh hluboký.

■ Hluboký trh:

- dostatečná elasticita poptávky a nabídky,
- malý spread (rozpětí) mezi nabídkou a poptávkou,
- velký počet nabídek a poptávek,
- vysoká likvidita;

Hluboký trh

■ Mělký trh:

- nízká elasticita poptávky a nabídky,
- vysoký spread mezi nabídkou a poptávkou,
- malý počet nabídek a poptávek (málo se obchoduje),
- nízká likvidita;

Mělký trh

■ **pružnost trhu**

Pružnost (elasticita) znamená, že se tok (množství) nabídek a poptávek se změnou ceny nezmění. Pokud změna cen finančních aktiv sníží množství nabídek a poptávek na trhu, dojde k růstu zásoby finančních aktiv (cenných papírů) a posléze i k růstu cenového rozpětí.

2.1 Členění finančních trhů

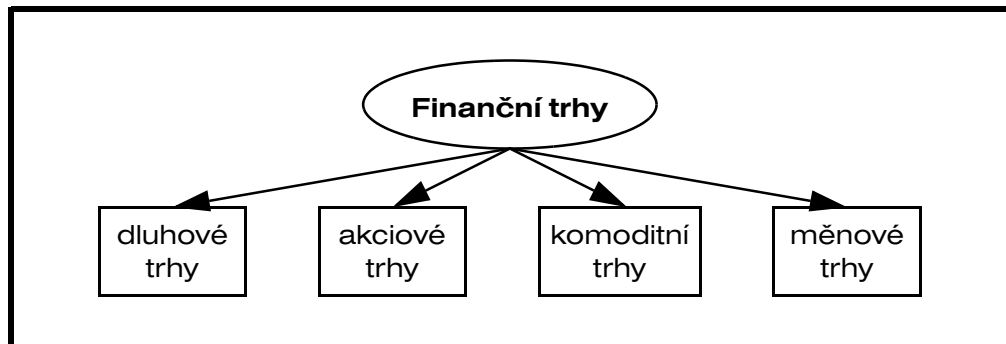
Finanční trhy lze členit podle mnoha kritérií (formy, doby, splatnosti, emitenta atd.).

My se v této části textu zaměříme pouze na následující členění:

1. podle obsahu a
2. podle charakteru aktivace finančních prostředků.

Ad1. Podle obsahu

Podle tohoto kritéria můžeme finanční trhy rozčlenit na dluhové, akciové, komoditní a měnové trhy.



Dluhové trhy

Dluhové trhy představují trhy s úvěry a půjčkami a trhy s dluhovými cennými papíry. Tyto nástroje mají omezenou splatnost (výjimku tvoří pouze dluhopisy s nekonečnou dobou splatnosti, tzv. perpetuity).

Akciové trhy

Na těchto trzích se obchoduje s akciemi, což jsou cenné papíry, které mají nekonečnou dobu splatnosti. Akcie existují tak dlouho, jako existuje akciová společnost, na kterou jsou vázány. Jakmile dojde k zániku likvidací, rozdělením či sloučením akciové společnosti, dochází i k zániku samotných akcií.

Komoditní trhy

Komoditní trhy jsou velmi širokým pojmem (obchoduje se na nich mj. s kukuřicí, ropou, dřevem apod.) V rámci členění finančních trhů se za komoditní trhy rozumí pouze trhy s cennými kovy, jako jsou zlato, stříbro, paládium. Zlato však někdy bývá považováno za měnu, a proto bývá zařazováno do měnových trhů.

Měnové trhy

V rámci těchto trhů se obchoduje nejen s měnou (nákup peněžních prostředků jedné měny za prodej peněžních prostředků jiné měny), ale také s finančními aktivy, spadajícími do předchozích trhů (dluhové, akciové a komoditní), ovšem s tím, že finanční aktiva jsou v cizích měnách.

Ad2. Podle charakteru aktivace finančních prostředků

Na základě tohoto členění dostaneme dva druhy finančních trhů, a to:

1. primární trhy a
2. sekundární trhy



Primární trh

Na primárním trhu dochází ke koupi a prodeji nově emitovaných cenných papírů (tzv. IPO - Initial Public Offer). Například akciová společnost, která navyšuje svůj základní kapitál,

emituje (vydává) další akcie - ty mohou putovat na primární trh, kde si je investoři nakoupí. To zvyšuje množství finančního kapitálu společnosti.

Nabídka nové emise cenných papírů může být veřejná či neveřejná. Neveřejná emise je založena na principu, že nové cenné papíry jsou nabízeny pouze omezenému okruhu předem dohodnutých osob. Tento způsob bývá zejména využíván majiteli malých akciových společností v případě jejich zakládání či navyšování základního kapitálu. Tato emise nebývá veřejně oznamována, upisovatelé se se společností domluví na jednorázovém úpisu akcií. Výhoda neveřejné emise spočívá zejména v nízkých nákladech (dále pak krátké časové délce celého procesu).

Naopak veřejná emise je z hlediska nákladů a času nesrovnatelně náročnější, protože emitent (např. akciová společnost) nabízí své cenné papíry (akcie) okruhu předem neurčených osob na veřejném trhu. Tento druh emise má mnoho fází, kterými musí projít, aby měla emise větší pravděpodobnost úspěchu a maximálně byla upsaná.

Sekundární trh

Na sekundárním trhu jsou obchodovány již dříve (na primárním trhu) emitované (vydané) cenné papíry. To s sebou nese samozřejmě i nesrovnatelně větší objem transakcí, než je tomu na trhu primárním. Sekundární trh je buď burza (dále v kapitole 4.1), nebo mimoburzovní trh (dále v kapitole 4.3).

Je nutné si uvědomit základní poučku:

**KAŽDÝ SEKUNDÁRNÍ TRH MÁ I SVŮJ PRIMÁRNÍ
NE KAŽDÝ PRIMÁRNÍ TRH MÁ I SVŮJ SEKUNDÁRNÍ**

(Emitované cenné papíry, zejm. v případě neveřejné emise na primárním trhu, se již nemusejí dále obchodovat, zůstávají v držení prvních vlastníků, a proto nikdy nespátrí trh sekundární.)



2.2 Efektivnost finančních trhů

Efektivnost finančních trhů je velmi důležitým faktorem při jejich analýze. Na efektivnost (účinnost) je možné se dívat z několika pohledů:

1. jak dalece mohou finanční trhy ovlivnit využívání zdrojů dostupných pro společnost (alokační efektivnost);
2. jak moc tržní ceny odrážejí hodnotu cenných papírů (informační efektivnost);
3. jak dobře jsou prováděny operace na finančních trzích (operační efektivnost).

2.2.1 Alokační efektivnost

Kdybychom zkoumali alokační efektivnost nějakého finančního trhu, zajímalo by nás, jakým způsobem úspory směřují do efektivních (produktivních) podniků, tzn. jak efektivně jsou volné finanční prostředky alokovány.

O maximálně efektivní vynaložení s finančních prostředků se snaží obchodníci s cennými papíry. Proč? Čím je investice efektivnější, tím přináší vyšší výnos.

Alokační efektivnost je nejvíce spojena s primárním trhem, kde dochází k prvotní alokaci finančních prostředků a emitovaných cenných papírů. Na sekundárním trhu je alokační efektivnost orientovaná na monitorování hospodářských výsledků firem, nabídky na převzetí (takeovers) či různé druhy očekávání investorů atd.

Takeovers

2.2.2 Informační efektivnost

Informační efektivnost je založena na sledování, jak tržní ceny odrážejí všechny dostupné relevantní informace. Jako hnací síla informační efektivnosti bývá označována konkurence investorů, kteří se snaží o maximalizaci zisků ze svých transakcí.

Podle teorie efektivních trhů (blíže kapitola 8.2) se všechny informace, které souvisejí s daným obchodovaným cenným papírem, rychle projeví v jeho tržní ceně. Pokud se hovoří

o testování forem efektivnosti trhu, má se na mysli definice relevantní informace a modelu, který ukazuje dopad této informace na cenu.

Úrovně informační
efektivnosti

V rámci informační efektivnosti je možné rozlišit mezi třemi úrovněmi:

a) slabá informační efektivnost:

Informace o historických cenách a objemech obchodování cenného papíru se ihned projeví v současné ceně daného cenného papíru. Tyto informace však žádným způsobem neumožňují odhad budoucího vývoje tržní ceny. Jinými slovy to znamená, že žádný investor nemůže dosáhnout nadprůměrných výnosů z obchodování s cennými papíry, pokud by měl vycházet pouze z minulých cen a objemů obchodování. Na základě rozsáhlých empirických testů bylo potvrzeno, že neexistuje stabilní vztah mezi tržními cenami cenných papírů v odlišných časových úsecích.

b) polosilná informační efektivnost:

Za informačně polosilně efektivní je označován takových trh, na kterém se všechny veřejně dostupné (a zveřejněné) informace (jak historické, tak i současné) ihned promítají v tržní ceně cenného papíru. Například informace o změně úrokových sazeb se ihned promítají v cenách dluhopisů a informace o dividendách či zisku se ihned promítají v cenách akcií. V případě polosilné informační efektivnosti nemůže investor dosáhnout nadprůměrných výnosů z obchodování, pokud bude vycházet ze všech veřejně dostupných informací (např. výroční zprávy, finanční noviny, oficiální stanoviska akciových společností, investiční doporučení obchodníků, resp. analytiků atd.).

c) silná informační efektivnost:

Silná informační efektivnost spočívá v tom, že tržní cena do sebe ihned absorbuje všechny veřejně i neveřejně dostupné informace. Jinými slovy můžeme říct, že žádný investor nemůže dosáhnout nadprůměrných výnosů z obchodování, pokud bude vycházet ze všech veřejně a neveřejně (soukromých, insider) dostupných informací. O takovém trhu můžeme potom říct, že je trhem dokonalým. Insider (neveřejné) informace se nesmí využívat při obchodování (jde o trestnou činnost). Insider informace však využívány bývají, a to zejména managementem společností. Například osoba (která má přístup k neveřejným informacím) nakoupí akcie pár dnů před zveřejněním optimistické informace o dosaženém zisku společnosti a posléze je prodá (samozřejmě za vyšší cenu).

Insider informace

Na závěr této subkapitoly si řekněme, že kapitálové trhy bývají zpravidla označovány jako polosilně informačně efektivní.

2.2.3 Operační efektivnost

Operační efektivnost se týká zejména sekundárních trhů a je vysoce spjata s transakčními náklady. Operační efektivnost je také úzce propojena s efektivností alokační, protože podmínkou, aby byly primární trhy alokačně efektivní, je právě operační efektivnost sekundárních trhů.

Jak již bylo zmíněno, důležitým faktorem operační efektivnosti jsou transakční náklady. Trh je operačně efektivní, pokud existuje velmi malý rozdíl mezi výnosem z prodeje cenných papírů a náklady na jejich pořízení (spread) - jinými slovy je nutné, aby byly transakční náklady nízké.

Spread

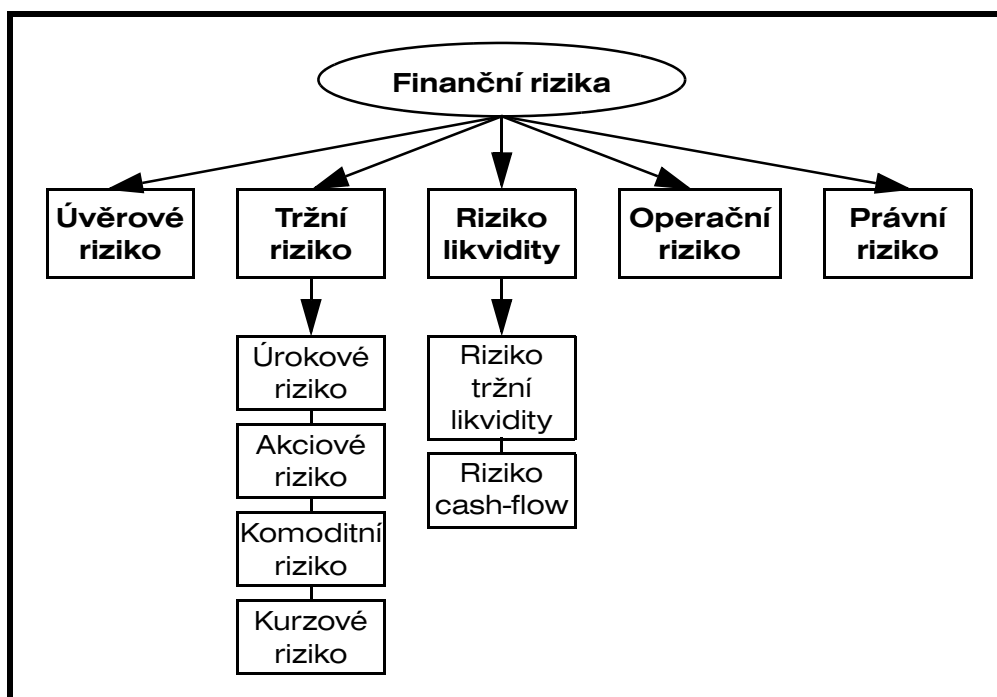
Ještě se na chvíli pozastavme u pojmu spread. Spread je v podstatě ziskem finančních zprostředkovatelů. Obecně můžeme tvrdit, že čím má trh vyšší likviditu, tím je rozpětí (spread) menší. Navíc je nutné si uvědomit, že všichni, co kupují či prodávají cenné papíry, musí do svých transakcí zahrnout i makléřské náklady. Makléřské náklady se přičítají k nákupní ceně a od prodejní ceny se odečítají. Po této operaci dostáváme celkové náklady na nákup cenného papíru, popř. čistý výnos z jejich prodeje. Čím větší je rozdíl mezi celkovými náklady a čistým výnosem, tím dražší je pro investory a vypůjčovatele vstoupit na primární trh a pro držitele cenných papírů zpět získat hotovost (tj. obnovit si peněžní likviditu).

Na závěr tedy vyslovme, že rozpětí a makléřské náklady jako podíl na ceně cenného papíru jsou mírou operační efektivity.

2.3 Finanční rizika

Tak jako v běžném životě, tak i ve finančním sektoru se setkáváme s mnoha různými riziky. Zvláště pak v posledních desetiletích se zvyšuje nejistota na finančních trzích (s nadsázkou můžeme říct, že kdyby neexistovala nejistota, nebylo by potřeba finančních trhů). Nejistota je však velmi mocná a ovládá jednání a myšlení všech subjektů v hospodářství, a tedy i obchodníků ve finančním sektoru.

Jelikož je finanční sektor velmi rozsáhlý a dochází v něm k uskutečňování mnoha druhů finančních operací, existují zde i různá finanční rizika. V rámci této kapitoly si je podrobněji vysvětlíme, začneme však úvodním schématem, ve kterém budou všechna finanční rizika obsažena.



2.3.1 Úvěrové riziko

Úvěrové riziko je spojeno se zapůjčováním finančních prostředků. Riziko je na straně věřitele, který se obává, že dlužník nedostojí svým závazkům podle podmínek kontraktu. Za toto podstoupené riziko si věřitel účtuje poplatek, který zahrne do své marže (základní úroková sazba plus riziková přírážka).

Při obchodování s cennými papíry do něj spadá i tzv. vypořádací riziko, tj. riziko ztráty z nevypořádaných obchodů.

2.3.2 Tržní riziko

Tržní riziko je rizikem souvisejícím se změnou hodnoty obchodovaného aktiva.

Můžeme jej rozčlenit na:

1. úrokové,
2. akciové,
3. komoditní a
4. kurzové.

Úrokové riziko

Úrokové riziko souvisí s pohybem úrokových sazeb. Pokud věřitel půjčí finanční prostředky na fixní úrok (protože předpokládá, že úrokové sazby budou v průběhu splácení klesat, což pro něj bude finančně zajímavé), bere na sebe riziko možného opačného pohybu úrokových sazeb (tj. že úrokové sazby porostou). Za tohoto předpokladu by mohl utrpět finanční ztrátu. Stejný princip platí při půjčení finančních prostředků na variabilní úrokovou sazbu.

Akciové riziko

Akciové riziko souvisí s pohybem tržní ceny držených akcií. Pokud obchodník zakoupí akcie a spekuluje na budoucí růst jejich tržní ceny, bere na sebe riziko možného poklesu tržní ceny koupených akcií na nižší úroveň, než za kterou je pořídil.

Komoditní riziko

Komoditní riziko je principálně totožné s akciovým rizikem. Opět jde o riziko ztráty v případě změny obchodovaného aktiva (v tomto případě se jedná o nějakou komoditu).

Kurzové riziko

Kurzové riziko je spojeno s obchodováním s měnami (resp. s jejich držetím). V současnosti například obchodník nakoupí měnu x za 30 jednotek měny y. Předpokládá, že měna y v budoucnu oslabí vůči měně x, ale je možné, že naopak měna y vůči měně x posílí - bere tedy na sebe riziko ztráty v případě opačné změny kurzu, než on předpokládá.



2.3.3 Riziko likvidity

Riziko likvidity můžeme rozdělit na dvě části:

1. riziko tržní likvidity a
2. riziko cash-flow

Riziko tržní likvidity

Riziko tržní likvidity se týká finančních trhů, resp. případu malého počtu obchodů. Obchodník si může nakoupit nějaké akcie a v době, kdy má záměr je odprodat, zjistí, že se na trhu obchoduje pouze v malém počtu obchodů a nikdo nemá o jeho akcie zájem.

Riziko cash-flow

Zde se jedná o riziko momentální platební neschopnosti (výpadku v cash-flow) obchodníka s cennými papíry.

2.3.4 Operační riziko

Operační riziko je úzce spojeno se všemi obchody. Jedná se o lidské chyby, podvody a výpadky či nedostatky informačních systémů.

2.3.5 Právní riziko

Právní riziko je riziko možné ztráty z investice v důsledku právní neprosaditelnosti kontraktu.



Shrnutí kapitoly

Vlastnosti trhu jsou šířka, hloubka a pružnost. Podle obsahu můžeme finanční trhy dělit na dluhové, akciové, komoditní a měnové trhy. Podle charakteru aktivace finančních prostředků se finanční trhy dělí na primární a sekundární. Finanční trhy mohou nabývat tří druhů efektivnosti - alokační, informační (slabá, posilná a silná) a operační. Finanční rizika jsou úvěrové riziko, tržní riziko, riziko likvidity, operační riziko a právní riziko.

Otázky k zamyšlení



1. Kdy se peníze stávají kapitálem?
2. Jaká je vzájemná souvislost mezi primárním a sekundárním trhem?
3. Jaká mohou vzniknout rizika při obchodování s produkty finančního trhu?
4. Je možné, aby se na devizových trzích obchodovalo s akciemi?
5. Čím může být určena velikost trhu?

- Definice cenného papíru
- Třídění cenných papírů
- Druhy cenných papírů

3.

Cenné papíry



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly budete znát rozdíly mezi různými druhy cenných papírů včetně základních rozdílů mezi finančními deriváty. To vše by vám mělo pomoci v orientaci při investování do cenných papírů.



Časová zátěž

- 5 hodin



Způsob studia

Při studiu této kapitoly využijte internetových stránek Komise pro cenné papíry (www.sec.cz).

3.1 Definice cenného papíru

Cenný papír je listina, která ztělesňuje právní nárok jejího vlastníka na finanční plnění. V současné době, s rozvojem informačních technologií, je již pojem “papír” poněkud zavádějící, jelikož většina cenných papírů je zanesena jako záznam v počítači.

V našem pojednání budeme cenným papírem rozumět převoditelný finanční instrument, se kterým je možné obchodovat jak na primárním, tak i sekundárním trhu cenných papírů. Takže pro náš účel nebudeme cenným papírem rozumět např. běžný účet, který není možné prodat (ale i přesto je v obecném chápání běžný účet považován za finanční aktivum).

3.2 Třídění cenných papírů

Cenné papíry je možné dělit z mnoha hledisek.

V této subkapitole si cenné papíry rozčleníme dle:

- a) subjektu, který cenný papír emituje,
- b) měnového hlediska,
- c) převoditelnosti,
- d) výnosu a
- e) doby splatnosti.

A. Podle subjektu, který cenný papír emituje

Cenný papír může být emitován (vydáván):

- státem (tj. státní cenné papíry - státní pokladniční poukázky, státní dluhopisy),
- akciovou společností (tj. akcie, firemní dluhopisy),
- investiční společností (tj. podílové listy, akcie),
- právnickou osobou (firemní dluhopisy).

B. Podle měnového hlediska

Měnovým hlediskem se myslí, v jaké měně je určitý cenný papír denominován (na jakou měnu zní).

Na základě tohoto hlediska můžeme rozlišit cenný papír emitovaný v měně:

- domácí (cenný papír emitovaný v domácí měně),
- cizí (cenný papír emitovaný v cizí měně) a
- euroměně (cenný papír emitovaný v jedné měně, ale obchodovaný na území státu, jehož národní měna je odlišná).

C. Podle převoditelnosti

Cenné papíry jsou odlišně vybaveny možností je převádět z jednoho majitele na druhého.

Podle převoditelnosti je tedy členíme na cenné papíry:

- na doručitele (jinými slovy “na majitele”, jsou neomezeně převoditelné),
- na řad (cenný papír má omezenou převoditelnost na převoditelnost rubopisem) a
- na jméno (cenný papír má omezenou převoditelnost na převoditelnost cesí se souhlasem emitenta).

D. Podle výnosu

Tímto hlediskem cenné papíry členíme na cenné papíry s:

- fixním výnosem (majitel předem ví, jakou výši výnosu může očekávat, a to po celou dobu platnosti),
- variabilním výnosem (majitel předem neví, jaká bude výše výnosu z cenného papíru) a
- smíšeným výnosem (část výnosu je fixní a část variabilní).

E. Podle doby splatnosti

Podle doby splatnosti rozdělujeme cenné papíry na ty, které mají dobu splatnosti pevnou, pohyblivou a popř. jsou bez termínu splatnosti.

- pevná doba splatnosti (cenný papír má přesně stanoven termín splatnosti),
- pohyblivá doba splatnosti (cenný papír nemá předem přesně určenou dobu splatnosti, která se odvíjí od “podmínek trhu”, např. dluhopis, který je kombinovaný s termínovým kontraktem).

3.3 Druhy cenných papírů

Na finančních trzích se obchoduje s mnoha druhy cenných papírů. Navzájem se od sebe liší rozdílnými vlastnostmi.

Mezi nejvíce používané řadíme následující:

a) akcie

Akcie je cenným papírem, který označuje a definuje podíl na vlastnictví akciové společnosti. Výnos z akcie je dvojitý:

1. rozdíl v tržním kurzu (nákup-prodej) a
2. dividenda;

b) zatímní listy

Zatímní listy jsou vydávány a nahrazují upsané a dosud nesplacené akcie (upisovatel ještě nesplatil emisní kurz před zápisem akciové společnosti do obchodního rejstříku);

c) podílové listy

Podílový list je cenný papír vyjadřující právo vlastníka na podíl majetku podílového fondu a dále také právo na podíl z výnosu;

d) dluhopisy

S dluhopisem je spojeno právo majitele na splacení dlužné částky a na výnosu z dluhopisu (resp. půjčené částky);

e) kupony

Kupony představují právo na výnosy z akcií, dluhopisů, zatímních či podílových listů. Jde o cenné papíry na doručitele.

f) směnky

Směnka poskytuje majiteli právo vyžadovat zaplacení stanovené peněžní částky ve stanoveném čase a zavazuje dlužníka zaplatit;

g) šeky

Jde o platební příkaz, kterým vystavovatel příkazuje své bance vyplatit osobě uvedené na šeku uvedenou částku;

h) hypoteční zástavní listy

Jedná se o dluhopis emitovaný hypotečními bankami, který je zajištěn zástavním

právem k nemovitostem, které jsou financovány právě emisí hypotečních zástavních listů;

i) státní pokladniční poukázky

Státní pokladniční poukázky jsou krátkodobým cenným papírem emitovaným státem podle zvláštního zákona. Tyto cenné papíry slouží ke krytí schodku státního rozpočtu;

j) finanční deriváty

Finanční deriváty jsou finanční instrumenty, které jsou odvozeny od podkladových aktiv (akcie, dluhopisy apod.) a které jsou založeny na časovém nesouladu mezi dobou sjednání a dobou vypořádání obchodu;

k) indexové certifikáty

Jde o cenné papíry, které jsou určitým způsobem vázány na nějaký burzovní index. Mají omezenou dobu splatnosti.

V následujících subkapitolách třetí kapitoly se budeme věnovat vybraným cenným papírům podrobněji.

3.3.1 Akcie

Akcie představují patrně nejznámější druh cenných papírů, se kterými je obchodováno na kapitálových trzích. Jedná se o cenné papíry dlouhodobějšího charakteru, které zpravidla nemají stanovenou dobu splatnosti a svému vlastníkovi dávají jak proměnlivý příjem ve formě dividend, tak mu i umožňují získat další kapitálový příjem na základě jejich prodeje na kapitálových trzích.

Dividenda Jak z předešlého odstavce vyplývá, mají akcionáři právo na podíl ze zisku ve formě dividend, ovšem tento příjem není možné zaručit. Pokud společnost nebude zisková, resp. bude ve ztrátě, nebude mít, z čeho by dividendy vyplácela. A samozřejmě, že i když bude společnost zisková, stále ještě nemusí dojít k výplatě dividend.

Koupě akcie neznamenaá půjčku společnosti, ale "pouze" podíl na jejím majetku. S tím, jak roste (klesá) majetek akciové společnosti, roste (klesá) hodnota akcie.

Pravomoci akcionářů Majitelé akcií se stávají akcionáři společnosti a jsou oprávněni:

- spolupodílet se na řízení akciové společnosti tím, že se účastní valné hromady. Počet hlasů je dán zpravidla množstvím akcií, které každý akcionář vlastní (např. na 100 akcií připadá 1 hlas). Počet akcií připadající na 1 hlas určují stanovy společnosti.
- podílet se na zisku společnosti. Tento podíl je zpravidla určen podílem jmenovité hodnoty akcií každého akcionáře na jmenovité hodnotě akcií všech akcionářů a vyjadřuje se formou procenta z jmenovité hodnoty akcie.
- podílet se na likvidačním zůstatku majetku akciové společnosti, jestliže dochází k její likvidaci, případně na snížení jmenovité hodnoty akcie, dochází-li opakovaně ke ztrátám převyšujícím rezervy společnosti, např. vydáním nových akcií ve starém poměru 2 staré akcie za 1 novou apod. Naopak při velké prosperitě a nahromadění velkých rezerv se zvyšuje velikost majetku akciové společnosti a tím připadá na 1 akcii větší adekvátní podíl vlastního jmění.

Likvidace a. s. Akcionář může však zaznamenat také ztrátu a v krajním případě při likvidaci společnosti přijít o celý investovaný kapitál, neboť po dobu trvání společnosti ani v případě jejího zániku nemůže žádat vrácení majetkového vkladu. Při likvidaci společnosti se nejprve uspokojí pohledávky věřitelů a teprve zůstatek majetku se rozdělí mezi akcionáře. Akcie jsou z tohoto hlediska nejrizikovější cenné papíry .

Akcie můžeme rozdělit na:

1. kmenové akcie

S těmito akciemi jsou spojena všechna práva uvedená v zákonu bez omezení (právo podílet se na řízení akciové společnosti, podílet se na zisku, právo na dividendu, podílet se na rozdělení majetku při likvidaci společnosti). Obvykle jsou vydávány na majitele a jsou volně převoditelné (převádějí se odevzdáním tomu, kdo si je zakoupil). S těmito akciemi jsou spojena všechna práva uvedená v zákonu bez omezení

(právo podílet se na řízení akciové společnosti, podílet se na zisku, právo na dividendu, podílet se na rozdělení majetku při likvidaci společnosti).

2. Přednostní akcie

Stejně jako kmenové akcie představují podíl na vlastnictví společnosti. Ale na rozdíl od obyčejných kmenových akcií nemají přednostní akcie obvykle hlasovací práva. Běžné dividendy musí být držitelům přednostních akcií vypláceny dříve než majitelům akcií obyčejných.

3. Akcie na majitele

Znějí na vlastníka. Jsou to vlastnické papíry a jsou volně převoditelné. Práva s nimi spojená má jejich držitel. Převádějí se předáním na základě dohody. Jejich vydání je přípustné jen tehdy, je-li plně splacena jmenovitá hodnota.

4. Akcie na jméno

Jsou obyčejné akcie (kmenové či zakladatelské), a pokud jsou převoditelné, je převod proveden indosamentem (používány především v Itálii, Švýcarsku, USA, Kanadě). Akciová společnost si vede seznam ve svém rejstříku a zná tedy složení akcionářů, což je významné především v době změny vlastnických poměrů nebo jiných změn v akciové společnosti. Akcie na jméno mohou být vinkulovány, tj. nesmějí být volně převáděny a k jejich převodu je nutný souhlas akciové společnosti, která se tím chrání před nebezpečím, že by se jí mohl zmocnit konkurent nebo skupina akcionářů, která bude chtít změnit předmět činnosti apod.

Na základě vlastnictví akcií je možné získávat příjmové platby, tzv. dividendy. Dividenda je podíl na zisku společnosti a může být vyplácena ze zisků z běžných let, z nerozdělených zisků minulých let, ze statutárních a jiných fondů ze zisku a ze zákonného rezervního fondu ve výši, v jaké byl vytvořen na základě dobrovolných přidělů. O tom, zda se dividendy vyplácejí, rozhoduje politika a statut společnosti. Nově vzniklé podniky, které se teprve rozrůstají, nebo podniky, které jsou zaměřeny na akumulaci kapitálu, zpravidla dividendy nevyplácejí.

Podle druhu akcie, na kterou jsou dividendy vázány, můžeme rozlišit:

1. dividendu běžnou (kmenovou) připadající na kmenovou akcii a
2. dividendu prioritní (přednostní), kterou získávají majitelé přednostních akcií.

Kmenová a přednostní dividendy

3.3.2 Dluhopisy

Dluhopisy představují velmi rozšířený druh cenných papírů. Emitent dluhopisu (stát, firma, banka) je dlužníkem a držitel dluhopisu (investor) je věřitelem. Emitent většinou vydává dluhopis s cílem získat dlouhodobé finanční prostředky pro svůj rozvoj. Na rozdíl od klasických úvěrů je s dluhopisy možné obchodovat na sekundárních trzích cenných papírů (např. Burza cenných papírů Praha či RM-System).

Druhy dluhopisů

Mezi nejčastěji využívaný druh dluhopisu je možné zařadit dluhopis s fixním výnosem (tzv. plain vanilla bond), jehož držitel (majitel) inkasuje pravidelný (zpravidla pololetní) pevný kupón po předem stanovenou dobu. Při dospělosti dluhopisu (tzn. v době jeho splatnosti) dochází kromě splacení posledního kupónu také k jednorázové splátce jistiny. Dluhopisy jsou proto obvykle zařazovány mezi pevně úročené cenné papíry. Je možné však nalézt i velké množství dalších druhů dluhopisů.

V tomto textu si však uvedeme pouze ty nejzajímavější:

- dluhopis s nulovým kupónem (tzv. zero-coupon bond) nevyplácí žádný kupón a soustřeďuje veškerý hotovostní tok do okamžiku splatnosti. Je prodáván s diskontem (tzn. za cenu pod nominálem). Při době splatnosti menší než jeden rok u tohoto druhu dluhopisu mluvíme o pokladničních poukázkách;
- dluhopis s variabilním kupónem váže kupónovou sazbu na vývoj nějaké veličiny (úrokové sazby, cenového indexu atd.);
- dluhopis bez termínu splatnosti (tzv. věčný dluhopis, konzol) vyplácí kupón neustále;
- vypověditelný dluhopis může jeho emitent splatit dříve než v den splatnosti;

- konvertibilní dluhopis je možné vyměnit za akcie za předem stanovený konverzní poměr;
- prašivý dluhopis (junk bond, high yield bond) je zpravidla firemní dluhopis s nízkým nebo vůbec žádným ratingem;
- euroobligace je domácí dluhopis emitovaný v zahraniční měně.

Cena a výnosnost do doby splatnosti dluhopisu

Cena dluhopisu je jeho skutečná tržní hodnota, za kterou je daný dluhopis obchodován na kapitálovém trhu. Cena dluhopisu vyjádřená v procentech z jeho nominální hodnoty se nazývá kurz dluhopisu. I když je cena dluhopisu tvořena trhem, měla by v průměru za normálních podmínek odpovídat současné hodnotě budoucích kupónových plateb.

Výnos dluhopisu Výnos z dluhopisu je obecně roven kupónovému výnosu a kapitálovému zisku (ztrátě). Výnos do doby splatnosti (yield-to-maturity) udává průměrný roční výnos, který investor získá zakoupením dluhopisu a jeho držením až do data splatnosti. Jde vlastně o úrokovou sazbu, za kterou bychom museli alternativně uložit peněžní prostředky na termínovaný vklad, abychom mohli provádět výběry shodné s příjmy dluhopisu. Nevýhodou této metody je ovšem předpoklad, že kupón může být vždy reinvestován za výslednou výnosovou sazbu.

Rizika při držení dluhopisu

Kreditní riziko Držení dluhopisu s sebou přináší řadu rizik. Mezi nejvýznamnější můžeme zařadit kreditní riziko, což je riziko, že emitent nedostojí svým závazkům k dluhopisu (nesplatí kupón či jistinu). Jak už bylo výše řečeno, firemní dluhopisy mají nízkou finanční bonitu (rating), tzv. junk bonds. Naopak státní dluhopisy jsou vzhledem ke státní garanci považovány za nejvíce bonitní (při modelování portfolií bývá zpravidla úrok ze státních bondů považován za úrok z bezrizikové investice).

Reinvestiční riziko Dalším rizikem je riziko reinvestiční. Jde o riziko, že průběžně přijímané kupónové platby budou reinvestovány za nižší úrokové sazby.

Riziko předčasného splacení U vypověditelného dluhopisu se dále objevuje riziko předčasného splacení. K tomuto kroku emitent zpravidla přistupuje v případě, že dojde k výraznému poklesu tržních úrokových sazeb a on může emitovat nové dluhopisy s nižší kupónovou sazbou (tzn. že se pro něj vypůjčené finanční prostředky prostřednictvím dluhopisů stanou levnější).

Mezi další rizika je možné zařadit riziko inflační (znehodnocení výnosů) a kurzové (v případě zahraničních dluhopisů či euroobligací).

Velmi významným rizikem je riziko, které je založeno na samotných změnách tržní úrokové míry, které mají za následek změny cen dluhopisů. Mírou tohoto rizika je tzv. durace.

Durace

Durace dluhopisu se používá především při vyšetřování citlivosti jejich cenových změn v závislosti na změnách výnosnosti do doby splatnosti dluhopisu. Jedná se o střední dobu života dluhopisu, která je na rozdíl od doby splatnosti váženým průměrem dob jednotlivých kupónových plateb, přičemž váhy jsou dány jako poměrný příspěvek jednotlivých diskontovaných kupónových plateb do celkové ceny dluhopisu. (Duraci tedy můžeme pojmout jako průměrnou dobu k získání příjmů spojených s dluhopisem.)

Výpočet durace Výpočet durace je v podstatě váženým průměrem dob jednotlivých kupónových plateb, kde vahami jsou jednotlivé diskontované kupónové platby. Pokud se tedy zamyslíme, tak nám bude zřejmé, že bezkupónový dluhopis má duraci rovnou době do splatnosti. S růstem kupónové sazby durace klesá, protože se těžiště plateb posouvá směrem k počátku.



Durace je tedy mírou úrokového rizika, jelikož je rovna elasticitě ceny dluhopisu vůči výnosové míře dluhopisu. Čím nižší durace, tím méně je cena dluhopisu citlivá na fluktuace úrokových sazeb. Naopak dlouhé splatnosti reagují citlivěji na změny sazeb.

3.3.3 Hypoteční zástavní listy

Hypoteční zástavní listy jsou speciálním druhem dluhopisů, které jsou zajištěny zástavním právem k nemovitostem. Jmenovitá hodnota (jistina) a úroky jsou plně kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů. Hypoteční zástavní listy může emitovat pouze banka, která má zvláštní oprávnění vydané ČNB (možnost poskytovat hypoteční úvěry a emitovat HZL). Takováto banka bývá označována jako hypoteční.

Z důvodu řádného krytí hypotečních zástavních listů mohou být použity pouze pohledávky hypotečních úvěrů, které nepřevyšují 70% ceny zastavených nemovitostí. Cena nemovitostí je vždy stanovena bankou, a to jako cena obvyklá. Omezení poskytování hypotečních úvěrů poskytuje investorům určitý kontrolní a stimulační mechanismus, který zainteresuje zúčastněné subjekty jejich vlastními zájmy na dokončení a ekonomické realizaci předmětných nemovitostí. Stanovení ceny nemovitostí má zamezit nerealistickým cenám, které by mohly zásadně ohrozit vymahatelnost hypotečního úvěru.

Mechanismus HZL

Hypoteční zástavní listy jsou považovány za jeden z velmi bezpečných investičních instrumentů z důvodu materiálního krytí své hodnoty. HZL patří zároveň k finančním instrumentům s dlouhou dobou splatnosti (expirace).

3.3.4 Státní pokladniční poukázky

Státní pokladniční poukázky jsou státními cennými papíry (dluhopisy). Státní dluhopisy jsou krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé. Státní pokladniční poukázky se řadí právě mezi krátkodobé státní dluhopisy. Jedná se o finanční instrumenty s expirací do jednoho roku.

Státní pokladniční poukázky jsou sice veřejně neobchodovatelné, ale snadno se s nimi obchoduje v rámci pravidel trhu krátkodobých dluhopisů. Tento druh cenného papíru má vysokou likviditu a je vyhledávaným instrumentem peněžního trhu.

Úrokový výnos státních pokladničních poukázek je rozdílem mezi nominální hodnotou a emisní cenou. Emisní ceny bývají stanoveny na základě aukce.

3.3.5 Podílové listy

Podílovým listem označujeme cenný papír, se kterým jsou spojena práva k podílu na majetku podílového fondu a právo na vyplacení podílu ze zisku z hospodaření s majetkem v podílovém fondu. Podílové listy jsou emitovány investičními společnostmi. K tomu, aby investiční společnost mohla podílové listy emitovat, musí mít bezpodmínečně povolení Komise pro cenné papíry. Komise pro cenné papíry na základě posouzení předloženého navrhovaného statutu podílového fondu rozhodne o tom, zda může investiční společnost podílové listy emitovat či nikoliv.

Investiční společnost může vytvářet otevřené nebo uzavřené podílové listy (detailněji v kapitole 9. Kolektivní investování).

3.3.6 Finanční deriváty

Na úvod této kapitoly je nutné zmínit, že podrobný popis finančních derivátů je ve studijním modulu "Deriváty finančního trhu". V této subkapitole jsou deriváty jen lehce nastíněny.

Finanční deriváty jsou nástroje, jejichž cena je odvozená (derivovaná) od ceny aktiv. Výraz "finanční derivát" popisuje finanční produkt nebo operaci, které umožňují v okamžiku uzavření kontraktu zafixovat kurz nebo cenu, za kterou může být aktivum, které se k tomuto derivátovému kontraktu vztahuje, koupeno (resp. prodáno) k určitému budoucímu datu.

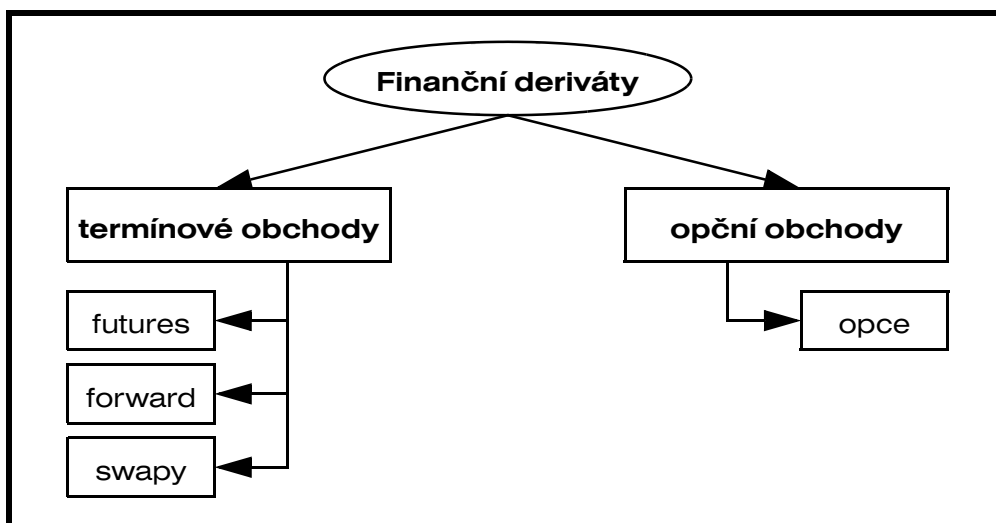
Finanční deriváty jsou obchody, které jsou založeny na principu časového nesouladu mezi sjednáním a plněním daného kontraktu. Jinými slovy tedy můžeme říci, že v současnosti uzavřeme s naším partnerem obchod a ihned s ním sjednáme všechny podmínky obchodu (tj. splatnost, cena atd.). V době splatnosti kontraktu pak pouze dochází k dodání podkladových aktiv, tzv. bazických instrumentů.

3. Cenné papíry

Všeobecně vzhledem k široké škále vzniklých derivátových produktů platí, že většina derivátů je založena na jednom ze čtyř typů aktiv: měna, úrokové sazby, komodity a cenné papíry (indexy).

- a) Komoditní deriváty se dotýkají nákupu nebo prodeje určitých fyzických komodit, kterými mohou být např. kukuřice, pšenice, ropa, zemní plyn atd.
- b) Měnové deriváty jsou kontrakty na nákup či prodej určité měny v budoucnu.
- c) Úrokové deriváty představují kontrakty na zabezpečení úrokových výnosů na určitou dobu v budoucnu.
- d) Deriváty na nákup či prodej cenných papírů představují kontrakty, jejichž podkladovými aktivy jsou nějaké cenné papíry (akcie, dluhopisy, směnky atd.). Mezi tyto deriváty můžeme zařadit i deriváty na akciové indexy.

Základní typy finančních derivátů můžeme rozdělit následujícím způsobem:



Forward

Podstata termínových obchodů je jednoduchá. Jde vlastně o kontrakt dohodnutý v současnosti na koupi nebo prodej určitého aktiva v budoucnu za dnes dohodnutou cenu.

Forward je nejstarším druhem derivátů a představuje závazek kupujícího koupit určité množství podkladového nástroje k určitému dni v budoucnu za stanovenou cenu (forwardová cena, forward price) a závazek prodávajícího prodat dané množství aktiva za stejných podmínek. S forwardy se obchoduje na OTC trzích (over-the-counter), tj. mimoburzovních trzích.

Futures Futures se od forwardu liší v tom, že podmínky kontraktu jsou standardní a že se s nimi obchoduje na speciálních burzách (tzv. termínových), nikoli na OTC trzích. Podmínky kontraktu (standardizaci podkladového nástroje) podrobně stanoví burza, na které se s daným kontraktem obchoduje.

Swap Swap zavazuje dvě strany k výměnám určitých podkladových nástrojů v určitých intervalech v budoucnu (u některých swapů se výměna aktiv redukuje na jednu vyrovnávací platbu). Jde vlastně o dva nebo více forwardů, které jsou spolu navzájem smluvně spojeny. Se swapy se obchoduje jak na OTC trzích, tak i na specializovaných burzách.

Opce Opce na rozdíl od forwardů, futures a swapů poskytuje vlastníkovvi opce nikoli povinnost, ale právo k nákupu nebo prodeji určitého nástroje k určitému dni nebo po určitou dobu v budoucnu za stanovenou cenu (realizační cena, exercise price, strike price) a závazek prodávajícího opce prodat nebo koupit daný nástroj za týchž podmínek.

Shrnutí kapitoly



Cenný papír je převoditelný finanční instrument, se kterým je možné obchodovat na primárním i sekundárním trhu cenných papírů. Cenné papíry můžeme členit podle emitenta, měnového hlediska, převoditelnosti, výnosu a doby splatnosti. Mezi nejpoužívanější cenné papíry se řadí akcie, dluhopisy, hypoteční zástavní listy, státní pokladniční poukázky, podílové listy a finanční deriváty. Akcie představují cenný papír zpravidla bez doby splatnosti a dávající svému vlastníkovi právo na dividendu a řízení společnosti. Dluhopis je dluhový cenný papír, jehož emitent je dlužníkem a kupující věřitelem. Durace dluhopisu je střední doba života dluhopisu a je váženým průměrem dob jednotlivých kupónových plateb. Hypoteční zástavní listy jsou zajištěny zástavním právem k nemovitostem. Státní pokladniční poukázky jsou krátkodobými státními dluhopisy. Podílové listy jsou emitovány investičními společnostmi a váže se na ně právo podílníka na podíl fondu. Finanční deriváty jsou založeny na časovém nesouladu mezi dobou sjednání a dobou vypořádání kontraktu. Finanční deriváty můžeme rozdělit na termínové obchody (forward, futures a swapy) a opční obchody (opce).

Otázky k zamyšlení



1. Mezi které druhy cenných papírů zařadíte obligace, akcie, opce, HZL?
2. Definujte eurotrh.
3. Co můžete říct o dluhopisu ČSOB VAR/06?
4. Jaký je rozdíl z hlediska práv a povinností majitele u akcií, obligací a státních pokladničních poukázek?

- Burzovní trh
- UNIVYC, a. s.
- Mimoburzovní trh
- Středisko cenných papírů (SCP)
- Komise pro cenné papíry (KCP)
- Zahraniční burzy (Slovensko a Polsko)

4.

Subjekty kapitálového trhu



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly již budete mít komplexnější představu o kapitálovém trhu a jeho fungování. Kapitola vám poskytne náhled na burzovní i mimoburzovní trh, Středisko cenných papírů a Komisi pro cenné papíry. Budete znát a pochopíte, jak fungují jednotlivé subjekty na kapitálovém trhu.



Časová zátěž

- 7 hodin + 4 hodiny na zpracování POTu



Způsob studia

Při studiu této kapitoly byste měli využít webových stránek BCPP, RM-S, SCP a KCP.

Na kapitálových trzích se střetávají kupující a prodávající finančních aktiv. Mezi základní subjekty kapitálových trhů patří emitenti cenných papírů, investoři a finanční zprostředkovatelé.

K obchodům dochází jak na burzovních, tak i mimoburzovních trzích. Všechny obchody jsou kontrolovány specializovanou státní institucí (v případě České republiky je to Komise pro cenné papíry).

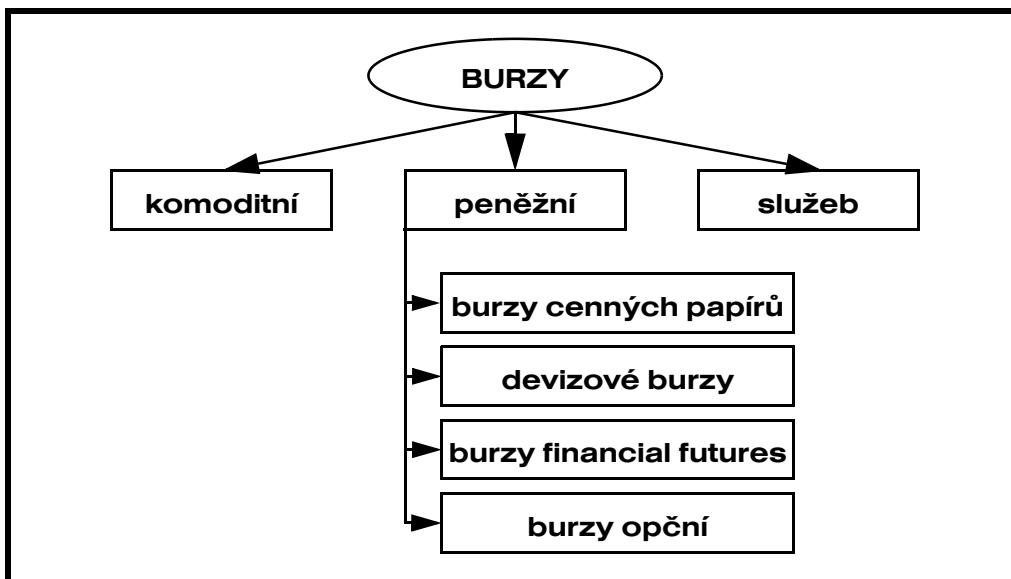
4.1 Burzovní trh

Burza je vrcholovou institucí kapitálových trhů. Jde o vysoce organizovanou formu trhu, která se od jiných trhů odlišuje určitými specifickými rysy a zároveň plní i určité specifické funkce. Burzy vznikly na místech, kde docházelo k pravidelným střetáváním obchodníků.

Burzy jsou primárně trhem aktiv jako každý jiný trh, ale díky specifičnosti obchodů se oproti trhům normálním liší určitými rysy:

1. K provozování burzovních obchodů je potřeba zvláštního povolení.
2. Jednotlivé druhy a postupy při uzavírání burzovních obchodů jsou přesně stanoveny (burzovní předpisy) a musí odpovídat zákonům země.
3. Zboží obchodované na burzách musí být připuštěno a schváleno vedením burzy.
4. Obchoduje se s určeným minimálním množstvím.
5. Čas a místo obchodů jsou přesně a s předstihem určeny.

Burzy se vzájemně liší podle sféry činnosti a funkcí, které plní. V následujícím grafu je rozčleníme.



Burzy komoditní

Na komoditních burzách dochází k realizaci jak promptních, tak i termínových obchodů s různými komoditami. Obchody se uskutečňují podle standardizovaných vzorků jednotlivých zboží. (Velký význam mají zejména plodinové burzy.) Základní a hlavní význam těchto burz nespočívá jen v uzavřených obchodech, ale zejména v tvorbě ceny, která slouží jako směrná cena pro mimoburzovní obchody, kterých je většina. Promptní obchody uzavírané na zbožových burzách postupně ztrácejí na významu, protože takto se obchoduje více ve formě mimoburzovních obchodů a těžiště těchto zbožových burz se v současné době přesouvá do oblasti termínových obchodů, které slouží jak k zajištění proti cenovému kolísání obchodovaných komodit, tak i ke spekulaci.

Burzy peněžní

Burzy peněžní se dále dělí na:

1. Burzy cenných papírů - obchoduje se zde se zastupitelnými cennými papíry (např. dluhopisy, hypoteční zástavní listy, akcie, investiční certifikáty apod.). Jedná se zde zejména o promptní obchody. Burzy CP
2. Devizové burzy - obchoduje se s devizami (cizí měnou). Jedná se zde tedy o obchod s bezhotovostními zahraničními platebními prostředky. Tímto způsobem zde ovšem obchodují pouze banky, a to na vlastní účet. Tyto burzy také slouží k oficiálnímu stanovování devizových kursů (fixing) a usnadňují devizové intervence centrálním bankám. Burzy devizové
3. Burzy financial futures - financial futures neboli (termínové kontrakty) jsou tzv. odvozenými cennými papíry. Předmět i forma těchto termínových kontraktů jsou standardizovány, a to umožňuje uzavírání velkého množství těchto kontraktů, které se potom stávají v masovém měřítku předmětem zájmů investorů. Přitom vlastní předmět obchodu, kterého se termínový kontrakt týká (zboží, indexy cenných papírů, úrokové míry, obligace), investoři vůbec nemusí v době uzavírání tohoto kontraktu vlastnit. Burzy financial futures
4. Opční burzy - jedná se zpravidla o opční obchody s akciemi. Koupení opční smlouvy umožňuje jejímu držiteli získat právo v daném termínu a za danou cenu koupit nebo prodat předmět budoucího obchodu (akcie). Burzy opční

Burzy služeb

Jedná se zejména o obchody s prostorami lodí. Nyní však ztrácejí na významu.

Jednotlivé burzy v různých zemích vykazují značné rozdíly, přes tuto skutečnost však vykazují některé navzájem společné rysy.

Jedná se především o následující:

- existence pevné vnitřní organizace (což se projevuje v existenci orgánů burzy),
- o podmínkách obchodování na burze rozhodují orgány burzy,
- organizace burzy bývá ať už přímo, nebo nepřímo upravena zákony.

4.1.1 Funkce burzy

Burza cenných papírů zabezpečuje v tržní ekonomice následující funkce, které se vzájemně doplňují:

1. funkce obchodní,
2. funkce alokační,
3. funkce cenotvorná a
4. funkce spekulativní.

Funkce obchodní

Burza zabezpečuje obchodování s cennými papíry, tj. nejen jejich umístění na trh, ale také jejich následné obchodování. S touto funkcí velmi úzce souvisí likvidita trhu (dříve diskutováno v kapitole 2. Finanční trhy).

Funkce alokační

Pro plnění této funkce je důležité, aby měla burza vyvinutý primární trh. Alokační funkce je založena na alokaci (rozmístění) cenných papírů od deficitních k přebytkovým subjektům.

Funkce cenotvorná

Na základě střetávání nabídky a poptávky po cenných papírech dochází k tvorbě tržního kurzu cenného papíru (tj. ceny).

Funkce spekulativní

Tato funkce umožňuje krátkodobé investování do cenných papírů (zejména akcií). Jde o spekulace na budoucí vývoj cenných papírů v krátkém horizontu. Cílem spekulace je samozřejmě zisk, tj. rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou.

4.1.2 Burza cenných papírů Praha (BCPP)

BCPP byla založena 24. 7. 1992. Předmětem podnikání BCPP je:

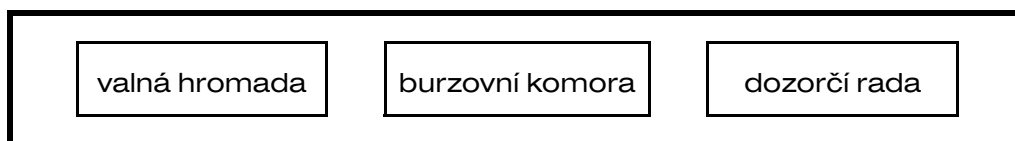
1. organizovat v souladu s obecně závaznými předpisy, Burzovním řádem a Burzovními pravidly na určeném místě a ve stanovenou dobu prostřednictvím oprávněných osob nabídku a poptávku registrovaných cenných papírů, investičních instrumentů, které nejsou cennými papíry, popř. jiných instrumentů kapitálového trhu v rozsahu povolení vydaného Komisí pro cenné papíry,
2. zajišťovat publikování výsledků burzovních obchodů,
3. poskytování služeb spočívající v poskytování informací, a to i informací týkajících se cenných papírů, které nebyly přijaty k obchodování na veřejném trhu, za podmínek stanovených zákonem č. 214/1992 Sb. o burze cenných papírů, v rozsahu povolení vydaného Komisí pro cenné papíry, a je-li jejich poskytování upraveno v burzovním řádu,
4. poskytování služeb prostřednictvím jiného veřejného, a to i zahraničního trhu,
5. provádět poradenskou, osvětovou a další činnost související s předmětem podnikání burzy atd. (detailněji viz Stanovy BCPP).

Člen burzy Členem burzy se může stát právnická osoba, které bylo v souladu se zákonem o cenných papírech uděleno povolení k výkonu činnosti obchodníka s cennými papíry, která je zapsána v obchodním rejstříku a která dále splňuje všechny podmínky stanovené burzovním řádem, burzovními pravidly nebo rozhodnutím burzovních orgánů a je akcionářem burzy

nebo byla přijata burzovní komorou za člena burzy v souladu s burzovními pravidly. Česká národní banka je členem BCPP.

Orgány BCPP

Burza cenných papírů Praha má následující orgány:



Valná hromada

Jde o nejvyšší orgán, jelikož BCPP je akciovou společností (Burza cenných papírů Praha, a.s.).

Do působnosti valné hromady mimo jiné patří:

- schválení a změna stanov,
- rozhodnutí o zvýšení či snížení základního kapitálu BCPP,
- volba a odvolání členů burzovní komory a dozorčí rady,
- schválení řádné i mimořádné účetní závěrky,
- rozhodnutí o zrušení, fúzi nebo rozdělení BCPP,
- schválení řádu burzovního rozhodčího soudu,
- schválení druhů odměn za služby poskytované BCPP jako organizátorem veřejného trhu a zásad pro stanovení jejich výše atd.

Burzovní komora

Burzovní komora je statutárním orgánem BCPP - řídí její činnost a jedná jejím jménem.

Burzovní komora mimo jiné:

- dbá, aby při činnosti BCPP byly dodržovány obecně závazné právní předpisy,
- schvaluje burzovní řád a burzovní pravidla,
- zřizuje stálé nebo dočasné burzovní výbory,
- uděluje osobám oprávnění kupovat a prodávat na BCPP cenné papíry a investiční instrumenty, které nejsou cennými papíry, atd.

Dozorčí rada

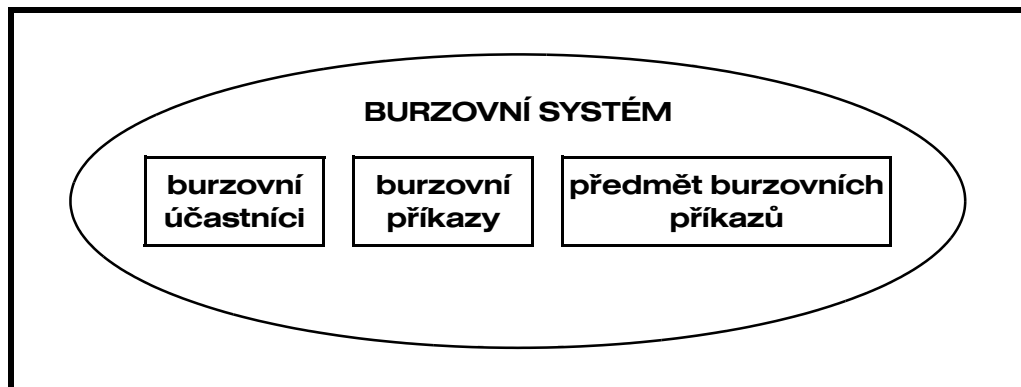
Dozorčí rada dohlíží na výkon působnosti burzovní komory a uskutečňování činnosti BCPP.

V rámci její působnosti přísluší mimo jiné:

- nahlíží do všech dokladů a záznamů týkajících se činnosti burzy,
- kontroluje, zda jsou řádně a v souladu se skutečností vedeny účetní zápisy burzy,
- účastní se valné hromady a seznamuje ji s výsledky své kontrolní činnosti atd.

Systém BCPP

Obecně je systém burzy složen z mnoha vzájemně provázaných prvků. Jde zejména o burzovní účastníky, dále pak o burzovní příkazy a předmět burzovních obchodů.



Burzovními účastníky jsou osoby, které mají oprávnění obchodovat s cennými papíry podle zvláštního zákona a jsou zároveň akcionáři burzy, nebo osoby, kterým burzovní komora na vlastní žádost udělila oprávnění k obchodování na burze. Mezi burzovní účastníky se řadí i ČNB.

Makléř Právnícká osoba, která získala oprávnění obchodovat na BCPP, musí určit alespoň jednu fyzickou osobu, které poskytne právo jednat jejím jménem (tzv. makléř). Makléř musí mít potřebnou způsobilost k obchodování (tj. povolení Komise pro cenné papíry).

Burzovní příkazy jsou udělovány investorem jeho makléři (resp. právnícké osobě - členu BCPP) ke koupi či prodeji cenného papíru. Příkazy lze v současnosti provádět několika možnými způsoby:

- osobně (na přepážce člena BCPP),
- telefonicky,
- faxem,
- dopisem (telegramem),
- osobním počítačem (prostřednictvím programu, mailem) atd.

Makléř takovýto pokyn od svého klienta "předává" do automatického obchodního systému BCPP (tzv. AOS).

Cenové limity burzovních příkazů

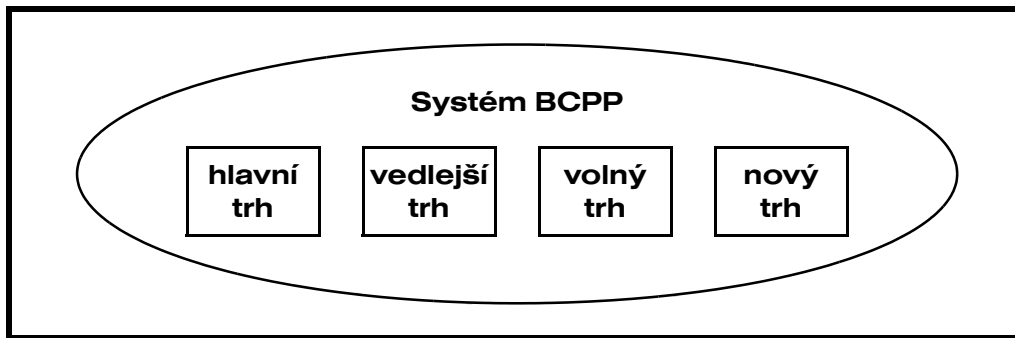
Burzovní příkazy můžeme primárně rozlišit podle cenového limitu na:

- **nelimitované** (klient žádnou cenovou hranici neváže makléře k dosažení přesného nákupního či prodejního kurzu, např. "co nejlevněji"),
- **limitované** (klient svému makléři dává přesnou nejvyšší či nejnižší hranici pro prodej či nákup cenného papíru).

Předmětem burzovních obchodů na BCPP jsou akcie, dluhopisy a podílové listy. Aby mohly být cenné papíry na BCPP obchodovány, musí být na trh přijaty (tzv. kotovány). Na BCPP jsou různé trhy: hlavní, vedlejší, volný a nový.



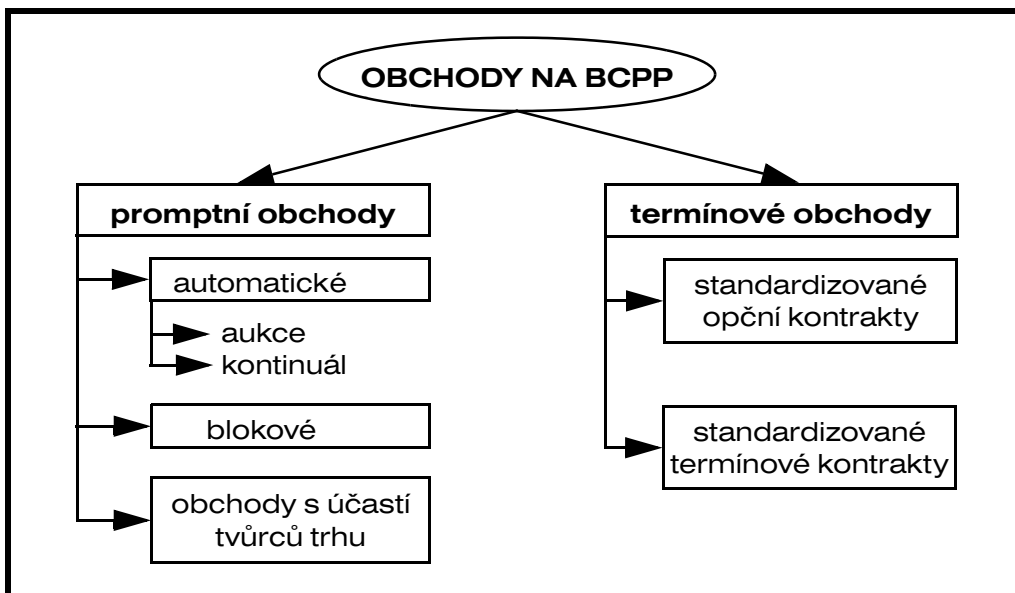
Stručně můžeme říct, že na hlavním a vedlejším trhu jsou obchodovány cenné papíry společností, které splňují velké množství podmínek (zejména pak podmínku poskytování informací, které mohou ovlivnit tržní kurz - hospodaření, změna managementu apod.). Volný trh je určen pro ostatní společnosti, které mají zájem, aby se s jejich cennými papíry na BCPP obchodovalo, ale nespĺňují výše nastíněné požadavky. Nový trh je pak určen pro akcie společností, které mají krátkou podnikatelskou minulost, ale perspektivní program (tj. růstový potenciál), a hledají finanční zdroje pro financování (tzn. jde o trh emisí - primární trh).



Na závěr této subkapitoly ještě konstatujeme, že obchodní systém Burzy cenných papírů Praha je elektronickým typem burzy (obchody jsou uskutečňovány pouze prostřednictvím počítačů). Jde o odlišný systém, než který známe z amerických filmů (v USA bývají burzy založeny na prezenčním typu burzy (tj. burzovní obchody probíhají na tzv. parketu).

Druhy obchodů na BCPP

Druhy obchodů na BCPP se člení podle následujícího:



V dalším textu se budeme zabývat pouze promptními obchody, jelikož termínové obchody jsou stále v přípravě (s opcemi a futures se zatím na BCPP neobchoduje). Informace o termínových obchodech jsou v přílohách tohoto studijního materiálu.

Automatické obchody

Automatické obchody se dělí dle režimu na aukční a kontinuální.

Zařazení cenných papírů do jednotlivých režimů obchodování se řídí jejich zařazením do obchodních skupin:

■ obchodní skupina 1

- způsob obchodování -> automatické obchody - aukční i kontinuální režim, blokové obchody;
- zařazené emise -> všechny cenné papíry s výjimkou emisí obchodovaných ve SPAD a emisí listinných cenných papírů;

4. Subjekty kapitálového trhu

■ obchodní skupina 2

- způsob obchodování -> automatické obchody - aukční režim, blokové obchody,
- zařazené emise -> listinné cenné papíry;

■ obchodní skupina 3

- způsob obchodování -> SPAD, automatické obchody - aukční i kontinuální režim a za podmínek stanovených Burzovními pravidly také blokové obchody (nadlimitní),
- zařazené emise -> vybrané cenné papíry zařazené k obchodování ve SPAD.

Aukce

Aukční režim obchodování s cennými papíry na BCPP je založen na cenové prioritě, tzn. že přednost má objednávka s výhodnější cenou (vyšší nákupní, nižší prodejní). Kurz je v tomto režimu stanoven tak, aby bylo co největší množství cenných papírů zobchodováno, a to při minimálním převisu. Nově stanovená cena se může od předešlé lišit maximálně jen o povolené rozpětí.

Stavy trhu

V závislosti na struktuře jednotlivých objednávek v AOS pro určitý cenný papír může být trh v jednom z následujících osmi stavů:

1. dokonalá rovnováha (obchod se uskuteční, všechny objednávky na prodej s nižší nebo stejnou cenou, jako je nová aukční cena, a všechny objednávky na nákup s vyšší nebo stejnou cenou, jako je aukční cena, jsou uspokojeny)
2. lokální převis nabídky (obchod se uskuteční, všechny objednávky na nákup s cenou vyšší nebo odpovídající nové aukční ceně jsou uspokojeny, objednávky na prodej s cenou shodnou s novou aukční cenou jsou kráceny)
3. lokální převis poptávky (obchod se uskuteční, všechny objednávky na prodej s cenou nižší nebo stejnou jako je, nová aukční cena, jsou uspokojeny, objednávky na nákup s cenou shodnou s novou aukční cenou jsou kráceny)
4. globální převis nabídky (obchod se uskuteční, všechny objednávky na nákup s cenou vyšší nebo stejnou jako je, nová aukční cena, jsou uspokojeny, objednávky na prodej s cenou nižší nebo shodnou s novou aukční cenou jsou kráceny)
5. globální převis poptávky (obchod se uskuteční, všechny objednávky na prodej s cenou nižší nebo stejnou jako je, nová aukční cena, jsou uspokojeny, objednávky na nákup s cenou vyšší nebo shodnou s novou aukční cenou jsou kráceny)
6. totální převis nabídky (obchod se neuskuteční, nová aukční cena je stanovena na dolní hranici povoleného rozpětí, míra alokace je menší než hodnota stanovená burzovním výborem pro burzovní obchody)
7. totální převis poptávky (obchod se neuskuteční, nová aukční cena je stanovena na horní hranici povoleného rozpětí, míra alokace je menší než hodnota stanovená burzovním výborem pro burzovní obchody)
8. nekotováno (obchod se neuskuteční, aukční cena není stanovena, nebyly podány žádné objednávky na prodej ani nákup nebo se nabídka nepřekrývá s poptávkou)

Kontinuál

Kontinuální režim obchodování s cennými papíry navazuje (v rámci burzovního dne) na aukční režim. V tomto režimu dochází k průběžnému přijímání a zpracovávání objednávek, přičemž jsou členům průběžně poskytovány informace o vývoji tržní ceny cenných papírů, počty nabízených a prodávaných cenných papírů, hloubka trhu apod.

LOT

V kontinuálním režimu je obchodováno s loty (jednotka minimálního obchodovatelného množství cenného papíru). Objedávka na nákup či prodej cenného papíru musí znít na 1 lot nebo na jeho násobky.

Čekací doba

Ochranná lhůta

Kontinuál je založen na průběžném párování objednávek. Během burzovního dne se může stát, že se spárováním objednávek dosáhne ceny, která je mimo povolené rozpětí. Pokud tato situace nastane, začíná běžet ochranná lhůta, po jejímž uplynutí dojde k rozšíření povoleného rozpětí příslušným směrem. Během této ochranné doby může být do systému

vložena objednávka, která umožní uzavření obchodu v rámci aktuálního rozpětí. V tomto případě je čekací doba ukončena a nedojde k rozšíření rozpětí.

Blokové obchody

Blokové obchody na BCPP mohou být uzavřeny buď mezi členy, nebo mezi členem a nečlenem BCPP. V druhém případě se nejedná o burzovní obchod.

Předmětem blokového obchodu je jedna emise cenného papíru a obchod je domluven na ceně za 1 kus cenného papíru nebo celkovém objemu, počtu kusů, typu vypořádání a datu vypořádání.

Obchody s účastí tvůrců trhu - SPAD

SPAD (Systém pro Podporu trhu s Akciemi a Dluhopisy) je systém na BCPP, který využívá institutu tvůrců trhu. Na tomto trhu jsou obchodovány české blue chips (nejlikvidnější cenné papíry, resp. pouze akcie).

Tvůrci trhu mají funkci udržovatele průběžné kotace nabídkových a poptávkových cen u určených emisí. Tvůrci trhu (TT) jsou řádnými členy BCPP (stejně jako ostatní subjekty, které na BCPP obchodují - viz předešlý text kapitoly). Navíc však mají s BCPP sepsanou smlouvu o vykonávání činnosti tvůrce trhu na vybrané emise.

Tvůrce trhu

Obchodování ve SPADu je rozděleno do dvou fází: otevřené a uzavřené. V otevřené fázi mají tvůrci trhu povinnost kotovat ceny emisí, u kterých vykonávají činnost TT. Cena se může pohybovat pouze v povoleném rozpětí. V uzavřené fázi již TT nemají povinnost kotace a cena se může pohybovat opět pouze v povoleném rozpětí.

4.2 UNIVYC, a.s.

Společnost UNIVYC, a. s., (UNiverzální VYpořádací Centrum) je dceřinou společností BCPP. UNIVYC odpovídá za správné a úplné vypořádání burzovních obchodů, vedení majetkových účtů členů BCPP a vedení evidence cenných papírů obchodovaných na BCPP.

Přímými účastníky vypořádání burzovních i mimoburzovních obchodů s cennými papíry jsou všichni členové BCPP, kteří jsou oprávněni na burze nakupovat a prodávat cenné papíry.

UNIVYC vykonává následující činnosti:

- vypořádání burzovních obchodů,
- vypořádání mimoburzovních obchodů,
- majetková evidence (vedení účtů cenných papírů),
- zprostředkování služeb SCP (středisko cenných papírů),
- vypořádání primárních emisí cenných papírů,
- poradenská činnost pro emitenty,
- správa a řízení vkladů účastníků v Garančním fondu BPPP (GFB),
- pořádání seminářů a školení zaměřených na problematiku vypořádání atd.

Činnosti vykonávané UNIVYcem

4.3 Mimoburzovní trh

Obchody s cennými papíry se uskutečňují nejen na burzovních trzích, ale značný objem obchodů i na mimoburzovních trzích. Podíl obchodů na burzovních a mimoburzovních trzích se liší jak podle jednotlivých států, tak i podle druhů cenných papírů. V posledních letech lze pozorovat trend ke zvyšování významu mimoburzovních obchodů s dluhopisy.

Proč však existují mimoburzovní trhy? Základními důvody jejich existence jsou:

- Burzy jsou určitým výběrovým trhem. Aby se cenné papíry mohly na burzách obchodovat, musí splnit mnoho podmínek.
- Obchodování na burzovních trzích není levnou záležitostí.
- Obchody na burzách probíhají pouze v určených hodinách.

Důvody existence mimoburzovních trhů

- Mimoburzovní trhy vystupují jako konkurenční alternativa burzám.

4.3.1 RM-System, a.s.

Akiová společnost RM-SYSTÉM (dále jen "RM-S") je organizátorem mimoburzovního veřejného trhu s cennými papíry. Na trhu RM-S lze obchodovat se všemi veřejně obchodovatelnými cennými papíry zaknihovanými v SCP s výjimkou těch, které mají omezenou převoditelnost. RM-S není založen na členském principu, přímým účastníkem obchodů se může stát každá právnická či fyzická osoba, občan ČR i cizinec.

V RM-Systému je možné obchodovat v:

1. aukci,
2. přímých obchodech a
3. blokových obchodech.

Ad 1. Aukce

Aukce je každodenní kontinuální obchodování, ve kterém se průběžně mění aktuální nabídka a poptávka podle zadávaných pokynů. Aukce se skládá ze dvou oddělených fází. V "úvodní fázi" se párují pokyny z předchozích dnů, které nebyly dosud uspokojeny, společně s pokyny, které RM-SYSTÉM obdržel v rámci úvodní fáze provozního dne a které byly úspěšně zvalidovány. V "on-line fázi" se zpracovávají pokyny, které nebyly uspokojeny v úvodní fázi a dále pokyny podané v režimu on-line obchodování, tj. z rychlých podatelen a stanic zvláštních zákazníků (on-line a internet). Zde každý podaný pokyn vyvolává okamžitě nové aukční kolo pro daný cenný papír. Proto se za jeden den vytvoří pro každý cenný papír zpravidla několik různých aukčních cen. Do aukce RM-SYSTÉMu jsou zařazeny cenné papíry, které splňují zákonem dané podmínky pro registrovaný cenný papír. Cenné papíry musí být též zaknihované v SCP a nesmějí mít emitentem omezenou převoditelnost. Na trhu RM-S se nemohou obchodovat cenné papíry, které mají více majitelů k jednomu kusu, mají zřízeno zástavní právo nebo blokaci jiným trhem (Burzou cenných papírů Praha) nebo majitelem či státním orgánem.

Ad2. Přímé obchody

Je to neanonymní dohoda mezi dvěma obchodními partnery. Pro všechny typy přímých obchodů platí, že RM-SYSTÉM neuspokojí pokyny, které byly podány ve větším časovém odstupu než 7 kalendářních dní.

Základní režim spočívá v okamžitém vypořádání obchodu. Přímý obchod je vypořádán ihned po vzájemném přiřazení pokynu k přímé koupi a pokynu k přímému prodeji. Kupní pokyny se validují (ověřují) na korunových účtech, prodejní pokyny se nevalidují.

Ad3. Blokované obchody

Blokované obchody jsou zařazovány do aukcí blokových obchodů každý provozní den až do doby jejich prodeje. Blok je soubor cenných papírů jedné emise, nabízených k prodeji jedním prodávajícím v jeden obchodní den. Velikost bloku je zpravidla větší než 2 % velikosti emise, nejméně však 1000 ks cenných papírů.

Služby RM-Systému

RM-System poskytuje i následující služby:

- provádění hromadných odkupů,
- půjčování cenných papírů,
- služby pro realizaci nabídky na převzetí,
- technická, organizační a legislativní pomoc při vydávání a vracení podílových listů,
- obchodování po internetu,
- distribuce dividend atd.

4.4 Středisko cenných papírů (SCP)

Středisko cenných papírů (SCP) vzniklo počátkem roku 1993 jako instituce na podporu rozvoje kapitálového trhu. SCP bylo zřízeno Ministerstvem financí v právní formě tzv. příspěvkové organizace (ve smyslu zákona o rozpočtových pravidlech). Statutárním orgánem SCP je ředitel, kterého jmenuje a odvolává ministr financí. Středisko ale přes tuto právní formu není institucí státní správy. S ohledem na specifčnost svých úkolů má SCP ze zákona zvláštní postavení, které se blíží komerčním podnikům: zapisuje se do Obchodního rejstříku a vztahy s uživateli jeho služeb se řídí přednostně předpisy obchodního práva. Tomu odpovídá i skutečnost, že veškerou svoji činnost financuje SCP z tržeb za poskytované služby a nemá určen žádný finanční vztah ke státnímu rozpočtu. Na druhou stranu ale zákon o cenných papírech stanoví, že stát ručí za závazky SCP.

SCP vykonává tyto tři základní okruhy činností:

Okruhy činnosti SCP

1. Vedení jednotné evidence zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů formou registru emitentů (emisi) a na účtech majitelů těchto cenných papírů. Zaknihované cenné papíry neexistují fyzicky, ale pouze v podobě záznamu v této evidenci. Imobilizované cenné papíry mají listinnou podobu, ale jsou emitentem trvale uloženy do depozitáře, přičemž evidence o jejich majitelích je vedena obdobně jako u zaknihovaných cenných papírů (zatím takový cenný papír v evidenci SCP není).
2. Další služby související s těmito cennými papíry a směřující ke snížení nákladů a k vyšší efektivnosti operací na českém kapitálovém trhu.
3. Informační servis pro účastníky kapitálového trhu, obsahující především informace o rozhodnutích Komise pro cenné papíry (KCP) a vyhláškách Ministerstva financí ČR a informace poskytnuté emitenty, případně majiteli veřejně obchodovatelných cenných papírů.

Okruh uživatelů služeb SCP tvoří:

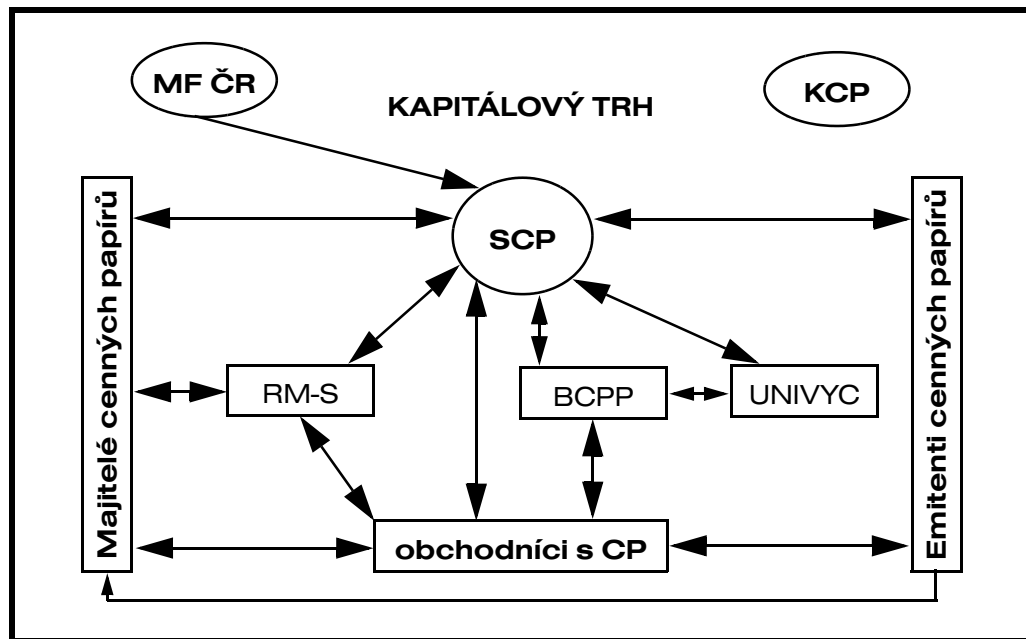
Okruh uživatelů služeb SCP

- emitenti zaknihovaných cenných papírů (akcií, dluhopisů, podílových listů);
- fyzické a právnické osoby, pro které SCP vede účet majitele zaknihovaných cenných papírů (s velmi diferencovaným objemem majetku);
- licencovaní obchodníci s cennými papíry;
- burzovní trh cenných papírů, organizovaný Burzou cenných papírů Praha, a.s., (BCPP) na základě zvláštního zákona (č. 214/1992 Sb.), který se diferencuje na několik relativně samostatných trhů (s odlišnými obchodními podmínkami);
- mimoburzovní veřejný trh cenných papírů v současné době organizovaný RM-Systémem, a.s.;
- státní orgány, kterým SCP poskytuje informace ze svého registru podle § 70 zákona o cenných papírech, ale také realizuje jejich příkazy (např. zákonné zástavy, exekuční přechody cenných papírů apod.);
- další instituce, které využívají výhradně služeb informačního servisu SCP, od specializovaných agentur až po denní tisk.

SCP v žádném případě není trhem ani obchodníkem s cennými papíry - zákon mu tyto aktivity zakazuje. Úkolem evidence cenných papírů vedené SCP je registrace změn majitelů zaknihovaných cenných papírů, tedy výsledků již sjednaných kontraktů, ať již na burze nebo v RM-S, či přímo mezi jednotlivými investory na neorganizovaném trhu. Mimoto je třeba upozornit, že SCP zatím nezajišťuje některé služby, které v zahraničí provádějí tzv. centrální depozitáře cenných papírů, přestože k nim bývá SCP občas přirovnáváno. Rozdíly jsou dány platnou legislativou, která chápe povahu evidence vedené SCP jinak, než je tomu u těchto zahraničních centrálních depozitářů.

4. Subjekty kapitálového trhu

Postavení SCP v rámci kapitálového trhu je možné znázornit následujícím způsobem:



Legenda:

- Ministerstvo financí je zřizovatelem SCP a určuje legislativu kapitálového trhu.
- Komise pro cenné papíry drží dohled nad celým kapitálovým trhem.
- Majitelé CP se u SCP registrují a dostávají od něj výpisy z účtu a další služby.
- Emitenti CP se u SCP registrují a dostávají výpisy z registru emitenta.
- Veškeré informace o převodech na burzovním i mimoburzovním trhu se soustředí u SCP.

4.5 Komise pro cenné papíry (KCP)

Komise pro cenné papíry je správní úřad zřízený zákonem 1. dubna 1998 k rozvoji a ochraně kapitálového trhu. Posláním KCP je svou činností přispívat k rozvoji a ochraně kapitálového trhu.

Státní dozor KCP

Státní dozor vykonává Komise pro cenné papíry především nad investičními společnostmi, investičními fondy, podílovými fondy, obchodníky s cennými papíry, makléři, zaregistrovanými zprostředkovateli, burzou, RM-Systémem, Střediskem cenných papírů a v omezené míře také nad penzijními fondy a nad společnostmi, jejichž akcie nebo dluhopisy je možné si koupit na burze nebo v RM-Systému.

Působnost KCP

Působnost KCP můžeme rozčlenit na následující oblasti:

- vykonává dozor v oblasti kapitálového trhu,
- kontroluje plnění informační povinnosti osob podléhajících státnímu dozoru KCP,
- kontroluje plnění povinností osob vyplývajících ze zákazu využívat důvěrných informací,
- vede seznamy obchodníků s cennými papíry, organizátorů mimoburzovního trhu, makléřů, osob provádějících vypořádání obchodů s cennými papíry a tiskáren majících oprávnění k tisku veřejně obchodovatelných cenných papírů,
- vydává Věstník Komise pro cenné papíry,
- informuje veřejnost a účastníky kapitálového trhu o poskytovatelích služeb kapitálového trhu, investičních instrumentech a operacích uskutečněných na kapitálovém trhu,
- spolupracuje s mezinárodními institucemi,
- podporuje vzdělání a osvětu v oblasti kapitálového trhu.

4.6 Zahraniční burzy (Slovensko a Polsko)

4.6.1 Slovensko

Burza cenných papírů v Bratislavě (BCPB) je akciová společnost, která vykonává svou činnost na základě povolení Ministerstva financí Slovenské republiky (MF SR). Toto povolení ji opravňuje organizovat obchodování na spotovém trhu a na finančním trhu derivátů.

Nejvyšším orgánem burzy je valná hromada akcionářů, kterými jsou především největší slovenské peněžní ústavy, investiční a brokerské společnosti. Statutárním orgánem je představenstvo a kontrolním orgánem dozorčí rada.

Jako poradní orgány působí tři burzovní výbory:

- Výbor pro obchodování,
- Výbor pro kótování cenných papírů,
- Výbor pro členství.

Burzovní výbory

Obchodování s cennými papíry probíhá v burzovních dnech, kterými jsou zpravidla pracovní dny s výjimkou burzovních prázdnin a pracovních dní, které burza dopředu ohlásí za neburzovní, popř. dodatečně zruší v souladu s Pravidly obchodování.

Objednávku (na koupi či prodej, kotaci), příkaz pro přímý obchod, příkazy na repo obchod a zrušení objednávky, resp. příkazu, zadává do systému SPOTOS oprávněný zástupce (makléř nebo agent) každého člena samostatně prostřednictvím pracovních stanic, které jsou umístěné v sídlech členů a jsou připojené on-line na centrální počítač burzy. To znamená, že burzovní obchod se uzavírá přímo mezi členy - protistranami obchodu.

SPOTOS

4.6.2 Polsko

Cenné papíry jsou na Varšavské burze obchodovány v následujících systémech obchodování:

- aukční obchodování,
- kontinuální obchodování.

Aukce

V tomto systému obchodování je cena tvořena na základě objednávek před samotným obchodováním.

Aukční režim se dělí na:

- jednoduchý (jedna aukce v jeden burzovní den),
- dvojitý (dvě aukce v jeden burzovní den).

Při určování tržní ceny jsou dodržovány následující principy:

- maximalizace objemů při obchodování,
- minimalizace rozdílu mezi počtem nabízených a prodávaných cenných papírů za stejnou cenu,
- minimalizace rozdílu mezi nabízenou (poptávanou) a stanovenou cenou.

Kontinuál

Systém je založen na neustálém konfrontování nabízené a poptávané ceny určitého cenného papíru (princiálně stejně jako na BCPP). Během obchodování jsou jednotlivé objednávky řazeny a vyčkávají na "správný" protipól.

Shrnutí kapitoly

Burza je vrcholovou institucí kapitálového trhu. Burzy se člení na komoditní, peněžní (burzy cenných papírů, devizové, financial futures a opční) a služeb. Funkce burzy jsou obchodní, alokační, cenotvorná a spekuláční. Jedinou burzou v České republice je Burza cenných papírů Praha a jediným mimoburzovním trhem je RM-System. Vypořádání obchodů na BCPP je prováděno dceřinou společností BCPP, a to UNIVYCEM. Systém



4. Subjekty kapitálového trhu

BCPP je rozdělen na 4 trhy, a to hlavní, vedlejší, volný a nový. Obchody na BCPP se dělí na promptní (automatické - aukce, kontinuál, blokové a obchody s účastí tvůrců trhu) a termínové (opční a termínové kontrakty). Na RM-Systému je možné obchodovat v aukci, přímými obchody nebo blokovými obchody. Jako hlavní činnost SCP je evidence zaknihovaných cenných papírů. Komise pro cenné papíry je institucí ochrany a regulace a kapitálového trhu v ČR.



Otázky k zamyšlení

1. Definujte alokační funkci burzy.
2. Jaké jsou cenotvorné obchody?
3. Čím se od sebe odlišují burzovní obchody a obchody OTC?
4. Definujte spekulativní funkci burzy.
5. Definujte cenotvornou funkci burzy.
6. Definujte SPAD.



POT

Pokuste se stanovit míru efektivnosti jednotlivých trhů na BCPP (čerpejte z www.pse.cz) a porovnejte je s trhy RM-Systému (čerpejte z www.rmsystem.cz).

Délka: max. 4 strany A4 bez příloh.

POT odevzdejte tutorovi (nejlépe pomocí e-mailu) během 7. týdne v daném semestru. V případě jakýchkoliv komplikací při zpracovávání POTu kontaktujte opět tutora prostřednictvím e-mailu.

- Druhy indexů
- Indexy v České republice
- Indexy na Slovensku
- Některé významné evropské a světové

5.

Indexy kapitálového trhu



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly byste měli pochopit důvod, proč jsou konstruovány indexy kapitálových trhů, k čemu slouží, jak se vypočítávají a jak se od sebe odlišují.



Časová zátěž

- 4 hodiny



Způsob studia

Při studiu této kapitoly využijte webových stránek jednotlivých burzovních a mimoburzovních trhů a zjistěte indexy, které se na nich používají.

Hlavním posláním akciových indexů je stručně informovat o vývoji a výnosnosti určitého akciového trhu. Indexy udávají změnu průměrných kurzů vybraných CP za určité období a umožňují srovnání v čase. Indexy informují o burzovním trhu celkově nebo o jeho segmentech.



Indexy kapitálového trhu koncentrují pohyby cen mnoha CP do jediné hodnoty a vypovídají tedy o vývojových směrech trhu. Zachycují tedy vzrůstající a klesající tendence trhu. O indexech kapitálového trhu můžeme říci, že jsou nejen ukazatelem vývoje kapitálového trhu, ale i důležitým ekonomickým makroindikátorem.

5.1 Druhy indexů

Na kapitálových trzích se používají stovky indexů. Odlišují se způsobem výpočtu a rozsahem trhu.

5.1.1 Vážený

U tohoto druhu indexu je podíl konkrétního titulu na celkovém indexu dán tržní kapitalizací společnosti. Tvorba indexu vychází z logiky, že větší společnosti by měly mít větší podíl na tržním indexu, protože hospodářské výsledky těch největších společností mají mnohem větší vliv na celkovou ekonomiku, než je tomu u menších společností.



Pokusme si představit fiktivní akciový trh, na kterém se obchodují pouze dva tituly: společnost A a společnost B.

Společnost A dala veřejnosti k dispozici 10 000 kusů akcií, tzn. že na veřejných trzích se obchoduje s tímto počtem akcií A, a současná tržní cena (kurz) 1 akcie je 50 Kč. Potom tržní kapitalizace společnosti A je 10 000 (akcií) x 50 (tržní cena 1 akcie) = 500 000 Kč.

Na trhu se také obchoduje s 50 000 akcií společnosti B a stávající tržní cena 1 akcie této společnosti je 20 Kč. Tržní kapitalizace Y pak bude 50 000 x 20 = 1 000 000 Kč.

Celková tržní kapitalizace našeho trhu pak bude 500 000 + 1 000 000 = 1 500 000 korun. Váhy jednotlivých společností budou následující:

Akcie	Tržní kapitalizace	Váha v indexu
A	500 000	0,33
B	1 000 000	0,67
Celkem	1 500 000	1,00

Co se stane s hodnotou tržního indexu, když dojde ke stejné relativní změně obou titulů? Podívejme se, k čemu dojde, když cena obou akcií vzroste o 20 %:

Akcie A

- Původní cena 50 Kč se zvýší na 60 Kč.
- Tržní kapitalizace vzroste z 500 000 Kč na 600 000 Kč.

Akcie B

- Původní cena 20 Kč se zvýší na 24 Kč.
- Tržní kapitalizace vzroste z 1 mil. Kč na 1,2 mil. Kč.

Nyní si nové údaje vložme do stejné tabulky.

Akcie	Tržní kapitalizace	Váha v indexu
A	600 000	0,33
B	1 200 000	0,67
Celkem	1 800 000	1,00

Z tabulky je zřejmé, že váha obou akcií zůstala stejná. Ovšem zatímco dvacetiprocentní růst ceny akcie společnosti A vyvolal zvýšení hodnoty celkové tržní kapitalizace o 100 000 Kč, naprosto shodný relativní růst ceny akcie společnosti B zvýšil celkovou kapitalizaci trhu o 200 000 Kč, což je plně v souladu s tím, že společnosti s vyšší tržní kapitalizací mají vyšší váhu v tržním indexu.

5.1.2 Nevážený

Tento druh indexu bere v úvahu pouze ceny akcií a ignoruje tržní kapitalizace společnosti. To v praxi znamená, že čím vyšší bude cena akcií společnosti, tím vyšší váhu budou mít tyto akcie v indexu.

Pro názornost si pokusme opět představit fiktivní trh s dvěma akciovými tituly A a B.

Akcie	Cena akcie	Váha v indexu
A	50	0,71
B	20	0,29
Celkem	70	1,00



Je vidět, že akcie společnosti A budou mít absolutní převahu na podílu v tržním indexu, a to i přesto, že jejich tržní kapitalizace je poloviční oproti tržní kapitalizaci společnosti B (viz kapitola 5.1.1).

Co se stane s hodnotou tržního indexu, resp. jednotlivých vah, když dojde ke zvýšení ceny titulu A o 20 Kč?

Akcie	Cena akcie	Váha v indexu
A	70	0,78
B	20	0,22
Celkem	90	1,00

Nyní se podívejme, co se stane, když se o 20 Kč zvýší akcie B?

Akcie	Cena akcie	Váha v indexu
A	50	0,56
B	40	0,44
Celkem	90	1,00

Z tabulek je zřejmé, že stejný absolutní růst ceny obou akcií vyvolá v každém případě naprosto shodný růst tržního indexu (došlo k nárůstu z hodnoty 70 Kč na nových 90 Kč). Na druhou stranu je však z tabulek patrné, že tento absolutní růst cen akcií měl za následek také změny v vahách těchto akcií.

5.1.3 Další druhy

Indexy se mohou také lišit průměrováním:

- Aritmetické - sečtou se ceny jednotlivých akcií a součet se dělí počtem akcií.
- Geometrické - ceny jednotlivých akcií se vynásobí a součin se poté umocní členem $1/n$ (n je počet akcií zahrnutých do indexu).

Indexy ve formě aritmetického či geometrického průměru cen akcií sledují vývoj cen vybraných akcií zahrnutých do průměru.

Index kapitálového trhu by měl reprezentovat kapitálový trh jako celek nebo některý z jeho segmentů. Reprezentativnost indexů je zabezpečována vhodnou volbou titulů zařazených do výpočtu indexu (báze indexu).

Dělení indexů

Podle titulů zařazených do báze dělíme indexy na:

- globální - v bázi jsou všechny nebo jen vybrané tituly, reprezentující všechna odvětví,
- odvětvové - báze obsahuje tituly příslušného odvětví.

Podle konstrukce báze rozlišujeme indexy:

- s konstantní bází - i u těchto indexů se však báze čas od času mění,
- s proměnnou bází.

Indexy rozlišujeme podle váhových systémů:

- na základě tržní kapitalizace,
- na základě objemu obchodů,
- na základě počtu všech emitovaných CP,
- na základě tržní ceny CP.

Výpočet indexu by měl být srozumitelný a jasný s přesně stanoveným algoritmem.

Indexy mohou být vypočítávány různými metodami, např.:

- metoda geometrického průměru,
- metoda von Paascheho typu,
- metoda IFC (International Finance Corporation) a další.

5.2 Indexy v České republice

Burza cenných papírů Praha

Burza zavedla svůj oficiální index PX 50 při příležitosti prvního výročí zahájení obchodování. Byl zvolen standardní výpočet indexu ve shodě s metodologií IFC (International Finance Corporation) doporučenou pro tvorbu indexů na vznikajících trzích. Na základě rozborů bylo rozhodnuto vytvořit bázi složenou z 50 emisí. V současné době je počet bazických emisí variabilní. V souladu se Zásadami aktualizace báze indexu PX-50 schválenými v prosinci 2001 však nemůže převýšit padesát. Do báze indexu se nezařazují emise investičních fondů a holdingových společností vzniklých transformací z investičních fondů, protože v jejich kurzech se již promítají cenové pohyby bazických emisí. Za výchozí burzovní den byl zvolen 5. duben 1994, výchozí hodnotou indexu PX 50 se stalo 1 000 bodů.

Báze indexu

Vzorec pro výpočet indexu PX 50 je následující:

$$PX(t) = K(t) \times \frac{M(t)}{M(0)} \times 1000$$

kde:

- $M(t)$ je tržní kapitalizace báze v čase t ,
- $M(0)$ je tržní kapitalizace v základním (výchozím) období,
- $K(t)$ je faktor zřetězení v čase t (zohledňuje změny provedené v bázi indexu).

Výpočetní vzorec lze tedy přepsat do tvaru:

$$PX(t) = \frac{\text{kapitalizace báze v čase } t}{\text{hodnota báze v čase } t} \times 1000$$

Z porovnání výše uvedených vzorců je zřejmé, že hodnota báze v čase t uvedená ve jmenovateli předchozího zlomku je rovna výrazu $M(0)/K(t)$, tedy korigované tržní kapitalizaci báze v základním období.

Tržní kapitalizací emise rozumíme součin počtu cenných papírů registrovaných v emisi a příslušného tržního kurzu. Proto tržní kapitalizace báze je rovna součinu tržních kapitalizací emisí zařazených do báze indexu.

Tržní kapitalizace

Dalším indexem BCPP je index PX-D, který je cenovým indexem (nezohledňuje dividendové výnosy) "blue chips" emisí. Index bude použit jako podkladové aktivum pro obchodování s finančními deriváty na BCPP.

PX-D

Do báze indexu může být zařazena nefondová emise obchodovaná ve SPAD. Počet bazických emisí je variabilní. Váha emise je dána jejím podílem na tržní kapitalizaci báze. Tržní kapitalizace jedné emise na celkové tržní kapitalizaci báze nesmí v tzv. rozhodném dni převýšit 35 %. Rozhodnými dny jsou 31. květen a 30. listopad, případně nejbližší předchozí burzovní dny. V případě překročení hranice se provede redukce počtu cenných papírů v příslušné emisi.

Váha emise

Výchozím datem je 4. leden 1999, ale index byl zpětně propočten k 1. září 1997. Výchozí hodnota indexu je rovna 1000 bodů.

Výpočet indexu je prováděn na základě následujícího vztahu:

$$I(t) = I(t-1) \times \frac{TK(t)}{TK^{NB}(t-1)}$$

kde:

- $I(t)$ je hodnota indexu v čase t ,
- $I(t-1)$ je hodnota indexu v čase před t (resp. $t-1$),
- $TK(t)$ je redukovaná tržní kapitalizace báze v čase t ,

5. Indexy kapitálového trhu

- $TK^{NB}(t-1)$ je redukováná tržní kapitalizace nové báze v čase t-1 zohledňující změny v bázi indexu a speciální operace.

Na BCPP je také využíván globální index PX-GLOB, který je počítán po každé seanci. Báze tohoto indexu je složena ze všech emisí a podílových listů, u nichž byl nejpozději v předchozím burzovním dnu stanoven platný kurz. Jako výchozí datum bylo stanoveno 30. září 1994 a index je oficiálně publikovaný od 6. dubna 1995.

Oborové indexy
BCPP

Při průzkumu trhu Burzy cenných papírů Praha můžeme také narazit na oborové indexy. Oborových indexů má BCPP v současné době 10 (stav k 15. 05. 2004). Patří mezi ně:

- Těžba a zpracování nerostů
- Chemický, farmaceutický a gumárenský průmysl
- Stavebnictví a průmysl stavebních hmot
- Strojírenství
- Elektrotechnika a elektronika
- Energetika
- Doprava a spoje
- Obchod
- Peněžnictví
- Služby.

RM-Systém

PK-30

RM-Systém má také svůj index PK 30, který odráží vývoj cen hlavních titulů, které se na českém kapitálovém trhu obchodují. Plní roli indikátora trhu s cennými papíry, který jediným číslem shrnuje pohyby cen mnoha cenných papírů v rámci jednoho dne. PK 30 začal být zveřejňován od 3. května 1994 a jeho výchozí hodnota byla nastavena na 1000 bodů. Bázi indexu PK 30 tvoří třicet hlavních titulů, které se na trhu RM-S obchodují. Změny v indexu se provádí na základě rozhodnutí koteční komise RM-S.

5.3 Indexy na Slovensku

Burza cenných papírů Bratislava

Index SAX

Oficiálním akciovým indexem BCPB je Slovenský akciový index SAX. Řadí se ke kapitálově váženým indexům a porovnává tržní kapitalizaci vybraného souboru akcií s tržní kapitalizací toho stejného souboru akcií k základnímu (referenčnímu) dni. Je indexem, který zřehledňuje celkovou změnu majetku spojenou s investováním do akcií zařazených do indexu. Znamená to, že vyjma změn cen index zahrnuje také dividendové příjmy a příjmy související se změnami velikosti akciového kapitálu, tj. s rozdílem mezi aktuální tržní cenou a upisovanou cenou nových akcií.

Počáteční hodnota indexu byla 100 bodů (ke 14. 09. 1993). Index ukazuje pouze vývoj na BCPB, přičemž do 30. 06. 2001 byl postavený na průměrných cenách uvedených v kurzovních listcích. S platností od 01. 07. 2001 se oficiální denní hodnota vypočítává a zveřejňuje na základě kurzů bazických titulů.

Výpočet indexu je následující:

$$SAX_{ACT} = \frac{\sum_i P_i^{ACT} \times G_i}{\sum_i P_i^r \times G_i \times F_i} \times 100$$

kde:

- F_i je opravný faktor pro i-tou akcii,
- P_i^{ACT} je závěrečná cena i-té akcie k danému dni,
- P_i^r je závěrečná cena i-té akcie k referenčnímu dni (14. 09. 1993),
- G_i je počet akcií i-té společnosti k danému dni.

Vzorec indexu je flexibilní a umožňuje měnit zastoupení jednotlivých společností v indexu a také jejich počet podle toho, jak se mění jejich obchodovatelnost, resp. vstup nové společnosti na kapitálový trh. V případě změny složení indexu se opravné faktory nastavují tak, aby index s novým složením kontinuálně pokračoval ve vývoji indexu s předcházejícím složením. V současné době má SAX ve své bázi 16 nejlikvidnějších akcií na slovenském kapitálovém trhu.

5.4 Některé významné evropské a světové indexy

5.4.1 Dow Jones Industrial Average

Dow Jones Industrial Average (DJIA) je index třiceti amerických blue chips, tedy akcií velkých společností, které jsou nejlepšími představiteli americké ekonomiky. Tento index vytvořil Charles Dow v roce 1896 a je v současnosti historicky nejstarším americkým akciovým indexem. Původní index zahrnoval pouze dvanáct akcií včetně společnosti General Electric, již jako jedinou stále nalezneme v tomto indexu. V roce 1916 byl DJIA rozšířen na dvacet akcií a konečného počtu třiceti akcií se index dočkal v roce 1928.

Základní charakteristika indexu

- Portfolio: velké společnosti z mnoha odvětví (technologie, finance, retail...)
- Rok zavedení: 1896
- Počet titulů: 30

5.4.2 Standard and Poor's 500 Index

Tento index je považován za standardní měřítko výkonnosti amerického akciového trhu. Akcie v něm zahrnuté tvoří asi 70 procent celkové kapitalizace amerického akciového trhu. Index S&P 500 byl sice vytvořen v roce 1957, ale jeho hodnota byla spočítána zpětně od roku 1926.

Index neobsahuje 500 největších společností, jak by mohlo vyplývat z jeho názvu, ale 500 společností, které jsou vybrány výborem společnosti Standard&Poor's, a to zejména na základě velikosti, odvětví, likvidity a stability. Z indexu mohou společnosti vypadnout např. fúzí s jinou společností, bankrotem nebo tím, že přestanou reprezentovat nějaké odvětví.

Tento index váží tržní kapitalizace společností, proto výsledky větších z nich budou mít také větší vliv na celkový vývoj indexu než výkonnost malých společností. Kromě amerických společností, jichž je v indexu drtivá většina, zde najdeme i několik kanadských společností a pouze dvě evropské společnosti: Royal Dutch Petroleum a Unilever. Více než 85 procent společností je obchodováno na New York Stock Exchange (NYSE), zbytek většinou na NASDAQ a jen nepatrné množství na American Stock Exchange (AMEX).

Základní charakteristika indexu

- Portfolio: velké společnosti, které jsou reprezentativními zástupci odvětví
- Rok zavedení: 1957
- Počet titulů: 500

5.4.3 NASDAQ Composite Index

Tento index zahrnuje všechny americké i neamerické akcie obchodované na mimoburzovním trhu NASDAQ.

Základní charakteristika indexu

- Portfolio: převážně společnosti spojené s technologiemi a internetem
- Rok zavedení: 1971
- Počet titulů: přes 500

5.4.4 Wilshire 5000

Wilshire 5000 je index, který nejdokonaleji sleduje vývoj cen akcií téměř všech veřejně obchodovaných společností, které mají sídlo v USA.

Základní charakteristika indexu

- Portfolio: od velkých až po malé společnosti v různých odvětvích
- Rok zavedení: 1974
- Počet titulů: více než 7 000

5.4.5 Financial Times Stock Exchange

Index zahrnuje 100 společností s největší tržní kapitalizací, které sídlí ve Velké Británii. Společnosti zahrnuté v indexu FTSE 100 představují asi 70% celkového britského akciového trhu.

Základní charakteristika indexu

- Rok zavedení: 1983
- Počet titulů: 100

5.4.6 Nikkei 225

Tento index je cenově vážený. Je tvořen 225 společnostmi, které jsou do tohoto indexu aktivně vybírány ze skupiny 450 společností s nejvyšší likviditou.

Základní charakteristiky indexu

- Rok zavedení: 1949
- Počet titulů: 225

5.4.7 DAX

Index DAX je tvořen třiceti německými blue-chips. Ty jsou do indexu vybírány podle tržní kapitalizace a likvidity.

Základní charakteristiky indexu

- Rok zavedení: 1988
- Počet titulů: 30



Shrnutí kapitoly

Indexy mohou být vážené a nevážené, aritmetické a geometrické, globální a odvětvové, s konstatní a proměnnouází. Indexy můžeme rozlišovat i podle systémů vah - na základě tržní kapitalizace, objemu obchodů, počtu všech emitovaných cenných papírů a na základě tržní ceny cenných papírů. Indexy mohou být vypočítávány metodou geometrického průměru, metodou von Paascheho typu nebo metodou IFC. Burza cenných papírů Praha používá indexy PX-50, PX-D, PX-GLOB, oborové indexy atd. RM-Systém má jako hlavní index stanovený PK-30. Burza v Bratislavě používá index SAX.



Otázky k zamyšlení

1. Vymenujte všechny známé indexy kapitálového trhu používané v ČR.
2. Jaký je rozdíl mezi indexy PX-50 a SAX?
3. Jak můžeme indexy rozlišovat?

- **Charakteristika fundamentální analýzy**
- **Globální analýza**
- **Odvětвовá analýza**
- **Analýza společností**

6 ■

Fundamentální analýza



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly byste měli pochopit jeden ze způsobů, jakým je možné analyzovat akciový titul. Měli byste si uvědomit, jaké různé veličiny mohou kurz akcie ovlivňovat.



Časová zátěž

- 8 hodin



Způsob studia

Při studiu této kapitoly byste si měli (pro snazší zapamatování) jednotlivé vztahy veličin s akciovými kurzy zkratkovitě napsat. V subkapitole 6.4 není nutné, abyste se učili uvedené vzorce (jsou uvedeny pouze pro zjednodušení textu).

Metody analýz akcií

V této kapitole a následně pak i dalších dvou se budeme zabývat problematikou analyzování akcií.

Pro analýzu akcií se používají základní čtyři metody, kterými jsou:

- fundamentální analýza,
- technická analýza,
- psychologická analýza a
- analýza efektivních trhů.

Tyto analýzy se od sebe vzájemně liší vstupními údaji, které využívají.

6.1 Charakteristika fundamentální analýzy

Vnitřní hodnota

Nejvíce používanou analýzou akcií je fundamentální analýza, která vychází z předpokladu, že na trhu existují cenné papíry podhodnocené (a je tedy vhodné je nakoupit) a nadhodnocené (a je tedy vhodné je prodat). Jde o takové cenné papíry, jejichž vnitřní hodnota (spravedlivá či objektivní cena), která je stanovena metodami fundamentální analýzy, se liší od aktuální ceny kótované na některém akciovém trhu. Kromě výpočtu vnitřní hodnoty je schopna fundamentální analýza poskytovat krátkodobé i dlouhodobé projekce ekonomické a finanční síly země, odvětví, sektoru a jednotlivých společností. Fundamentální analýza využívá historické údaje a na jejich základě se snaží vytvořit prognózy budoucího vývoje.

Tři úrovně

K odhalování a podrobnému zkoumání kurzotvorných faktorů dochází na třech úrovních:

1. **Globální analýza** (analyzuje ekonomiku jako celek a její vliv na akciové kurzy),
2. **Odvětvová analýza** (zkoumá specifika odvětví a jejich dopad na akciové kurzy),
3. **Analýza společností** (pokouší se ohodnotit důležité charakteristiky vybraných společností).

Typickým znakem fundamentální analýzy je snaha o kvantifikaci vnitřní hodnoty, zejména na její třetí úrovni. Fundamentální analýza se opírá o datovou základnu v podobě všech minulých a současných (tj. veřejných) informací a pokouší se odpovědět na otázku, proč se co v budoucnosti stane.

Za hlavní cíle fundamentální analýzy můžeme považovat:

1. stanovení vnitřní hodnoty akcie či skutečné hodnoty celého podniku;
2. tvorba krátkodobých a dlouhodobých předpovědí vývoje země, odvětví či společnosti.

6.2 Globální analýza

Hlavním cílem globální analýzy je tvorba krátkodobé i dlouhodobé předpovědi nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů a determinace jejich vlivu na odvětví a podnik. Důsledná ekonomická analýza je základem výběru akciové společnosti, jejíž akcie jsou perspektivní investicí do budoucna.

Předpovědi

Jde o velmi obtížný proces, který vyžaduje obsáhlé znalosti z oblasti makroekonomie. Navíc v průběhu příslušného období mohou sociální, politické, technologické a mezinárodní faktory rozhodujícím způsobem ovlivnit jak poptávku po zboží a službách, tak i schopnost jejich produkce. Z těchto důvodů se malé investiční podniky a jednotliví investoři obvykle spoléhají na externí předpovědi velkých brokerských domů a dalších specializovaných institucí.

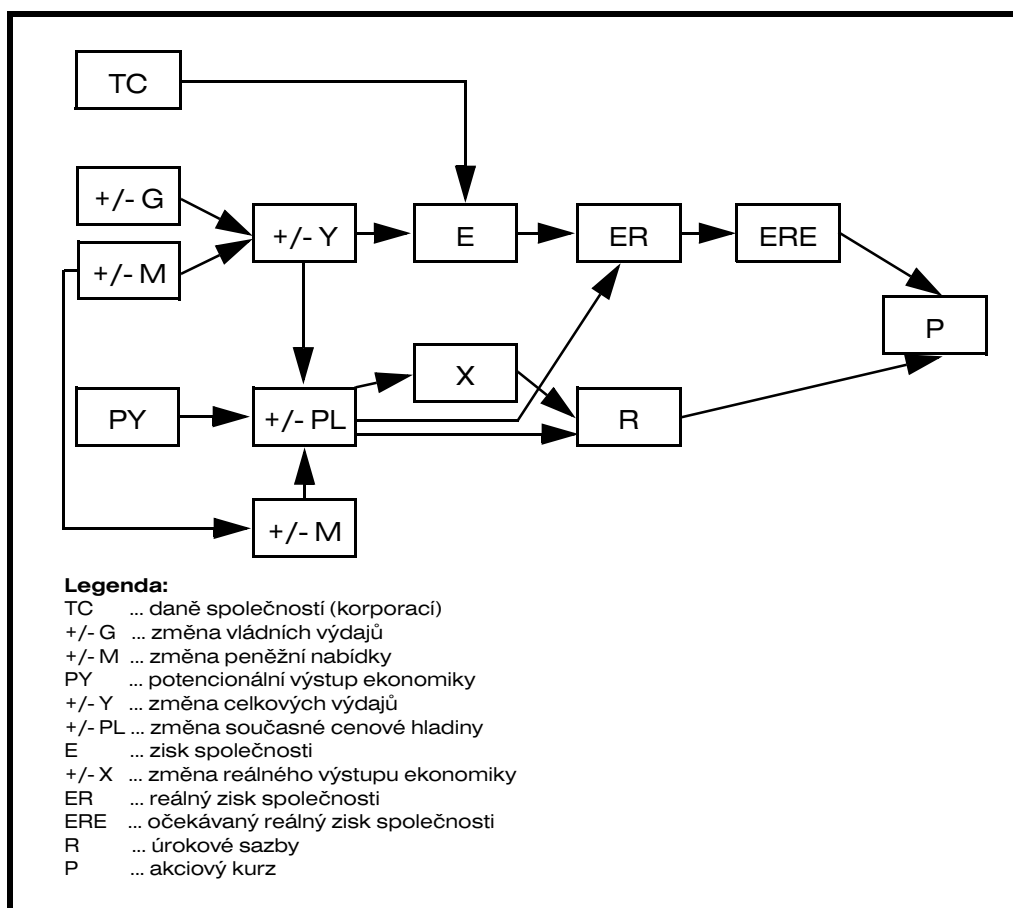
Z mnoha makroekonomických veličin, které ovlivňují akciové trhy, je možné vyčlenit čtyři základní veličiny, kterými jsou:

Čtyři základní veličiny

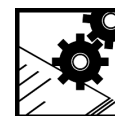
- potencionální výstup ekonomiky,
- změny peněžní nabídky,
- změny ve vládních výdajích a
- daně korporací.



Na následujícím obrázku si předvedeme, jak tyto veličiny působí na firmu a v konečném důsledku ovlivňují tedy i cenu jejích akcií.



Z obrázku je zřejmé, že i při využití pouze výše uvedených čtyř veličin existuje velké množství variant, které v konečném důsledku ovlivňují akciový kurz. My si zde nastíníme pouze jednu z možných variant, která vychází ze dvou primárních veličin, kterými jsou změna vládních výdajů a změna nabídky peněz v ekonomice.



Tato varianta je vyprovokována změnou vládních výdajů a nabídky peněz v ekonomice, které ovlivní změnu celkových výdajů. Pokud se do této změny také promítne zdanění firmy, má to zřejmý vliv na zisk společnosti. Změna zisku společnosti společně se změnou cenové hladiny mají za následek změnu reálného zisku společnosti a následně i očekávaného reálného zisku společnosti. A právě očekávání je velmi důležité z hlediska analýz a obchodování s cennými papíry (v našem případě se jedná o akcie společnosti), kdy dochází ke změně ceny akcií.

Vyhledky odvětví a společností závisejí i na dalších ekonomických faktorech, které ovlivňují poptávku po výrobcích a náklady na pracovní sílu, materiál a kapitál. Přesnost analytických odhadů prodeje, nákladů a výdělků odvětví a společností spočívá v užším propojení ekonomické analýzy s rozborem cenných papírů. To vyžaduje vytvoření důsledných ekonomických předpovědí, na nichž by měly záviset i všechny ostatní předpovědi.

Tvorba krátkodobých a dlouhodobých předpovědí je nezbytnou součástí efektivní fundamentální analýzy. Zejména v rámci ekonomické analýzy hrají předpovědi významnou úlohu. Investiční rozhodnutí by se měla zakládat na dlouhodobých i na krátkodobých odhadech.

Krátkodobé předpovědi

Obecně vzato se krátkodobé odhady vztahují k příštím čtyřem až osmi čtvrtletím. Tyto projekce reprezentují konečné odhady toho, co se stane v daném časovém rámci. Mapují tedy cyklickou cestu, po níž by se hospodářství mělo ubírat.

Při tvorbě krátkodobých předpovědí se pracuje především s poptávkou, protože úroveň podnikatelské činnosti z krátkodobého hlediska je určována spíše změnami v příjmech a výdajích než změnami v kapacitách, u kterých se nepředpokládá, že se mohou v krátkém období podstatně změnit. Opomineme-li tak významné rušivé vlivy jako je válka, velká sucha či ropné embargo apod., pak jsou ekonomické změny z krátkodobého hlediska téměř výhradně důsledkem změn v příjmech a výdajích jednotlivců, úrovně podnikatelských zisků, jakož i změn v monetární a fiskální politice. Krátkodobé předpovědi jsou tedy výslednicí především ekonomických sil vytvořených v rámci samotného hospodářského systému. Proto jsou pro tvorbu krátkodobých předpovědí velmi důležité ekonomické modely.



Ekonomické modely vycházejí ze systémové analýzy minulého chování klíčových ekonomických veličin a znázorňují vzájemné vztahy chování v rámci ekonomického systému domácností, firem, vlád i cizinců.

Dlouhodobé předpovědi

Dlouhodobé předpovědi bývají často nazývány projekcemi. Odpovědi na otázku, jak dlouhé mají být dlouhodobé předpovědi, se liší. Většinou se upřednostňuje pětileté období, protože podle provedených studií trvá podnikatelský cyklus v poválečném období v průměru čtyři až pět let.

Dlouhodobější projekce se také zabývají zejména předpověďmi poptávky. Ovšem na rozdíl od krátkodobých předpovědí je pozornost věnována jiným určujícím faktorům. Zvláštní pozornost je věnována demografickým faktorům, mezi které patří přírůstky obyvatelstva, věková kategorizace a přírůstek pracovních sil. Důležité jsou rovněž tvorba kapitálu, inovace a zvýšená produktivita.

Faktory růstu a strukturálních změn

V úvahu se samozřejmě berou i další faktory růstu a strukturálních změn, mezi které je možné zařadit:

- očekávaná vládní hospodářská politika, včetně monetární a fiskální politiky,
- mezinárodní politický a ekonomický vývoj,
- charakter podnikatelského cyklu v průběhu období projekce a charakter recesí,
- pravděpodobnost nezvládnutelné inflace.

Zohlednění těchto faktorů je podstatné pro dlouhodobější projekce vývoje hospodářství a trhu cenných papírů. Dlouhodobé předpovědi nabývají obvykle formy ročních projekcí. Nemusí předpovídat ani skutečnou úroveň aktivity v každém roce, ale představují spíše

základní trendy a úrovně hospodářství. Výkyvy v poptávce pak vyvolávají cyklické oscilace kolem trendu.

Dlouhodobé projekce zásobují analytika cenných papírů informacemi, které slouží zejména k odhadu růstu odvětví i společností. Dlouhodobější růst výdělků je pak jedním z určujících faktorů kvality akcií.



V následující části textu budeme zkoumat vliv jednotlivých makroekonomických veličin na akciové kurzy. Makroekonomické ukazatele působí na akciové kurzy dvěma možnými způsoby. Prvním je působení na odvětví a na jednotlivé společnosti. Druhou cestou je přímé ovlivňování akciových kurzů.

Jelikož platí, že se v ekonomice “všechny veličiny vzájemně ovlivňují”, musíme dále vybrat veličiny (z nichž jedna bude právě akciový kurz), které budeme zkoumat odděleně.

Zaměříme se tedy na následující veličiny:

1. reálný výstup ekonomiky
2. fiskální politika
3. peněžní nabídka
4. úrokové sazby
5. inflace
6. mezinárodní pohyb kapitálu
7. ekonomické a politické šoky.

6.2.1 Reálný výstup ekonomiky

Kurzy akcií se v čase pohybují různými směry (rostou nebo klesají). V podstatě můžeme tvrdit, že kurzy akcií jsou systémem, který je složen z různých cyklů, i když v sobě obsahují i nesystematické prvky, které naopak cykly nerespektují.

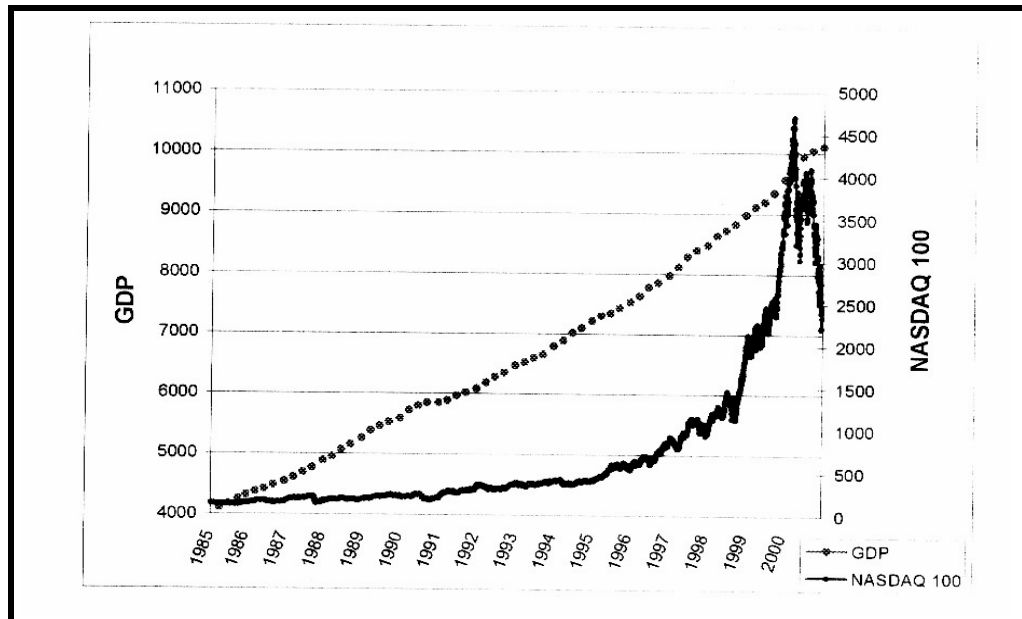
Za nejdůležitější faktor lze považovat vývoj reálného výstupu ekonomiky v dlouhém a středním období. Vývoj akciových kurzů je totiž vždy velmi silně ovlivněn vývojem celé ekonomiky daného státu, resp. i ekonomiky světové. Vývoj kurzů akcií bývá ovlivněn probíhajícími hospodářskými cykly.

V dlouhém období lze však vyzorovat základní vývojový trend, kolem něž akciové kurzy v dlouhém období kolísají. V průměru tento trend zpravidla vykazuje několikaprocentní roční růst, který je způsoben postupným růstem ekonomické a v rámci ní i technologické úrovně společnosti.

Vývojový trend

6. Fundamentální analýza

Na následujícím obrázku je uvedeno porovnání vývoje akciového trhu USA (v našem případě reprezentovaný indexem NASDAQ 100) a vývoje GDP USA.



Předbíhání kurzů

Z hlediska střednědobého pohledu však vazba mezi výší akciových kurzů a ekonomickou úrovní dané ekonomiky již tak pevná není. Zde je již možno vypořádat značné sepětí s jednotlivými etapami hospodářského cyklu. Vzhledem ke skutečnosti, že poptávka a nabídka na akciovém trhu odvisí velkou měrou nikoli od skutečných, ale očekávaných výsledků, je možno konstatovat prokázanou skutečnost, že vývoj akciových kurzů ze střednědobého hlediska předbíhá u vyspělých států zpravidla o několik měsíců vývoj ekonomiky (předbíhání se liší podle hospodářského cyklu: ekonomika před sedlem - cca 5 měsíců, ekonomika je vrcholem - až 9 měsíců) a jejich změny se tak stávají indikátorem jejího dalšího vývoje.

Z toho je možné vyvodit, že akciové kurzy jsou poměrně dobrým nástrojem, který slouží pro předpovědi, které se týkají změn v ekonomické aktivitě. Jaké jsou důvody tohoto tvrzení, si nyní nastíníme.

Očekávání investorů

V ekonomice je jedním z nejdůležitějších faktorů vývoje "očekávání investorů". Předpokládejme, že investoři očekávají konec recese (sedla) ekonomiky a zvýší svoji aktivitu na kapitálových trzích (samozřejmě ve prospěch akciových kurzů, které tím začnou růst). Dále předpokládejme, že investoři budou očekávat ukončení růstu (vrchol) ekonomiky a počátek poklesu ekonomické aktivity. Jak se zachovají? Začnou se zbavovat svých akcií, tzn. že začnou působit proti akciovým kurzům, které začnou klesat. Investoři své předpovědi dělají v několikaměsíčním předstihu (tím se opět vrátíme k dříve uvedeným hodnotám: 5 - 9 měsíců).

Investoři se nejen řídí svými očekáváními, ale také reagují na současnou situaci. Investoři nejsou charitou, a proto se snaží o dosažení zisku z obchodů, které provádí. Právě ziskově orientovaní investoři způsobují pokles či růst akciových kurzů před změnami v reálném vývoji ekonomiky (viz předchozí odstavec).

A v neposlední řadě je důležité si uvědomit, že právě změna ve vývoji akciových kurzů má za následek změnu v chování firem a spotřebitelů, což v konečném důsledku vede ke změnám ve vývoji reálné ekonomiky.

6.2.2 Fiskální politika

Za další velmi důležitý makroekonomický faktor je považována fiskální politika vlády daného státu. V rámci fiskální politiky je nejdůležitějším faktorem stanovení výše přímých i nepřímých daní. Daně z příjmů nejprve snižují dosažené zisky firem, což se též následně

negativně promítá do výše vyplácených dividend a omezuje i možnosti dalšího rozvoje příslušných akciových společností. Následně jsou dividendy ve většině zemí dále daněny.

V mnoha zemích světa bývají také daněny kapitálové příjmy plynoucí z realizovaných obchodů s cennými papíry. Kapitálové příjmy z držby cenných papírů se vypočítají jako rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou. Tyto daně do jisté míry též značně snižují atraktivnost cenných papírů a působí tím na snižování jejich cen.

Dalším důležitým fiskálním faktorem působícím na ceny akcií je výdajová politika vlády, která může ovlivňovat akciové kurzy pozitivně i negativně. Pokud vláda zvyšuje své výdaje na nákup produktů a služeb příslušných akciových společností, tak se to pozitivně odrazí i v růstu cen cenných papírů této společnosti, jelikož stát je považován za velice lukrativního zákazníka. Naopak negativní vliv fiskální politiky se projevuje v období zvyšování rozpočtového deficitu, protože ten musí být následně financován emisemi vládních dluhopisů, což postupně vede ke zvyšování úrokových sazeb.

Vlivy fiskální politiky

Nyní si tyto poznatky dejme do přehlednější formy:

■ Příjmy státu - zdanění

- a) **korporativní daně** - Zdanění akciových společností snižuje jejich dosažené zisky, a to má neblahý vliv na výplaty dividend. S tím souvisí i snížení možného budoucího rozvoje společnosti. To vše má negativní dopad na akciové kurzy.
- b) **zdanění investorů** - Tento druh daně snižuje disponibilní prostředky investorů (tzn. výši úspor), které jsou faktorem tvořícím poptávku po akciích. Tedy opět se zde projevuje negativní dopad.

■ Výdaje státu - vládní výdaje a rozpočtový deficit

- a) **vládní výdaje** - Pokud slouží k nákupu zboží či služeb akciových společností, pomáhají k růstu tržeb a zisků společností. To má pozitivní dopad na jejich akciové kurzy.
- b) **rozpočtový deficit** - Samotné slovo "deficit" by mělo asociovat slovo "negativní". Pokud se státní rozpočet dostane do deficitu, musí dojít k vyrovnání emisí státních dluhopisů. Pokud je velký deficit, bude i velké množství (rozuměj hodnotově) státních dluhopisů, což má vliv na zvýšení úrokových sazeb a následně na pokles akciových kurzů (detailněji v subkapitole 6.2.4.).



6.2.3 Peněžní nabídka

Jedním z nejdůležitějších, a navíc i značně proměnlivým makroekonomickým faktorem, který velmi často způsobuje silné kolísání cen akcií na všech světových burzách, je peněžní nabídka. Ta je mnohdy dokonce obecně považována za jeden z nejvýznamnějších faktorů ovlivňujících chování cen akcií. Pro vysvětlení jejího působení existuje několik navzájem si neodporujících teorií.

První vysvětlení spočívá v tvrzení, že jestliže centrální banka v rámci své monetární politiky umožní zvýšení peněžní nabídky při zachování konstantní poptávky po penězích, investoři tyto dodatečné peněžní prostředky investují na finančních trzích, a to i na trzích akciových. Protože v podmínkách krátkého období je možno nabídku akcií považovat za téměř fixní, dojde ke vzestupu akciových kurzů. Tento přímý vliv peněz na akciové kurzy je označován jako **efekt likvidity**.

Efekt likvidity

Druhé vysvětlení vlivu peněžní nabídky na akciové kurzy spočívá v obecném názoru, že růst peněžní nabídky nejprve podnítl investory k nakupování více dluhopisů, což následně způsobí nárůst jejich kurzů. Ten se ovšem projeví v poklesu jejich výnosových měr, čímž stoupne přitažlivost alternativních aktiv, kterými jsou v tomto případě akcie. Důsledkem je tedy zvýšení poptávky po akciích a následný postupný nárůst jejich cen. Tento **mechanismus** je nazýván **transmisní**.

Transmisní mechanismus

V souladu s dvěma předešlými teoriemi je i třetí teoretický přístup. Ten spočívá v názoru, že zvýšení peněžní nabídky způsobí pokles úrokových sazeb, což podnítl investiční aktivitu firem a následně i výši jejich očekávaných zisků. Ty mají potom pozitivní vliv na růst akciových kurzů.



Ve všech uvedených případech zkoumání je dosaženo shodného závěru, že růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích, čímž podporuje jejich cenový růst a naopak.

6.2.4 Úrokové sazby

Poměrně úzce souvisejícím makroekonomickým faktorem jsou i úrokové sazby. Jejich změny jsou totiž obecně považovány za důležitý cenotvorný faktor akciových instrumentů. V zásadě je obecně uznáváno tvrzení, že růst úrokových sazeb vede k poklesu kurzů akcií a naopak. Finanční teorie toto tvrzení prokazuje několika argumenty.

První argument vychází z uznávané hypotézy vnitřní hodnoty akcie, která odvisí od současných hodnot budoucích peněžních příjmů plynoucích z držby této akcie. Vzhledem ke skutečnosti, že úroková míra je důležitým prvkem při převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu, musí vést její zvýšení ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů pro akcionáře, což způsobí pokles akciových kurzů.

Druhé vysvětlení spočívá v tom, že růst úrokových sazeb z dluhopisových instrumentů odlévá peněžní prostředky z akciových trhů na trhy dluhopisů, které dosahují vyšší míry výnosnosti.

Třetí verze vysvětlení tohoto problému následně uvádí, že vyšší úrokové sazby zvyšují náklady firem na externí financování jejich investic. To je doprovázeno snížením očekávání jejich budoucích zisků, což vede i ke snížení předpokládaných dividend a tím i k poklesu akciových kurzů.



Jak vyplývá z výše uvedeného výkladu, všechny tři uvedené úvahy vedou k jednoznačnému závěru, že růst úrokových sazeb způsobuje za jinak nezměněných podmínek pokles akciových kurzů a naopak.

6.2.5 Inflace

Dalším důležitým makroekonomickým faktorem je problematika inflace. Akcie jsou často považovány za instrument, který je dobrou investicí v případě očekávaného zvýšení míry inflace. Tato představa je založena na předpokladu nominálního růstu zisku a navazujících očekávaných vyšších dividend v období inflace, jakož i na předpokladu růstu akciových kurzů. Provedené výzkumy však prokázaly, že v prostředí inflace nejsou akcie většinou schopny dlouhodoběji udržet svou reálnou hodnotu, a to i přes skutečnost, že představují vlastnický nárok k reálným aktivům akciové společnosti. V současné době existuje řada hypotéz, které se tuto určitou anomálií snaží objasnit, z nichž nejznámější je **hypotéza daňového efektu**.

Tato hypotéza se zabývá odepisováním investičního majetku a ohodnocováním zásob firmy v období inflace. Ve většině států je metodika odepisování založena na odepisování z pořizovacích cen, takže vzhledem k inflaci reálná hodnota odpisů klesá, čímž se zároveň zvyšuje daňové zatížení akciové společnosti. To vede k poklesu reálného zisku po zdanění, k poklesu reálných dividend a následně i cen akcií.

Na druhé straně je však možno zaznamenat i opačný vliv. Jedná se o profitování některých firem z růstu cen a též i ze skutečnosti, že vzestup inflace je téměř vždy doprovázen růstem nominálních úrokových sazeb, které jsou nákladovou položkou, takže jejich zvýšení do jisté míry snižuje účetní neboli zdanitelný zisk firmy.

Inflační prostředí

Inflační prostředí samo o sobě navíc ještě zvyšuje celkovou nejistotu v ekonomice. Proto i pro individuální investory stoupá na akciových trzích riziko, takže i z tohoto důvodu klesá poptávka a ceny akcií klesají.

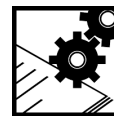


Závěrem k této subkapitole můžeme říci, že v období nižší inflace jsou akcie schopny pokrýt zvýšenou cenovou hladinu. V období zvýšené inflace však již akcie nejsou schopny udržet svou reálnou hodnotu. Tento jev je možné označit jako určitou anomálii na finančních trzích (jelikož akcie představují vlastnický nárok, měly by představovat dobré zajištění i proti zvýšené inflaci).

6.2.6 Mezinárodní pohyb kapitálu

Zahraniční kapitál má velký vliv na akciové kurzy. Tento vliv je patrný zejména u nově vznikajících trhů (např. na počátku 90. let docházelo v České republice k obrovskému přílivu zahraničního kapitálu, což vyhnalo akciové kurzy nahoru). Problém zpravidla bývá v tom, že právě na tyto trhy (v jejich počátku) přichází spekulativní zahraniční kapitál, pro který je specifický příchod na podhodnocené trhy. Tyto trhy však po určité době (po vzrůstu hodnot) opouští. Čili můžeme shrnout, že spekulativní kapitál je z krátkodobého hlediska pro akciové trhy užitečný (zvedá hodnoty akcií), ovšem z hlediska dlouhodobějšího nemá příliš velkého významu.

Pro akciové kurzy je potřebný zahraniční kapitál dlouhodobý, který "napumpuje" do ekonomiky (resp. společností) kapitál a tím zvýší např. konkurenceschopnost, tržby, zisk. Následně na to bude docházet k výplatám vyšších dividend a akciový kurz akcií těchto společností poroste.



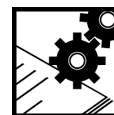
6.2.7 Ekonomické a politické šoky

Nezanedbatelným faktorem často ovlivňujícím ceny akcií v jednotlivých zemích, resp. v celých ekonomických společenstvích jsou i případné ekonomické nebo politické šoky. Ty sice v místě jejich působení působí na ceny akcií vždy negativně, pokud však způsobí přeliv spekulativního kapitálu do jiných, v té době stabilnějších světových teritorií, mohou mít pro tyto nové oblasti jejich působení v některých případech i pozitivní vliv. Ve většině případů se však jedná o investice do bezpečných státních obligací nejsilnějších světových států, takže stabilitě světových kapitálových trhů tato změna investiční strategie příliš nepomůže.

Co se týká ekonomických šoků, může se jednat se o řadu možností, jako např. ropné šoky, obchodní a cenové války, vznik hyperinflace, výrazné změny devizových kurzů nejdůležitějších světových měn apod. Politické šoky zahrnují především válečné konflikty, demise vlád, revoluce a v neposlední řadě i nečekané volební výsledky.

Negativní šok

Ekonomické šoky jsou nejzřetelnější na těžbě ropy. Např. v 70. letech došlo právě k ropným šokům. Ceny ropy rostly a s tím se negativně měnila i očekávání inflace, změn v úrokových sazbách, což mělo negativní dopad na akciové kurzy. Nemůžeme však brát ekonomiku jako celek, resp. musíme si vždy uvědomit, že ekonomika je složena z odvětví. A právě různá odvětví mají různou korelaci s ekonomickými šoky.



Pokud bychom měli uvést příklad pozitivního ropného šoku, můžeme říct, že se např. v České republice náhodou objeví naleziště ropy a zemního plynu s využitelností 80 let pro celý svět. To by samozřejmě mělo velmi kladný dopad na celou českou ekonomiku včetně akciových kurzů.

Pozitivní šok

6.3 Odvětvová analýza

V ekonomice existuje mnoho odvětví, která jsou různě citlivá na vývoj ekonomiky. Do akcií se však většinou investuje metodou spočívající v prvotním výběru jednoho či několika odvětví s největší perspektivou a následném výběru náležitě ohodnocených nebo podhodnocených společností. Právě z toho důvodu je potřebné zahrnout odvětvovou analýzu jako součást fundamentální analýzy.

Jedním z argumentů pro důsledné provádění této analýzy je skutečnost, že jednotlivá odvětví, jako např. zemědělství, bankovníctví, těžký průmysl, stavebnictví nebo obchod, nejsou stejně citlivá na celkový vývoj ekonomiky, existuje u nich různá míra zisku, jsou různě regulována státem a existují zde mnohdy značně rozdílné perspektivy dalšího rozvoje. Odvětvová analýza se nejprve zaměřuje na identifikaci charakteristických znaků jednotlivých odvětví, jako například citlivost odvětví na hospodářský cyklus, typ odvětvové struktury, respektive na způsob vládní regulace. Po získání potřebných podkladů potom

následuje analýza perspektivní, která se zabývá predikcí budoucího vývoje charakteristických rysů odvětví.

Rozdělení odvětví	Při identifikování charakteristických znaků jednotlivých odvětví z hlediska citlivosti na hospodářský cyklus je nutno rozlišit jednotlivá odvětví na: <ul style="list-style-type: none">■ cyklická,■ neutrální,■ anticyklická.
Cyklická odvětví	Odvětví cyklická dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v období expanze, zatímco v recesi se dostávají do určitých těžkostí. Důvodem kopírování hospodářského cyklu je skutečnost, že jejich produkce výrobků a služeb je orientována do oblastí, kde kupující může jejich nákup odložit na pozdější dobu a realizovat jej až v pro něj příznivějším období. Firmy z cyklických odvětví tak v období recese velmi rychle ztrácejí svůj odbyt, což má v této době velmi negativní dopad jak na výši jejich zisku, tak i na cenu jejich akcií. Jako příklad cyklických odvětví je možno uvést např. stavebnictví nebo automobilový průmysl.
Neutrální odvětví	Neutrální odvětví nejsou příliš ovlivněna hospodářským cyklem. Jedná se především o odvětví produkující nezbytné statky, jejichž koupi nelze odložit na pozdější dobu. Jako příklad je možno uvést např. potravinářský nebo farmaceutický průmysl, výrobu cigaret. Konkrétně se jedná o produkci výrobků a poskytování služeb, vykazujících nízkou cenovou elasticitu.
Anticyklická odvětví	Anticyklická odvětví naopak ve srovnání s odvětvími cyklickými vykazují velmi dobré hospodářské výsledky v období recese. Jako příklad takového odvětví je v odborné literatuře poslední doby uváděn příklad rozvoje provozování kabelové televize, poněvadž tento typ zábavy nahrazuje např. dražší turistiku, na kterou lidé v případě recese nebudou mít dost peněz.

Při provádění odvětvové analýzy je ovšem potřeba brát v úvahu i tu skutečnost, že některá odvětví jsou i ve vyspělých zemích silně regulována státem, a to zejména stanovením tzv. maximálních cen. Tato regulace ovlivňuje ziskovou marži firem, což má negativní vliv na tržní ceny akcií. Naopak určitým pozitivem je menší kolísání jejich zisku, čímž je někteří investoři považují za méně rizikové. Vládní regulace se však může projevat i jinými způsoby, jako je omezení vstupu do odvětví formou udělování licenčních podmínek, což tyto firmy do jisté míry chrání před působením konkurence, takže se jedná též o faktor, který podporuje růst cen jejich akcií. Naopak negativní vliv na ceny akcií mohou přinést takové typy vládní regulace, které vyvolávají dodatečné firemní náklady. To může být spojeno např. s ochranou životního prostředí apod. Posledním typem případných zásahů státu jsou dotace a subvence.

Velmi významná je i analýza zaměřená na charakter odvětvové struktury, která může být monopolní, oligopolní nebo konkurenční, z nichž zejména akcie monopolních výrobců jsou mnohdy řadou investorů považovány za bezpečné.

Predikce vývoje odvětví

Co se týče prognózování budoucího vývoje jednotlivých odvětví, mohou být tyto prognózy podle záměrů prováděné analýzy buď krátkodobé, nebo dlouhodobé. Při stanovování predikcí (předpovědí) vývoje odvětví vycházejí analytici z historických dat vývoje (tržby, náklady, zisk, investice, ceny akcií atd.), očekávaných strukturálních změn a rozvoje odvětví v čase (míra růstu).

Predikují se zpravidla tyto hodnoty:

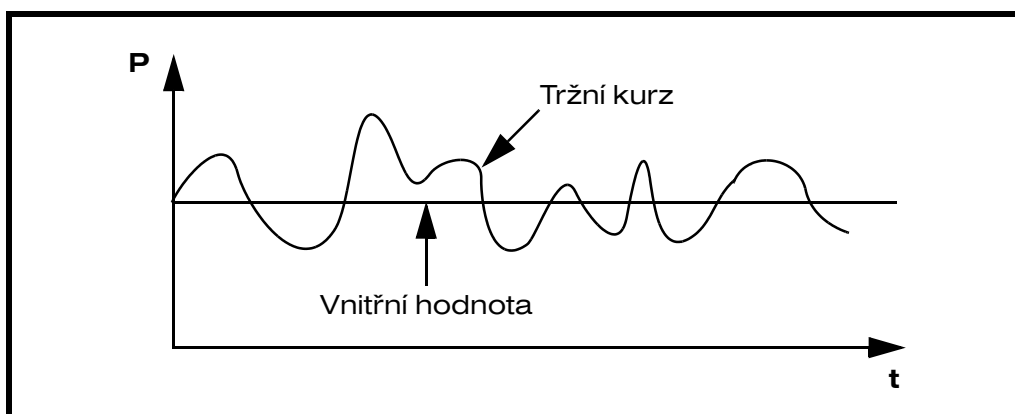
- tržby (pro krátké i dlouhé období),
- očekávaný zisk na akcii,
- vývoj P/E (price earnings ratio),
- vývoj úrokových sazeb,
- vývoj inflace,
- volatilita ziskové marže odvětví,

- prosperita a růst odvětví v dlouhém časovém horizontu (1 a více let),
- odvětví ovlivněné transformací ekonomiky.

6.4 Analýza společnosti

Jak již bylo v úvodu této kapitoly řečeno, fundamentální analýza se snaží zjistit, zda je určitá akcie nadhodnocena, podhodnocena či správně ohodnocena. Právě tento problém je jedním ze dvou, o jejichž kvantifikaci se snaží analýza společnosti. Další oblastí, na kterou se analýza společnosti zaměřuje, je využití finanční analýzy, která napomáhá zjištění stavu finančního hospodaření firmy a na základě těchto zjištěných skutečností se snaží předvídat budoucí možný vývoj společnosti.

Následující obrázek nám ukáže vztah vnitřní hodnoty akcie a jejího tržního kurzu:



P je cena a **t** je čas.

Předpokladem pro využití fundamentální analýzy je kvantifikace vnitřní (fundamentální, objektivní) ceny. Tržní kurz akcie pak osciluje kolem této fundamentální ceny. Pokud je tržní (subjektivní) kurz vyšší, než je vnitřní (objektivní) hodnota akcie, pak můžeme říct, že je daná akcie na trhu nadhodnocena a můžeme očekávat její pokles. Naopak však, pokud je tržní kurz akcie nižší, než její vnitřní hodnota, pak je akcie podhodnocena a očekáváme růst její ceny na trhu.



Na chvíli se ještě pozastavme nad pojmenováním objektivní a subjektivní cena. Vnitřní hodnotu akcie, kterou zjistíme na základě fundamentální analýzy, můžeme pojmenovat jako "objektivní cenu", jelikož je stanovena na základě hospodaření dané firmy, a to včetně zakombinování údajů o celé ekonomice a odvětví, ve kterém firma operuje. Naopak však tržní cenu můžeme charakterizovat jako "neobjektivní" (subjektivní), jelikož vychází ze střetu subjektivních hodnocení jednotlivých obchodníků, kteří s akcií obchodují.

6.4.1 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie existuje mnoho metod, které jsou založeny na výsledcích hospodaření společnosti.

V následujícím textu se budeme zabývat jen následujícími:

- dividendově diskontní model,
- ziskový model a
- model volného cash-flow.

Dividendově diskontní model

Model je založen na principu předpokládaných budoucích příjmů z držení akcie (resp. dividend), které jsou diskontovány na současnou hodnotu. Z toho je patrné, že tato metoda je využitelná u firem, jejichž akcie jsou spojeny s výplatou dostatečných dividend.

Metoda vychází z předpokladu, že:

- vnitřní hodnota akcie V_I je determinována současnou hodnotou budoucích příjmů,
- vnitřní hodnota V_I závisí od očekávané dividendy D , očekávaného výnosu z prodeje P a výnosové míře K_E .

$$V_I = \frac{D + P}{(1 + K_E)}$$

Pokud bychom k hodnotám (D) a (P) přidali hodnotu (1), mohli bychom na tento vzorec pohlížet jako na vyjádření vnitřní hodnoty akcie za předpokladu, že ji chceme držet 1 rok.

Ale protože je lepší na akcii pohlížet jako na nesplacitelný cenný papír, můžeme tento vzorec rozvést na následující (pro n -let):

$$V_I = \frac{D_1}{(1 + K_E)} + \frac{D_2}{(1 + K_E)} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1 + K_E)^n}$$

(Na základě součtu současných hodnot budoucích dividend a současné očekávané prodejní ceny získáme vnitřní hodnotu akcie.)

Jelikož jsme však uvedli, že akcii považujeme za nesplacitelný cenný papír (tj. neumořitelný), může se nám hodnota (n) blížit k nekonečnu, tedy očekávaná prodejní cena se bude blížit k nule. Proto je možné ze vzorce tuto hodnotu úplně vypustit a získat tak konečný vzorec dividendově diskontního modelu:

$$V_I = \frac{D_1}{(1 + K_E)} + \frac{D_2}{(1 + K_E)} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_E)^n}$$

V praxi však analytici spíše než absolutní hodnotu dividend používají hodnotu očekávaného růstu dividend (g). Pokud budeme očekávat konstantní míru růstu dividend, můžeme dividendově diskontní model psát ve tvaru:

$$V_I = \frac{D}{K_E - g}$$

Gordonův model Tato verze dividendově diskontního modelu s konstantním růstem byla vytvořena Myronem J. Gordonem a je proto nazývána Gordonův model.

Gordonův model je však použitelný pouze v případech, kdy jsou splněny následující dvě podmínky:

1. růstová míra dividend je konstantní ($g = \text{konst.}$) a
2. požadovaná výnosová míra je větší než očekávaná růstová míra dividend ($K_E > g$).

Ziskový model

Tento model je ve vyspělých ekonomikách používanější než předešlý dividendově diskontní model. Je založen na ukazateli P/E , který je možný vidět ve finančním zpravodajství. Co ukazatel vlastně vyjadřuje? Jde o jednoduchý poměr mezi tržní cenou akcie a ziskem společnosti přepočteným na jednu akcii:

$$P_0/E_0 = \frac{P_0}{E_0}$$

Poměr P/E nám říká, kolik peněžních jednotek musíme zaplatit za jednu jednotku zisku. Jak je možné vypořádat z informačních médií, má ukazatel P/E u některých společností vysokou hodnotu a naopak u některých nízkou. Platí, že čím má ukazatel P/E vyšší hodnotu, tím je vyšší i jeho volatilita.

Abychom mohli na základě ziskového modelu stanovit vnitřní hodnotu akcie, musíme nejprve určit normální P/E (P/E_N). Pomocí P/E_N pak můžeme vypočítat vnitřní hodnotu akcie podle následujícího vzorce:

$$V_I = E \times P/E_N$$

kde je E očekávaný zisk na jednu akcii.

Řekli jsme, že si nejdříve musíme stanovit hodnotu normálního P/E_N . Pro stanovení této hodnoty můžeme použít několik metod. My si na tomto místě představíme pouze tzv. základní metodu.

Základní metoda vychází z již zmíněného Gordonova modelu, který vydělíme hodnotou očekávaného zisku E a získáme hodnotu normálního P/E_N :

$$P/E_N = \frac{D}{K_E - g}$$

Úroveň P/E_N je v této metodě určována očekávanou výší dividendového výplatního poměru (D/E), požadovanou výnosovou mírou (K_E) a očekávanou mírou růstu dividend (g).

Komparativní výhoda je založena na porovnávání tržního P_M/E_M s P/E jednotlivých akcií a vychází z historických údajů, ze kterých jsou vypočteny průměrné hodnoty pro nejvyšší a nejnižší tržní P/E a individuální P/E . Porovnáním získáme hodnotu relativního P/E_R .

$$P/E_R = \frac{P/E}{P_M/E_M}$$

Pro jednotlivá nejvyšší a nejnižší P/E a P_M/E_M vypočítáme relativní P/E_R a poté můžeme vypočítat normální P/E_N :

$$P/E_N = P/E_R \times P_{M0}/E_{M0}$$

kde P_{M0}/E_{M0} je běžné tržní P/E .

Model volného cash flow

Při stanovování vnitřní hodnoty akcie pomocí modelu cash-flow se nejprve stanoví celková hodnota firmy, od které se odečte hodnota cizího kapitálu. Celkovou hodnotu firmy získáme jako součet současné hodnoty očekávaného cash-flow při plném financování chodu firmy z vlastních zdrojů a současné hodnoty daňového štítu (tím, jak se firma zadluhuje, vzniká daňový štít, který zvyšuje celkovou hodnotu firmy), který získáme použitím cizího kapitálu.

Po provedení předpovědi cash-flow na následující rok (FCF1) můžeme stanovit současnou hodnotu budoucích peněžních toků.

$$PVCF_0 = \frac{FCF_1}{K_N - g}$$

Legenda:

PVCF0 ... současná hodnota budoucích cash-flow

FCF1 ... očekávané cash-flow v prvním roce

KN ... požadovaná výnosová míra pro nezadluženou firmu

g ... očekávaný růst peněžních toků.

Nyní musíme stanovit výši daňového štítu:

$$T_{S1} = r_d \times D_1 \times T$$

Legenda:

- T_{S1} ... hodnota daňového štítu v prvním roce
- r_d ... úroky placené (úrokové náklady na cizí kapitál)
- D_1 ... celková výše dluhu v prvním roce
- T ... daňová sazba firmy

A současnou hodnotu budoucích daňových štítů vypočítáme pomocí následujícího vzorce:

$$T_{ST0} = \frac{T_{S1}}{r_d}$$

Jak jsme si řekli, celkovou hodnotu firmy vypočítáme jako součet současné hodnoty budoucích peněžních toků a současné hodnoty budoucích daňových štítů:

$$V_T = PVCF_0 + T_{ST0}$$

Jako předposlední krok vypočítáme celkovou vnitřní hodnotu akcií (rozdíl mezi celkovou hodnotou firmy a celkovou hodnotou cizího kapitálu (L):

$$CVH = V_T - L$$

A konečně jako poslední krok vypočítáme vnitřní hodnotu akcie:

$$VH = \frac{CVH}{n}$$

kde (n) je celkový počet emitovaných akcií firmy.



Shrnutí kapitoly

Fundamentální analýza vychází z předpokladu, že na trhu jsou cenné papíry podhodnocené a nadhodnocené. Skládá se ze tří částí - globální analýza, odvětvová analýza a analýza společnosti. Existují 4 základní makroekonomické veličiny, které ovlivní tržní cenu akcie - potencionální výstup ekonomiky, změny peněžní nabídky, změny ve vládních výdajích a daně korporací. Součástí fundamentální analýzy jsou předpovědi (krátkodobé či dlouhodobé). Akciový trh bývá ovlivněn reálným výstupem ekonomiky, fiskální politikou, peněžní nabídkou, úrokovými sazbami, inflací, mezinárodním pohybem kapitálu a ekonomickými a politickými šoky. Analyzované společnosti se nacházejí v různých typech odvětví - cyklické, neutrální a anticyklické. Vnitřní hodnotu akcie je možné vypočítat např. pomocí dividendově diskontního modelu, ziskového modelu či modelu volného cash-flow.



Otázky k zamyšlení

1. Jak ovlivní pokles nabídky peněz akciové kurzy?
2. Jak ovlivní růst zdanění akciové kurzy?
3. Jaký je vztah mezi cenou akcie a úrokovou sazbou?
4. Definujte pojem "cyklické odvětví".
5. Na čem závisí vnitřní hodnota akcie u dividendově diskontního modelu?

- **Základní metody technické analýzy**
- **Analýza grafů, trendů a formací**

7

Technická analýza



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly byste měli chápat využití technické analýzy akcii. Kapitola vám poskytne náhled na technickou analýzu jako doplněk fundamentální analýzy.



Časová zátěž

- 4 hodiny



Způsob studia

Při studiu této kapitoly využijte stránky BCPP a pokuste se zjistit na jednotlivých trzích, zda se jedná o trh býka nebo medvěda.

Technická analýza se od fundamentální liší pohledem na vnitřní hodnotu akcie. Zatímco fundamentální analytik se snaží o její výpočet, technický analytik tvrdí, že je tato hodnota těžce vypočitatelná, a proto se zaměřuje na samotné dění na kapitálovém trhu. Analytik, který používá technickou analýzu, vychází z předpokladu, že akciové kurzy vykazují určité trendové chování a že ceny odrážejí velké množství faktorů včetně psychologických (detailněji v kapitole 8), a to umožňuje zejména v krátkém období lépe stanovit trend ve vývoji kurzu akcie.

Na technickou analýzu lze pohlížet jako na speciální případ ekonomického modelu, který popisuje chování cen na finančních trzích. Technická analýza předpokládá, že budoucnost je vždy determinována minulými událostmi a na základě minulosti lze predikovat budoucí vývoj.

Předpoklady
technické analýzy

Mezi základní předpoklady technické analýzy můžeme zařadit:

- Tržní ceny jsou determinovány (určovány) pouze střetem nabídky a poptávky.
- Nabídku a poptávku ovlivňují proměnné veličiny kurzu (jak fundamentální, tak i psychologické).
- Kurzy se pohybují v trendech, tj. dobách, kdy dochází k přizpůsobování se nové informaci.
- Změny trendů jsou důsledkem změny nabídky a poptávky.
- Průběh kurzu (trendy) se opakuje.
- Předpovědi kurzů je možné odvodit z historických údajů (historické ceny a objemy obchodů).
- Základním nástrojem technické analýzy jsou technické indikátory.

Dowova teorie

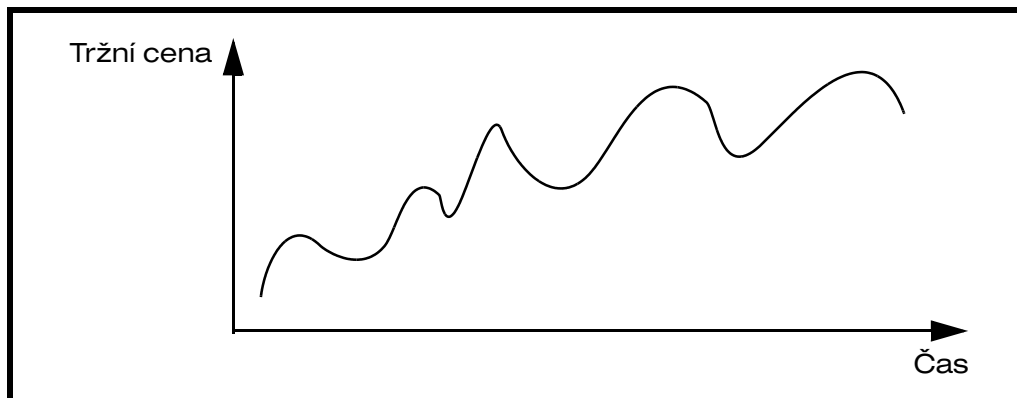
V úvodu této kapitoly je vhodné říci si něco o tzv. Dowově teorii. Základní principy **Dowovy teorie** byly poprvé publikovány ve Wall Street Journal v letech 1900 - 1902. Autorem je Charles Dow. Cílem této teorie bylo zodpovědět otázku, kdy máme koupit akcii.

My se nebudeme detailněji touto teorií zabývat. Vybereme si pouze to nejpodstatnější pro náš účel, resp. technickou analýzu.

Cenový vývoj (měřený hodnotou burzovního indexu) na kapitálovém trhu probíhá neustálým opakováním trhu býka a trhu medvěda, což můžeme podrobněji zachytit následujícím způsobem:

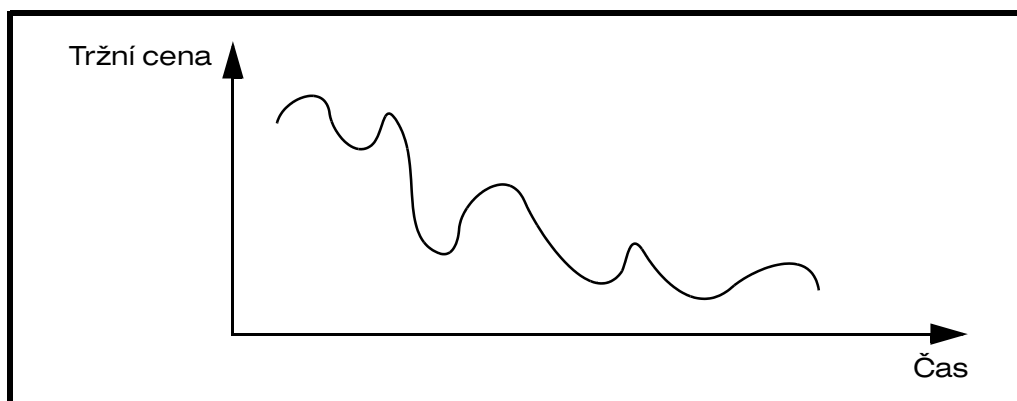
Trh býka

Tento trh můžeme specifikovat jako období, kdy je růst kurzu vyšší než předchozí a pokles kurzu je nižší než předchozí úroveň. To znamená, že trh má vzestupný trend.



Trh medvěda

Trh medvěda je specifický tím, že pokles kurzu je větší než předchozí a vzestup kurzu je nižší než předchozí úroveň. Tento trh má tedy sestupný trend.



7.1 Základní metody technické analýzy

Technickou analýzu můžeme rozdělit na dvě základní úrovně:

- **analýza grafických formací**
 - Metoda spočívá v posouzení finančních aktiv na základě principů geometrie, grafické formace jsou obrazce vzniklé na grafu ceny nebo objemu akcie.
 - Detailněji je vysvětlena v kapitole 7.2
- **technické indikátory**
 - Jedná se o matematické funkce, které na základě vstupních údajů vypočítají hodnotu daného indikátoru, z něhož je posléze zakreslen graf, který je porovnán s grafem cenného papíru.
 - Většina tržních kurzů akcií se pohybuje stejným směrem jako celý trh. Pokud trh roste, většina kurzů významných akcií také roste, a pokud trh klesá, většina kurzů těchto akcií také klesá. Vzhledem k existenci poměrně těsné korelace je tedy důležité pro správné investování správné určení celkového trendu trhu.
 - Technický indikátor je funkce, která pro každý obchodní den přiřadí reálné číslo, které je konstruováno na základě znalosti cen nebo objemů konkrétní akcie. Analýza akciového trhu využívá indikátory různého typu.

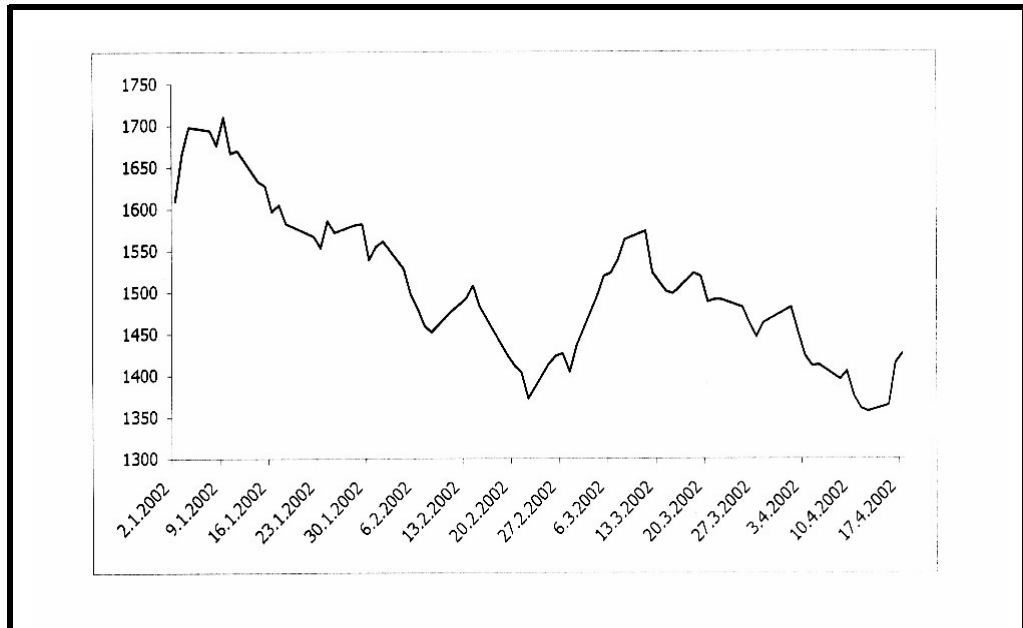
7.2 Analýza grafů, trendů a formací

Technická analýza používá celou řadu grafických zobrazení (grafů) pro interpretaci akciového trhu.

7.2.1 Analýza grafů

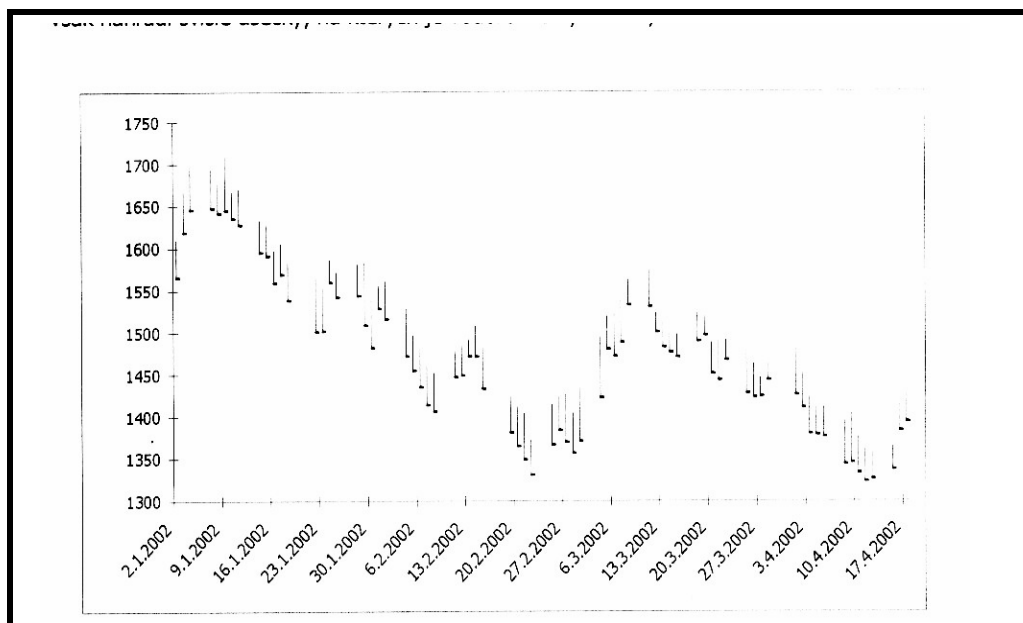
Čárový graf

- jeho konstrukce vychází ze závěrečného kurzu a objemu obchodu cenného papíru



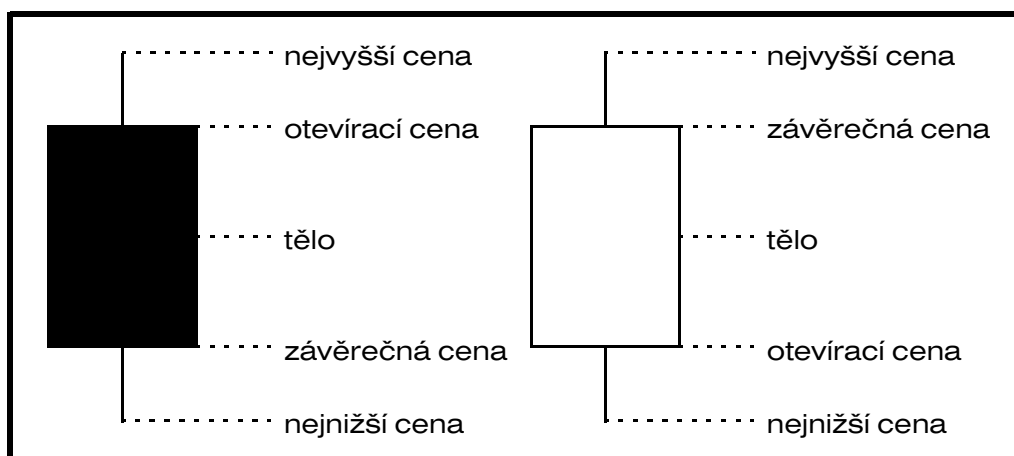
Úsečkový graf

- jednotlivé osy zobrazují stejné veličiny jako čárový graf. Spojitou funkci na grafu však nahradí svislé úsečky, na kterých je vodorovně vyznačena závěrečná hodnota kurzu



Graf typu svíce

- graf zobrazuje objem a otevírací, nejnižší, nejvyšší a popř. závěrečnou cenu. Tělo může být buď prázdné (závěrečná cena je vyšší než otevírací) nebo plné (závěrečná cena je nižší než otevírací).



Technická analýza využívá ještě další typy grafů, jako např. graf objemu obchodů (uveden výše) či znakový graf.

7.2.2 Analýza trendů

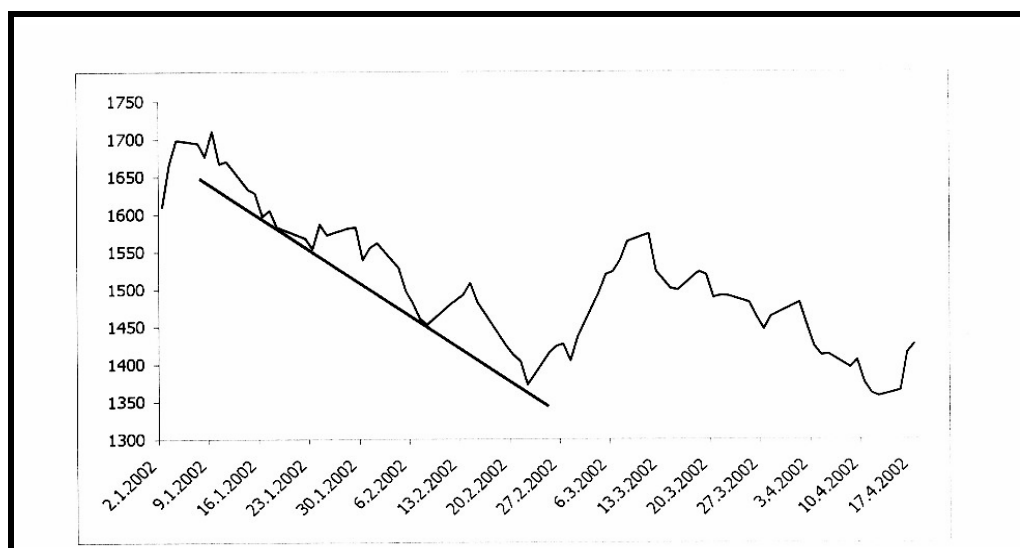
Akiové kurzy se pohybují v trendech v důsledku přizpůsobování tržní ceny rovnovážné ceně. Linie trendu je lineární funkcí přímky, kolem které se pohybuje kurz v určitém časovém období.

Analýza trendů je rozvedena do:

- trendové linie
- linie podpory
- linie odporu
- pásmové analýzy
- analýzy přerušení trendu (mezery).

Linie podpory

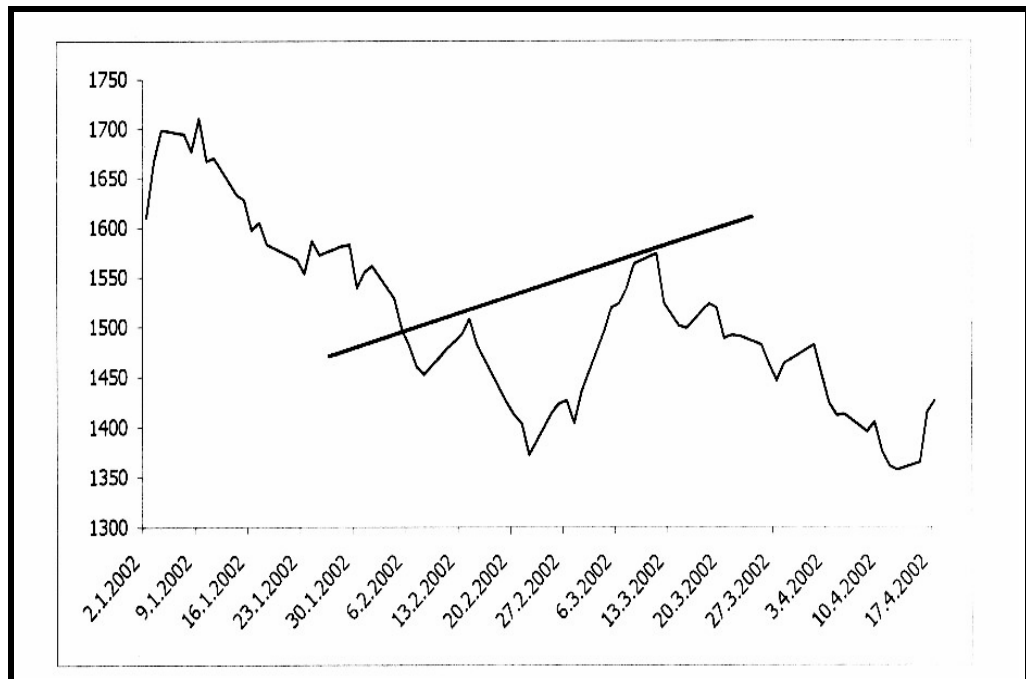
Podpora je taková úroveň ceny akcie, při které je poptávka tak silná, že zastaví pokles ceny. Linie podpory znázorňuje hladinu, od které by se měl kurz cenného papíru odrazit směrem vzhůru.



7. Technická analýza

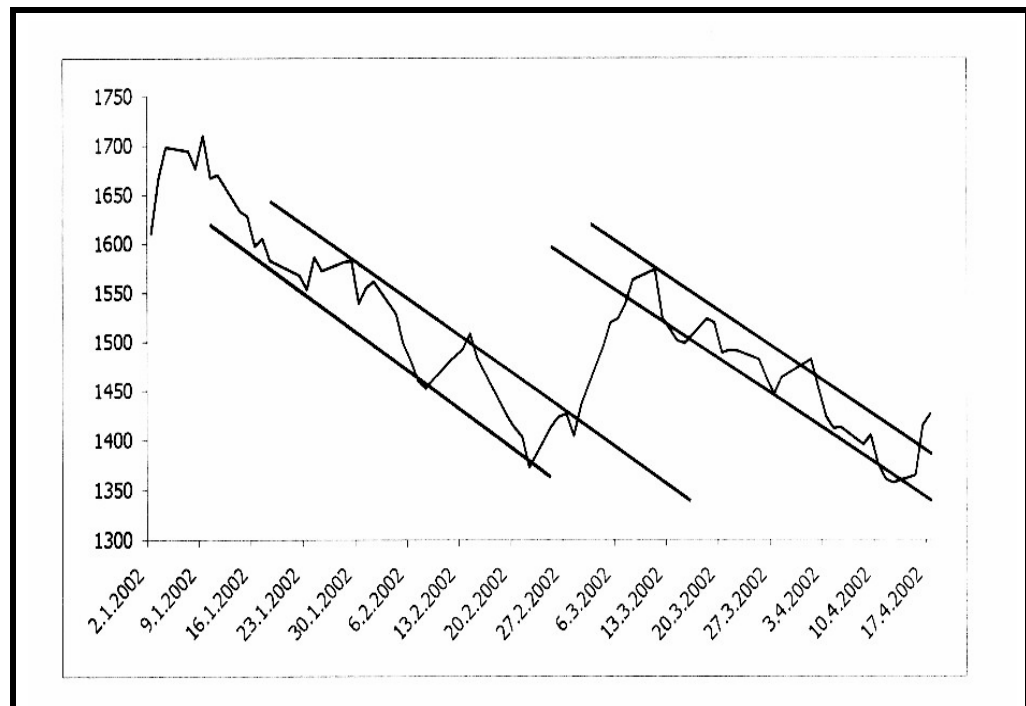
Linie odporu

Odpor je úroveň ceny akcie, při které je nabídka taková, že zastaví růst ceny. Linie odporu znázorňuje hladinu, od které by se měl kurz cenného papíru odrazit směrem dolů.



Pásmová analýza

Pásmová analýza je kombinací linií podpory a odporu. Vytváří pásma, ve kterých se pohybuje kurz cenného papíru. Pomocí pásmové analýzy je možné krátkodobě předpovědět, v jakém cenovém rozmezí by se měl kurz cenného papíru pohybovat.



Analýza přerušení trendu

Mezery vznikají při změnách pohybu tržního kurzu akcie. Mezera je v podstatě cenovým rozpětím, při kterém nedochází k realizaci obchodů.

7.2.3 Analýza formací

Grafické formace jsou obrazce vzniklé na grafu ceny akcie. Analýza grafických formací je založena na rozpoznání konkrétního obrazce a vyvození závěru z jeho existence.

Z tohoto hlediska můžeme rozlišit:

- reverzní formace (signalizují změnu trendu)
- konsolidační formace (signalizují pokračování původního trendu po jeho dočasném přerušení)
- mezery (různé typy mezer generují různé signály).

Grafické formace jsou použitelné především na trzích s kontinuálním obchodováním, kde se cena akcie, a tedy i objem obchodů, vyvíjí během celého dne. Oproti obchodování pouze s jedinou (uzavírací) cenou tedy graf ceny akcie obsahuje informace o denní zahajovací, maximální, minimální a uzavírací ceně.

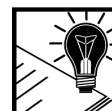
Shrnutí kapitoly

Technická analýza je určitým ekonomicko-matematickým modelem, který popisuje chování tržních cen akcií na kapitálovém trhu. Můžeme rozlišovat mezi trhem býka a trhem medvěda. Základními metodami technické analýzy je analýza grafických formací a technické indikátory. V rámci analýzy grafů rozlišujeme čárový graf, úsečkový graf, graf typu svíce atd. Analýza trendů pracuje s trendovými liniemi, linií podpory, linií odporu, pásmovou analýzou a analýzou mezer. Analýza formací si "pohrává" s obrazci vývoje tržních cen, resp. využívá reverzních formací, konsolidačních formací a mezer.



Otázky k zamyšlení

1. Jaký je trh, který je označen jako medvědí?
2. Definujte indikátor u technické analýzy.
3. Definujte linii odporu.



- **Psychologická analýza**
- **Analýza efektivních trhů**

8 ■

Psychologická analýza a analýza efektivních trhů



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly budete znát všechny základní metody analýz cenných papírů. Díky této kapitole byste měli pochopit důležitou součást fungování kapitálových trhů, a to psychologii a její vliv na změny kurzů na trzích. Kapitola by vám měla také pomoci správně chápat efektivitu trhů.



Časová zátěž

- 6 hodin



Způsob studia

Při studiu této kapitoly využijte webových stránek finančních portálů (www.finance.cz, www.fincentrum.cz, www.penize.cz), kde jsou (v sekcích, které se zabývají kapitálovými trhy) informace týkající se efektivit trhů.

8.1 Psychologická analýza

Psychologická analýza vychází z předpokladu, že akciové kurzy jsou silně ovlivněny masovou psychologií burzovního publika, která tím, že působí na všechny účastníky trhu, ovlivňuje jejich úroveň. Budoucí cena akcie tedy závisí na impulsech, které ovlivňují chování davu, který je jimi veden buď k nákupům, či prodejům.



Význam masové psychologie přesně vyjádřil Keynes, který již ve své době tvrdil, že “nemá žádného smyslu zaplatit 25 peněžních jednotek za investici, o níž podle jejího perspektivního výnosu důvodně soudíte, že má sice hodnotu 30, avšak předpokládáte, že za tři měsíce ji trh ocení pouze na 20.” Profesionální investor musí proto věnovat značnou pozornost předvídání budoucích změn v atmosféře psychologie daného trhu a vhodným způsobem těchto svých odhadů využít.

Psychologická analýza zahrnuje čtyři základní teoretické koncepce zabývající se vlivem masové psychologie na kurzy akcií.

Základní teoretické
koncepce

Jsou to:

1. Keynesova investiční psychologie,
2. Kostolanyho burzovní psychologie,
3. Teorie spekulativních bublin,
4. Drasnarova koncepce psychologické analýzy.

8.1.1 Keynesova investiční psychologie

Základy této teorii položil již Keynes a je také nejstarší teorií psychologické analýzy, která se z psychologického pohledu zabývá chováním kurzů na akciových trzích. Tato teorie považuje poprvé v historii za hlavní faktor ovlivňující kurzy akcií spekulativní chování investičního publika.

Keynes v rámci definice základů této teorie tvrdí, že značný vliv na chování akciových kurzů mají subjektivní faktory, kterými jsou:

Subjektivní faktory

- **struktura vlastnictví akcií** (neustále více lidí vlastní akcie a přitom jen mizivé procento z nich ví, jak se správně ohodnocují);
- **nepřiměřené reakce akciových kurzů na určité události** (v tomto tvrzení je zakombinován fakt, že investiční publikum reaguje nepřiměřeně na běžné události mající pomíjivý charakter, ale tato skutečnost zvyšuje volatilitu akciových trhů);
- **chování investičního publika je značně ovlivňováno kolektivní psychologií velkého počtu neinformovaných jednotlivců** (tato skutečnost navazuje na první - struktura vlastnictví

akcií; čím vyšší je podíl akcionářů, kteří neumí správně ohodnotit, co drží v rukách, váha tohoto faktoru se ještě více umocňuje);

- **investiční rozhodování je zaměřeno na prognózování budoucího chování investičního publika** (i v tomto případě lehce navazujeme na první faktor; pokud budou mít investoři bez potřebných analytických znalostí na kurzy akcií větší vliv než kvalifikovaní investoři provádějící fundamentální analýzy, tak se i kurzy akcií budou pohybovat dle nálad této většiny a dle atmosféry panující na daném trhu).

Keynes také definoval pojmy spekulace a podnikavost.

- **Spekulace** je podle jeho názoru investiční rozhodování, které je založeno na prognózování kolektivní psychologie.
- **Podnikavost** je naproti tomu činnost vyplývající z předvídání budoucího výnosu akciového instrumentu po celou dobu jeho životnosti a na základě fundamentálních analýz.

Tato teorie považuje za velmi nebezpečné, pokud by spekulace nabyla většího rozsahu než podnikavost. Keynes v ní tvrdí, že: “Spekulanti nezpůsobí škodu, zůstanou-li mýdlovými bublinami na povrchu pravidelného proudu podnikání. Situace se však stane vážnou, jakmile se podnikání stane mýdlovou bublinou ve víru spekulace.” Dalším jeho přínosem je i to, že rozeznal, že většina účastníků kolektivní investiční hry preferuje krátké období.

Spekulace a podnikavost



8.1.2 Kostolanyho burzovní psychologie

Kostolanyho koncepce vychází z předpokladu, že v krátkém období (do jednoho roku) jsou kurzy akcií ovlivňovány zejména psychologickými reakcemi burzovního publika na různé události, ale že ve středním a dlouhém období jsou již hlavními kurzotvornými faktory fundamentální ukazatele.

Základem Kostolanyho burzovní psychologie je v první řadě rozdělení účastníků burzovního trhu podle charakteristických znaků jejich chování a následně, na základě toků peněz a akcií mezi těmito skupinami, odhadování budoucích kurzových pohybů.

Kostolany rozlišuje dvě skupiny účastníků burzovních obchodů, kterými jsou:

- hráči,
- spekulanti.

Hráči a spekulanti

Hráči chtějí velmi rychle dosáhnout kurzových zisků, a proto nejednají na základě znalosti fundamentálních údajů, ale pouze reagují na nové informace a události. Chovají se emocionálně a jdou vždy s proudem (kupují, když všichni kupují, a prodávají, když prodávají i ostatní). Je to především tato skupina účastníků trhu, která jedná krátkodobě a orientuje se na malé zisky. V krátkém období proto také způsobuje volatilitu kurzů, přičemž představuje až 90 % burzovního publika.

Spekulanti na rozdíl od hráčů realizují dlouhodobější transakce a počítají s rozsáhlejšími kurzovými pohyby. Na rozdíl od hráčů mají vlastní myšlenky, představy a prognózy. Nechovají se emocionálně a většinou jdou tzv. proti proudu. Jejich odhady budoucího pohybu kurzů akcií jsou podloženy konkrétními argumenty, které sice nemusí být vždy správné, ale vycházejí z řady fundamentálních údajů. Zkušenosti Kostolanyho ukazují, že spekulanti jsou na burzách jednoznačně úspěšnější než hráči.

Hlavním aspektem Kostolanyho teorie je výzkum v oblasti tzv. technického složení trhu, neboli toho, která skupina drží v dané době většinu akcií. Pokud bude jejich převážné množství v rukou spekulantů, neboli podle Kostolanyho “v pevných rukou,” bude budoucí vývoj kurzů jiný, než když většinu z nich budou vlastnit hráči. Kostolanyho předpovídání budoucích pohybů kurzů akcií v krátkém období je tedy postaveno na základě přesunů akcií a peněz z pevných rukou spekulantů do “roztřesených rukou” hráčů a na základě znalostí způsobu chování těchto skupin.

Technické složení trhu

Jak z výše uvedených názorů vyplývá, je při aplikování této teorie velmi důležitým faktorem znalost toho, která skupina účastníků trhu v daném okamžiku vlastní většinu akcií.



8. Psychologická analýza a analýza efektivních trhů

Objemy obchodů vs.
kurzy akcií

Kostolanyho přístup k řešení této otázky vychází z vývoje objemů obchodů a kurzů akcií v posledních měsících, přičemž definuje následující čtyři základní situace:

1. Dochází k růstu kurzů a zároveň i k růstu objemu obchodů.

Za této situace dochází k přesunu akcií od spekulantů k hráčům. Děje se tomu tak, protože pouze hráči jsou ochotni nakupovat při vysokých a ještě dále rostoucích kurzech. Tímto způsobem se vytváří tzv. překoupený trh, který je pro všechny jeho účastníky vysoce rizikový, poněvadž akcie vlastníci subjekty jednající pod vlivem nezdravé masové psychózy. To je ovšem v přímém rozporu s přístupem technické analýzy, která naopak tvrdí, že stoupající ceny při vysokých obratech jsou jednoznačným nákupním signálem. Kostolany však prokazuje, že při dnes rostoucích kurzech a zvyšujících se obrotech nakupuje široké investiční publikum, které bude později stejně rychle prodávat, což může, protože se jedná o krátké období, brzy způsobit hluboký propad trhu.

2. Dochází k poklesu kurzů, ale objemy obchodů dále rostou.

Tato situace nastává tehdy, pokud vznikne v důsledku nějaké neočekávané negativní informace panika v řadách hráčů. Rostoucí strach je totiž motivuje k rychlému prodeji akcií, které se tak stěhují zpět do rukou spekulantů. Trh v tomto případě nabývá charakteru trhu přeprodaného, neboli trhu stabilního s poměrně vysokou mírou jistoty před případnými dalšími hlubšími poklesy, protože akcie jsou při jejich nízkých kurzech zpravidla v rukou racionálně uvažujících investorů.

3. Dochází k poklesu kurzů, ale také i k poklesu objemu obchodů.

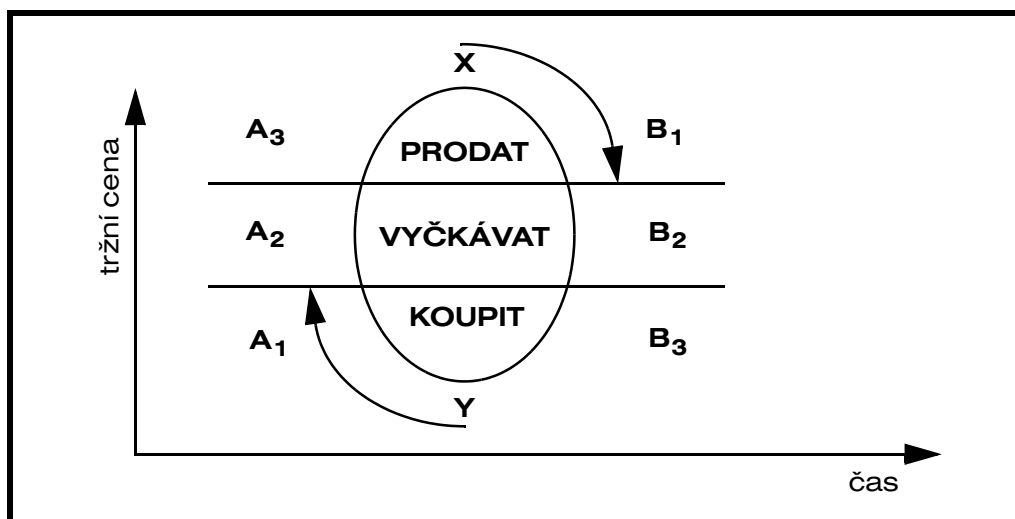
Jde o situaci, která je pro další vývoj trhu značně nepříznivá. Pokud totiž spekulanti ještě nezahájili nákup akcií, očekávají zřejmě ještě další, a možná i hlubší pokles kurzů, než byl pokles předešlý, který svým vyčkáváním ještě sami prohlubují.

4. Dochází k růstu kurzů, ale tento pohyb není doprovázen růstem objemu obchodů.

Tento stav burzovního trhu může signalizovat dvojí situaci. Buď v řadách hráčů existuje dosud nepřekonaná vlna pesimismu a ještě se neobjevily takové signály, které by zásadním způsobem ovlivnily jejich psychologii, nebo v dané době nedisponují volnými peněžními prostředky pro nákup akcií.

Koloběh burzy

Toky peněžních prostředků a akcií mezi hráči a spekulanty tvoří dle Kostolanyho věčný koloběh burzy, který je znázorněn na následujícím obrázku:



Legenda:

- A1 - vzestupná korektura

Tato fáze se vyznačuje nízkým obratem a zároveň i nízkým počtem vlastníků akcií. V ekonomice existuje velmi málo disponibilních prostředků pro nákup akcií a investoři pesimisticky hodnotí též budoucí hospodářský vývoj. Akcie jsou po poklesu kurzů ve vlastnictví spekulantů, neboli v pevných rukou. Po určité době však začnou

přicházet příznivější hospodářské zprávy a investoři začnou pomalu nakupovat akcie při stoupajících cenách, což posléze způsobí řetězovou reakci a nastane prudký vzestup kurzů akcií k úrovni jejich reálných tržních cen.

- A2 - vzestupná doprovodná fáze
Hospodářství je nastartováno, vzrůstají zisky společností, na trhu panuje optimistická nálada a ceny akcií rostou. Postupně stoupá počet vlastníků akcií.
- A3 - přehánění vzestupného trendu
Na burzu přichází stále více zájemců, neustále roste optimismus a nastává burzovní euforie. Značně stoupají objemy burzovních obchodů a existuje již velmi vysoký počet vlastníků akcií. Skupina hráčů je přesycena počtem vlastněných akcií, které jim prodali spekulanti.
- B1 - sestupná korektura
Euforie na trhu akcií způsobuje inflační tlaky, na něž reaguje centrální banka restrikcí své monetární politiky. Hráči v důsledku toho začnou pociťovat nedostatek likvidity a začnou prodávat své akcie, čímž nastane první fáze jejich kurzového poklesu. Tato fáze se vyznačuje nízkým obratem a poklesem počtu vlastníků akcií.
- B2 - sestupná doprovodná fáze
Přicházející špatné zprávy týkající se hospodářských výsledků podniků urychlují pokles akciových kurzů, které začínají opět pomalu nakupovat spekulanti. Objemy obchodů tak stoupají a dále klesá počet vlastníků akcií.
- B3 - přehánění sestupného trendu
Tato fáze je charakteristická výprodejem akcií a nízkým počtem jejich vlastníků. Klesající kurzy a nepříznivé hospodářské zprávy totiž vedou k panice hráčů, jejímž důsledkem je zoufalý prodej jimi doposud držných akcií vedoucí až k totálnímu výprodeji jejich akciových portfolií. Kurzy akcií tak pod tlakem jejich paniky klesají, a to podstatně více, než ve skutečnosti odpovídá reálnému stavu ekonomiky.
- Symboly X a Y pak značí nejvyšší a nejnižší úroveň akciových kurzů.

Závěry Kostolanyho teorie burzovní psychologie zní:

- kupovat ve fázích B3 a A1,
- vyčkávat a držet akcie ve fázi A2,
- prodávat akcie ve fázích A3 a B1,
- vyčkávat a držet peníze ve fázi B2.

8.1.3 Teorie spekulativních bublin

Na akciových, ale i jiných trzích se někdy stává, že kurzy cenných papírů po určitou dobu neustále rostou bez toho, že by bylo možné pro jejich růst nalézt rozumné fundamentální vysvětlení. Tento růst se však po určité době náhle a neočekávaně zastaví a kurzy zamíří velice prudce dolů. Situace, kdy se kurzy cenných papírů dočasně, bez jakéhokoli racionálního vysvětlení velmi výrazně odchylně od obou směrů od vnitřních hodnot stanovených fundamentálními analytiky, jsou obecně nazývány spekulativními bublinami a jejich výskyt je vysvětlován masovou psychologií.

Teoreticky je vznik těchto bublin spojen s nadměrnou reakcí na nějakou událost nebo řadu událostí, které mohou, prostřednictvím informací o nich podaných, ovlivnit chování investorů a změnou jejich nabídky a poptávky nastanou též podstatné změny kurzů, a to v obou směrech.

Bubliny mohou být dvojí, a to:

1. nejprve dochází k růstu tržních kurzů a poté k prudkému propadu cen,
2. nejprve dochází k velkému poklesu tržních kurzů a poté k prudkému růstu.

Pro menší investory jsou nebezpečné především spekulativní bubliny typu 1. Je tomu tak proto, že po prudkém růstu kurzů akcií, v rámci kterého je nakupovali s přesvědčením, že tento vzestup bude dále pokračovat, nastane na trhu neočekávaný a prudký všeobecný propad, který jim přinese ztráty.



Masová psychologie

Dvoji bubliny





Bublina typu 2 je však rovněž nebezpečná, a to z toho důvodu, že mnoho zejména nezkušených investorů zpravidla uvěří v dlouhotrvající pokles trhu, který signalizuje chování většiny burzovního publika, a pokud své akcie v panice prodají, zaznamenají rovněž ztráty.

8.1.4 Drasnarova koncepce psychologické analýzy

Drasnar vysvětluje zhodnocování a znehodnocování kurzů akcií jako důsledek působení dvou protichůdných vlastností, kterými podle něho disponuje každý člověk. Jde o chamtivost a strach. Dle toho, která vlastnost převládá, dochází na trhu cenných papírů k růstu či poklesu.

Chamtivost Chamtivost vzniká z přirozeného přání člověka něco vlastnit. Tato touha vlastnit nikdy nemizí, ale spíše se s rostoucím bohatstvím násobí. Snaha dosáhnout vysokých zisků z investic do cenných papírů, a vzhledem k jejich vlastnostem především do akcií, podporována chamtivostí podněcuje poptávku po těchto cenných papírech, což vede k růstu jejich kurzů.

Strach Tento zhodnocovací trend trvá na trhu až do okamžiku, kdy je chamtivost investorů náhle vystřídána strachem ze ztráty nabytého bohatství. S tímto strachem bývají spojeny zárodky paniky, jež se společně se strachem rozšíří celým davem investorů, kteří ve spěchu zahájí výprodej prakticky všech cenných papírů, které drží. Následný přebytek nabídky cenných papírů pak způsobí nástup znehodnocovacího trendu.



Stejně tak, jak je chamtivost investorů na trhu neustále střídána strachem, dochází i k neustálému střídání vzestupných a sestupných trendů. Ty se ovšem vzájemně liší délkami svého trvání v závislosti na rychlosti, s níž je chamtivost střídána strachem, a naopak, jinými slovy v závislosti na tom, jak rychle se pocity davu mění.

8.2 Analýza efektivních trhů

Náhodná procházka Podle této teorie je zbytečné se pokoušet analyzovat společnosti, cenné papíry, kurzy a objemy obchodů, burzovní publikum či jiné faktory za účelem zjištění budoucího vývoje kurzů, protože kurzy akcií vykonávají podle této hypotézy "náhodnou procházku". Z toho důvodu zná finanční ekonomie tuto teorii také jako teorii náhodné procházky.

Teorie efektivních trhů dále tvrdí, že na trhu není možné dosahovat v dlouhém období nadprůměrných zisků po očištění rizika. Nadprůměrnými zisky se má na mysli dosahování větších zisků očištěných o riziko a transakční náklady než při pasivní strategii "kup a drž". Pokud někdo těchto nadprůměrných výsledků dosahuje, pak je to pravděpodobně způsobeno používáním neveřejných informací. Tato teorie je předmětem sporů a kritiky již po dlouhá léta zejména ze strany finančních analytiků, mezi jejichž hlavní nástroje patří samozřejmě fundamentální a technická analýza.

8.2.1 Předpoklady a charakteristika analýzy efektivních trhů

Teorie efektivních trhů si, stejně jako další analýzy, stanovuje určité předpoklady nutné pro fungování prezentovaných jevů přesně takovým směrem a v takové míře, v jaké to popisuje teorie. Pokud některé z předpokladů nejsou potvrzeny, tak nejde o zamítnutí celé teorie, ale pouze o její oslabení.

Ziskový motiv Prvním předpokladem je stále přítomný ziskový motiv investorů, který napomáhá správnému ocenění cenného papíru, tedy ocenění na tzv. vnitřní hodnotě, která je stanovena fundamentální analýzou. Tento předpoklad znamená, že i na efektivním trhu existují skupiny investorů, které nevěří ve správné ocenění cenného papíru a neustále vyhledávají podhodnocené i nadhodnocené cenné papíry za účelem dosažení zisku. Při nalezení špatně ohodnoceného cenného papíru provedou adekvátní kroky (nákup, prodej) k dosažení zisku, čímž vrátí cenu na správnou úroveň.

Konkurenční prostředí Dalším předpokladem je vysoce konkurenční tržní prostředí a stejné postavení účastníků na trhu. Takový trh by měl být tedy charakteristický velkým počtem účastníků na trhu, již

uvažují a jednají zcela nezávisle na sobě, neexistencí bariér pro vstup na trh, volným a neomezeným přístupem k informacím a technologiím a ziskovým motivem většiny účastníků.

Třetí předpoklad je soustředěn na informace a informační systémy. Informace mají zcela zásadní význam nejen pro teorii efektivních trhů, ale také pro veškerou investorskou činnost obecně. Volný tok informací umožňuje investorům odvodit prodejní a nákupní signály, zabezpečuje průhlednost trhu a zároveň přisun informací zabezpečí vytvoření přehledu o tom, jaká byla výše kurzu v tom kterém okamžiku, jak za sebou následovaly kurzové změny, jaký byl objem obchodů, jaký byl vztah mezi nabídkou a poptávkou atd.

Mezi další předpoklady můžeme zařadit vytvoření kvalitní infrastruktury na trhu, dostatečnou likviditu na trhu a vytvoření kvalitní právní legislativy na trhu. Tyto poslední tři předpoklady jsou na většině již zavedených kapitálových trhů dodrženy.

Základní charakteristiky efektivního trhu jsou:

1. Okamžitá, skoková reakce na novou, neočekávanou informaci.
2. Náhodné změny v kurzech.
3. Žádný investor na efektivním trhu není schopen v dlouhém období trvale při dané úrovni rizika dosahovat nadprůměrného výnosu.
4. Na plně efektivním trhu musí selhat všechny obchodní a investiční strategie, protože cenný papír je neustále správně oceněn a díky skokové reakci na novou informaci chybí jakýkoliv časový prostor pro realizaci i té nejinteligentnější strategie.

Informační systémy

Základní
charakteristiky
efektivního trhu



8.2.2 Testování forem efektivnosti

Testy efektivnosti trhů se provádějí pomocí dvou metod. Jde o metody měřící kurzovou nezávislost a metody zkoumající úspěšnost obchodních a investičních strategií. Tyto metody jsou schopny prozkoumat v podstatě pouze slabou formu efektivnosti trhu a částečně středně silnou formu.

Testy kurzové nezávislosti

Tyto testy zkoumají, zda změny akciových kurzů na efektivním trhu jsou opravdu náhodné, tedy nezávislé. Kurzová nezávislost se měří pomocí korelačního testu, simulačního testu, runs testu a distribučních modelů.

Nejpoužívanější metodou jsou korelační testy, které mají nejméně omezení. Korelační koeficienty se ve velké většině případů blíží k nule. Jde tedy o jasnou nezávislost aktuálních kurzů akcií a historických kurzů. Tyto testy byly ovšem prováděny zejména na amerických trzích, případně na podobně rozvinutých a likvidních burzách v Londýně a Tokyu. Korelační testy provedené v České republice již tak jasných výsledků nedosahují. Korelační koeficienty na českém trhu dosahují hodnoty až 0,5, což nepotvrzuje ani slabou formu efektivnosti.

Korelační testy

Simulační testy, runs testy a distribuční testy již nebyly díky svým nedostatkům příliš rozšířené. Výsledky těchto testů nevyloučily existenci slabé formy efektivnosti trhu a ve většině případů potvrdily její existenci. Stejně jako v případě studií využívajících korelační testy, tak i v tomto případě byly testovány zejména americké trhy s cennými papíry.

Testy úspěšnosti obchodních a investičních strategií

Testy testující úspěšnost dalších obchodních a investičních strategií se pokouší zjistit, zda investory používané obchodní a investiční strategie vedou k dlouhodobému a opakovanému dosahování nadprůměrných výnosů. Tedy testují splnění čtvrté charakteristiky efektivního trhu, tj. na plně efektivním trhu musí selhat všechny obchodní a investiční strategie, protože cenný papír je neustále správně oceněn.

Další testy se zaměřily na potvrzení středně silné formy efektivnosti. Tyto testy jsou zaměřeny na měření rychlosti vstřebávání nových informací, přičemž jsou především sledovány reakce akciových kurzů na štěpení akcií, zisk, účetní změny, změny dividend a změny peněžní nabídky. Například v případě štěpení akcií z provedených studií vyplývá, že

akciové kurzy zpravidla dramaticky rostou před veřejným ohlášením. Akcionář nemůže získat nadprůměrný výnos ze štěpení tím, že po veřejném ohlášení nakoupí tyto akcie. Tato skutečnost potvrzuje středně silnou formu efektivnosti. Odlišná situace je v případě oznámení o vývoji zisku akciové společnosti. V tomto případě musíme rozlišovat očekávaný zisk, který je již zahrnut v aktuálním kurzu, a neočekávaný zisk, což je nová informace, která vyžaduje přizpůsobení kurzu. Dle provedených studií vykazuje toto přizpůsobení poměrně dlouhé časové zpoždění.



Z provedených studií středně silné formy efektivnosti vyplývá, že nové informace jsou absorbovány tržními kurzy pouze s malým zpožděním, často však dochází k přizpůsobení kurzů ještě před skutečným oznámením kurzotvorné informace. V některých případech však promítnutí nových kurzotvorných informací i po veřejném oznámení trvá delší dobu, což dává investorům možnost dosáhnout nadprůměrných zisků, ale pouze za předpokladu nízkých transakčních nákladů.

8.2.3 Anomálie na efektivních trzích

I přes velké množství důkazů, že trhy jsou efektivní, existuje mnoho anomálií. Obecně jsou odchylky od efektivnosti a možnosti zisků malé, pokud bereme v úvahu i transakční náklady. I přes výskyt anomálií můžeme tvrdit, že trhy jsou v podstatě efektivní.

V této subkapitole si představíme malý výčet anomálií, se kterými je možné se na kapitálovém trhu setkat (další neuvedené jsou efekt přestřelení, akvizice, emise nových akcií, nízkého P/E atd.).

Lednový efekt

Výnosy akcií jsou v lednu relativně vysoké. Jedna hypotéza říká, že investoři v prosinci realizují daňové ztráty tím, že prodávají cenné papíry (dochází k poklesu cen). Naopak v lednu je nakupují zpět, čímž dochází k růstu cen (akcie mají v lednu vyšší výnosnost).

Efekt malé firmy

Tento efekt je úzce spjat s lednovým efektem, jelikož to jsou právě malé firmy, které v lednu dosahují většiny výnosů z "lednového efektu". Malé firmy mají vzhledem k riziku relativně vysoké výnosy. Tento efekt je možné částečně vysvětlit tím, že analytici se zpravidla soustřeďují na velké firmy a malých si příliš nevěnují.

Víkendový efekt

Existuje tendence poklesu cen akcií během víkendu, resp. pondělního dopoledne. Důvodem mohou být špatné zprávy, které investoři během víkendu obdrží. Jelikož se však jedná o velmi malý (nepatrný) pokles cen akcií, nelze na něm profitovat ani tak, že bychom v pondělí nakoupili cenné papíry, v pátek je prodali a přes víkend si finanční prostředky uložili na peněžním trhu. Takto dosažený výnos by nám stejně nepokryl transakční náklady.



Shrnutí kapitoly

Psychologická analýza je založena na předpokladu masové psychologie burzovního publika, která ovlivňuje akciové kurzy. Psychologická analýza zahrnuje 4 teoretické koncepce - Keynesova investiční psychologie, Kostolanyho burzovní psychologie, teorie spekulativních bublin a Drasnarova koncepce psychologické analýzy. Keynes pracuje s pojmy spekulace a podnikavost, Kostolany s hráči a spekulanti a různými fázemi burzy. Teorie spekulativních bublin se zabývá problematikou nadměrných reakcí na burze. Drasnar pracuje s pojmy chamtivost a strach. Teorie efektivních trhů říká, že v dlouhém období není možné dosáhnout nadprůměrných zisků. Testování forem efektivnosti kapitálových trhů se provádí pomocí metody měřící kurzovou nezávislost, metody zkoumající úspěšnost obchodních a investičních strategií a mnoha dalších. Na efektivních trzích se vyskytují také anomálie, mezi které se řadí například lednový efekt, efekt malé firmy či víkendový efekt.

Otázky k zamyšlení

1. Vysvětlete rozdíl v chápání “spekulace” u Keynesa a Kostolanyho.
2. Co mají stejné (principiálně) Keynes, Kostolany a Drasnar ve svých koncepcích?
3. Vysvětlete pojem “silná informační efektivnost”.



- Princip kolektivního investování
- Výhody a nevýhody
- Investice do akcií investičních fondů
- Investice do podílových listů podílových fondů
- Typy otevřených podílových fondů

9

Kolektivní investování



Cíl kapitoly

Po prostudování této kapitoly budete znát, na jakých principech je založeno kolektivní investování (včetně výhod a nevýhod tohoto investování). Budete znát rozdíly mezi uzavřeným a otevřeným podílovým fondem a také investičním a podílovým fondem. Jelikož se jedná o rozšířenou (a dále se rozšiřující) metodu investování v ČR, kapitola vám pomůže v lepší orientaci.



Časová zátěž

- 4 hodiny + 4 hodiny na zpracování POTu



Způsob studia

Při studiu této kapitoly využijte webových stránek Asociace pro kapitálový trh, Unie investičních společností, Komise pro cenné papíry a finančních portálů, na kterých naleznete doplňující materiály a články k této problematice.

9.1 Princip kolektivního investování

Podstatou podnikání formou kolektivního investování je shromažďování peněžních prostředků od předem neurčeného a neomezeného počtu osob za účelem jejich použití k podnikání na základě principu rozptýlení rizika způsoby, které dovoluje zákon.

Soustředování peněžních prostředků a jejich použití musí probíhat jen formami, které jsou zákonem povoleny, jinak musejí být uloženy na zvláštním účtu u banky, která se označuje jako depozitář.

Základní modely

Kolektivní investování je významné jak pro drobné investory, tak i pro ekonomiku každého vyspělého státu, přičemž obecně existují dva jeho základní modely:

- kolektivní investování prostřednictvím investičních fondů,
- kolektivní investování prostřednictvím podílových fondů (detailněji budou tyto "modely" rozebrány v následujících subkapitolách).

9.2 Výhody a nevýhody

Ať už se jedná o kterýkoli z těchto způsobů kolektivního investování, oba přinášejí jeho účastníkům výhody, ale také nevýhody.

Výhody

Likvidace a diverzifikace rizika

Kolektivní investování zajišťuje stálou likviditu vložených prostředků a diverzifikuje riziko. Tím, že snižuje informační a transakční náklady a umožňuje i nákupy takových titulů, ke kterým by se drobný investor normálně nedostal, jim většinou přinášejí i vyšší výnosy než např. v případě držení úspor u komerčních bank.

Co se týká přínosu pro ekonomiku státu, ten spočívá především v tom, že pokud se do kolektivního investování zapojí značná část obyvatelstva, přemění tito drobní střadatelé část svých, do té doby většinou značně likvidních finančních aktiv na akcie a podílové listy výše uvedených fondů, neboli na finanční aktiva dlouhodobá. Tím se dostanou na kapitálový trh značné objemy peněžních prostředků, které by se tam jinak nedostaly a které mají značný význam pro financování řady rozsáhlých reálných investic prováděných jak podniky, tak i státem s příznivým dopadem na ekonomický růst.

Nevýhody

Nevýhody kolektivního investování spočívají v tom, že je nutné platit fondu správní poplatky, tj. poplatky za správu svěřeného kapitálu (v podstatě je to stejné, jako když máme u banky účet a každý měsíc platíme za jeho vedení).

Poplatky

Investor také ztrácí možnost úplně či výrazněji ovlivňovat zaměření investic (jedná se o ztrátu investiční volnosti).

Stále je ve vzduchu také automatické riziko, které vyplývá ze samotného investování na kapitálovém a peněžním trhu.

9.3 Investice do akcií investičních fondů

Při zvažování investic realizovaných nákupem akcií investičních fondů musí vzít potenciální investor v první řadě v úvahu tu skutečnost, že přestože je investiční fond akciovou společností a emituje akcie, které jsou povinně obchodovatelné na veřejném kapitálovém trhu, nejedná se ve srovnání s akciemi klasických podniků o akcie stejných vlastností.

Investiční fondy jsou sice z právního hlediska samostatnými právními subjekty, ale vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o instituce kolektivního investování, vztahují se na ně ve srovnání s klasickými akciovými společnostmi přísnější pravidla, jimiž každý vyspělý stát chrání své občany vkládající své uspořené peníze na finanční, resp. v tomto případě na kapitálový trh. Proto spadají buď pod dozor ministerstva financí, nebo komise pro cenné papíry.

Základní specifickou vlastností investičních fondů je to, že vzhledem k tomu, že jsou samostatnými právními subjekty, se mohou spravovat buď samy, nebo mohou být spravovány investičními společnostmi. Výše uvedené skutečnosti jsou důležité zejména z toho důvodu, že spravované investiční fondy platí za svoji případnou správu ve statutu fondu stanovené poplatky, které sice fondy spravující se samy neplatí, ale naproti tomu zase musí platit svůj management a všechny ostatní náklady s fungováním fondu spojené.

Důležitým faktorem je velikost diskontu nebo prémie. Jedná se o velmi významný ukazatel, který s předchozím faktorem poměrně úzce souvisí. Vypočítá se takto:

Diskont vs. premie

$$1 - \left(\frac{\text{kurz akcie}}{\text{majetek na akcii}} \right) \times 100 \quad (\%)$$

Pokud je kurz akcie nižší než tržní hodnota majetku investičního fondu připadajícího na jednu akcii, potom se jedná o tzv. diskont. Pokud je naopak kurz akcie vyšší než tržní hodnota majetku investičního fondu připadajícího na jednu akcii, nazývá se tento rozdíl, který by na základě provedeného výpočtu podle výše uvedeného vzorce vyšel jako záporné číslo, premií. Je-li výše diskontu vyšší než cca 10 - 15 procent, má se obecně za to, že buď správce fondu nebo jeho vedení nemá dostatečnou důvěru investorů. Je-li však naopak místo diskontu dosaženo prémie, může to vypovídat buď o neobvyklé situaci, v níž se investiční fond právě nachází, nebo o vysoké důvěře v kvality jeho správce nebo managementu.

V konkrétní investiční praxi však existují u jednotlivých investičních fondů zpravidla diskonty, jejichž výše může být též jedním z faktorů přitahujících zájem některých investorů, zejména pak těch, kteří mají menší averzi k riziku. Ti spoléhají na to, že v budoucnosti nastane situace, kdy z rozdílu hodnot mezi jměním připadajícím na jednu akcii a jejím současným kurzem dokážou profitovat.

9.4 Investice do podílových listů podílových fondů

V případě investic do podílových listů podílových fondů je třeba brát v úvahu, že podílové fondy nejsou právními subjekty a proto nevydávají akcie, ale podílové listy. Tato skutečnost znamená, že musí být vždy spravovány investiční společnostmi přičemž vložené prostředky investora zůstávají jeho majetkem a investiční společnost mu je pouze spravuje v rámci příslušného podílového fondu.

Dělení podílových
fondů

Na kapitálových trzích existují dva druhy podílových fondů, kterými jsou:

- podílové fondy uzavřené,
- podílové fondy otevřené.

Tyto fondy se navzájem podstatně liší, a proto je na investorovi, aby se ještě před provedením investice rozhodl, do kterého z těchto dvou druhů podílových fondů umístí své volné peněžní prostředky.

9.4.1 Uzavřený podílový fond

Tento typ podílových fondů je charakteristický tím, že počet, doba vydávání podílových listů i délka jejich existence bývají zpravidla zákony jednotlivých zemí omezeny, což musí být zakotveno i v jejich statutech. Pokud se investor rozhodne do těchto fondů investovat a zakoupí jejich podílové listy, musí si předem uvědomit, že nemá právo na jejich odkup, ale že s nimi může pouze obchodovat na kapitálovém trhu. Z výše uvedených důvodů bývá u tohoto fondu často nezanedbatelná výše diskontu. Ta bývá často vyšší než u investičních fondů, přičemž k jeho hodnotě se investor zpravidla před ukončením existence fondu nedostane. Proto je při investicích do tohoto druhu fondů nutno přísně respektovat všechny faktory související s diskontem, jako v případě fondů investičních, přičemž je nutno brát navíc v úvahu i to, že podílový fond není právním subjektem, a proto zde neexistuje ani valná hromada, kde by mohl investor své zájmy prezentovat. Je tedy velmi závislý na serióznosti a odborných kvalitách investiční společnosti, která fond spravuje.



Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem nelze investování do uzavřených podílových fondů považovat za bezpečný druh investic, a z toho důvodu jsou tyto fondy ve většině zemí buď velmi přísně regulovány, nebo nejsou vůbec povoleny (např. Německo, Švýcarsko apod.).

9.4.2 Otevřený podílový fond

Základní odlišností otevřených podílových fondů vzhledem k fondům uzavřeným je to, že jejich velikost, resp. počty jimi emitovaných podílových listů nebývají zpravidla zákony jednotlivých zemí nijak omezovány a závisí pouze na zájmu investorů a množství peněz, které do příslušného podílového fondu vloží. Současně nebývá nijak omezována ani doba upisování podílových listů, ani doba existence fondu. Dalším rozdílem je pak to, že u těchto fondů má investor právo kdykoli požádat investiční společnost, která fond spravuje, o odkoupení svého podílového listu za cenu odpovídající aktuální hodnotě majetku na tento list připadajícího. Z toho zároveň vyplývá, že podílové listy otevřených podílových fondů nebývají obchodovány na organizovaných kapitálových trzích, a tudíž u nich neexistuje ani žádný diskont.



Vzhledem k výše uvedeným vlastnostem, resp. zejména vzhledem k možnosti kdykoliv odprodat podílové listy investiční společnosti, která fond spravuje, za cenu jejich skutečné hodnoty, je možno tento způsob kolektivního investování ve srovnání s oběma předchozími způsoby považovat za nejvýhodnější. Je proto také nejvíce rozšířen, a to zejména v zemích kontinentální Evropy (např. v Německu, Švýcarsku, Rakousku a v současné době již zcela jednoznačně i v České republice).

9.5 Typy otevřených podílových fondů

V této subkapitole si představíme základní typy otevřených podílových fondů (u jejich rozboru budeme orientováni na podmínky ČR), kterými jsou:

- fondy peněžního trhu,
- fondy dluhopisové,
- fondy smíšené,
- fondy akciové,
- fondy fondů,
- fondy zajištěné.

9.5.1 Fondy peněžního trhu a fondy dluhopisové

Tyto dva typy mají shodné to, že oba investují svěřené finanční prostředky jak na peněžním, tak i dluhopisovém trhu. I když oba typy fondů obchodují s dluhopisy, nejedná se o stejné druhy dluhopisů. Podstatnou charakteristikou, ve které jsou jednotlivé druhy dluhopisů investované do jednoho či druhého typu fondu odlišné, je délka, respektive modifikovaná délka. (Délka byla vysvětlena v kapitole 3.3.2).

Modifikovanou délkou můžeme definovat jako určitou změnu ceny dluhopisu při dané změně ve výnosu, tj. jde o míru citlivosti změny ceny dluhopisu při změně výnosu (výnos je u dluhopisu vyjádřen úrokovou sazbou).

Modifikovaná délka

Mezi cenou dluhopisu a úrokovou mírou existuje nepřímá úměrnost, tj. pokud roste úroková míra, dochází k poklesu ceny dluhopisu a naopak. Cena může však klesnout víc nebo i míň, vše záleží na délce života dluhopisu, resp. doby splatnosti. Tedy čím je kratší doba splatnosti dluhopisu, tím cena klesá méně, než by tomu bylo v případě delší doby splatnosti.

A ten výše nastíněný rozdíl je právě v tom, že fondy peněžního trhu zpravidla investují pouze do nákupu dluhopisů, které mají zmíněnou citlivost změny ceny na změnu úrokové míry nízkou, a naopak se tomu děje u fondů dluhopisových.

Fondy peněžního trhu

Tento typ otevřeného podílového fondu je používán spíše pro krátkodobé investování (do jednoho roku). Díky tomu, že fondy tohoto typu ukládají peníze do termínovaných vkladů u bank, nakupují dluhopisy s krátkou dobou splatnosti (definováno výše v textu) či státní pokladniční poukázky, vykazují stabilní výnos, který je sice nízký, ale i přesto je zpravidla vyšší než výnosy u termínovaných vkladů u bank. Kurzy (resp. vlastní jmění na podílový list) tohoto typu fondu nemívají sklony k velkým změnám ve vývoji.

Fondy dluhopisové

V tomto případě jde již o investici na minimálně dva roky. Tyto fondy investují své finanční prostředky zejména do státních a firemních (hlavně u důvěryhodných emitentů) dluhopisů. Výkonnost dluhopisových fondů bývá zpravidla o něco vyšší než u fondů peněžního trhu.

Velmi významným aspektem, který má vliv na vývoj kurzu, je, že jsou nakupovány i dluhopisy emitované v jiné měně, a to má za následek zvýšené riziko a samozřejmě i jeho možné kolísání. Je tedy potřebné si uvědomit, že na rozdíl od předchozího typu fondů je vývoj kurzu tohoto fondu méně stálý a v krátkém období může dojít k jeho zakolísání.

9.5.2 Fondy smíšené

Fondy tohoto typu investují získané prostředky do nákupu akcií, obligací, podílových listů či jsou ukládány na termínované vklady. (V období expanze by právě část akciová měla razantně vylepšovat výkonnost fondu a naopak v době recese by to měla být část dluhopisová, která bude tlumit negativní dopad poklesu kurzů na výkonnost fondu.) Nakoupené cenné papíry mohou být denominovány i v zahraničních měnách (tj. jsou emitovány, resp. vydávány v jiné měně než v českých korunách).

Na rozdíl od fondů peněžního trhu a dluhopisových dochází u smíšeného fondu k většímu nárůstu rizika, ale také výnosnosti (resp. výkonnosti). Jedná se o investici přibližně na tři roky.

9.5.3 Fondy akciové

Je zřejmé, že nejdelší investici v rámci podílových fondů představují právě fondy akciové, jelikož v krátkém období jejich kurzy zpravidla velmi kolísají, ale z dlouhodobého hlediska mohou podílníkovi přinést vyšší zhodnocení jeho investovaných prostředků, než je tomu u ostatních typů fondů.

Akciové fondy ukládají přijaté finanční prostředky do akcií českých nebo zahraničních firem. Riziko je závislé na typu firem (jejichž akcie jsou nakupovány) a samozřejmě i na zemích, ve kterých jsou tyto firmy aktivní. Nicméně riziko i výkonnost akciových fondů je na nejvyšší úrovni ze všech typů fondů.

9.5.4 Fondy fondů

Délka investice do tohoto typu fondu by se měla pohybovat od tří let. Fondy fondů se od svých "kolegů" liší v tom, že při jejich správě není nutné mít k dispozici množství analytiků, kteří sledují prostředí, do kterého jsou investovány prostředky svěřené podílníky fondu. Fondy tohoto typu by měly svým podílníkům přinášet vyšší než průměrné zhodnocení jejich podílů. Samozřejmě že s tím souvisí i vyšší rizikovost této investice.

V podstatě však můžeme říct, že investice do fondu fondů dává dvakrát vyšší diverzifikaci portfolia než jednoduchá investice do předchozích typů fondů. Proč? Právě z toho důvodu, že podílový fond diverzifikuje poprvé své portfolio a fond fondů nakupuje podílové listy různých podílových fondů, takže v podstatě dochází podruhé k diverzifikaci.

9.5.5 Fondy zajištěné

Tento typ fondů se velmi odlišuje od ostatních typů, které byly popsány v předešlých subkapitolách. U zajištěných fondů bývá vyžadováno poskytnutí finančních prostředků (investování do nákupu podílových listů) na určitou stanovenou dobu. Doba investice bývá stanovena od tří (spíše čtyř) let. Po tuto dobu je sice možné požádat o zpětný odkup, ale za zvýšených nákladů.

Fondy zajištěné poskytují investorovi jistotu, že za předem stanovenou dobu bude vrácena minimálně ta částka, kterou investoval, a to i když bude docházet k poklesu finančních trhů. Tedy jediné, co je možné během této doby ztratit, je reálná hodnota své investice, tj. znehodnocení investované částky výší inflace.

Tranše

Zajištěné fondy bývají složeny z více tranší a každá tranše má po určitou dobu stanovené upisovací období, během kterého je možné nakoupit podílové listy (tyto se vyznačují vysokou pořizovací (nominální) hodnotou). Samozřejmě že jednotlivé tranše se od sebe liší i datem splatnosti podílových listů.



Jak vůbec fungují zajištěné fondy? Přijaté finanční prostředky jsou investovány do produktů peněžního trhu (termínované vklady) nebo dluhopisů a zároveň za zbylou část nakoupí finanční deriváty (např. opce). První investovaná část (termínované vklady či dluhopisy) zajistí fondu v době splatnosti tranše právě 100% hodnotu přijatou od podílníků v době upisování tranše. Samozřejmě, že když dochází k investování této první části, nejsou všechny finanční prostředky investovány (termínovaný vklad má úročení, nákup diskontovaného dluhopisu). Fondu zůstane určité procento finančních prostředků, které získal od podílníků, a právě za tyto prostředky nakoupí např. opci na akciový index, který mu při vyplnění předpokladů (tedy růstu akciového trhu) přinese dodatečný výnos.

Shrnutí kapitoly



Kolektivní investování je založeno na principu shromažďování peněžních prostředků od předem neurčeného a neomezeného počtu osob za účelem jejich investování do různých druhů aktiv, resp. cenných papírů. Kolektivní investování má jak své výhody (likvidita, diverzifikace rizika, vyšší výnosy atd.), tak i nevýhody (poplatky za správu svěřeného kapitálu). Investiční fondy jsou samostatnými právními subjekty (akciovými společnostmi). Diskont znamená, že kurz akcie investičního fondu je nižší než tržní hodnota majetku fondu na jednu akcii. Opakem diskontu je prémie. Podílový fond nemá právní subjektivitu a je nabízen investičními společnostmi. Uzavřený podílový fond má přesný počet vydaných podílových listů. Otevřený podílový fond nemá přesně stanovený počet vydaných podílových listů a může je zpětně od podílníků odkupovat. Mezi základní typy otevřených podílových fondů řadíme fondy peněžního trhu, fondy dluhopisové, fondy smíšené, akciové fondy, fondy fondů a fondy zajištěné.

Otázky k zamyšlení



1. Jaký je rozdíl mezi investičním a otevřeným podílovým fondem?
2. Definujte pojem "diskont" u investičních fondů.
3. Pokuste se seřadit jednotlivé typy otevřených podílových fondů podle míry rizika a přiřaďte k nim výnosnost.

POT



Vyberte si tři indexy z indexů zmiňovaných v 5. kapitole (dva české a jeden zahraniční), pokuste se je prostřednictvím internetu vyhledat, zjistit jejich vývoj a určit jeho determinanty. Dále se zamyslete nad využitím indexů v jednotlivých analýzách (fundamentální, technické, psychologické a efektivních trhů).

Délka: max. 6 stran A4 bez příloh.

POT odevzdejte tutorovi (nejlépe pomocí e-mailu) během 13. týdne v daném semestru. V případě jakýchkoliv komplikací při zpracovávání POTu kontaktujte opět tutora prostřednictvím e-mailu.

Shrnutí

Cílem této studijní opory bylo získání podrobnějších znalostí z problematiky finančních trhů, zejména pak seznámení se základními vazbami finančního systému, dělením, efektivností a riziky finančních trhů a různými druhy cenných papírů a indexů kapitálových trhů. Na základě těchto znalostí byste se měli orientovat ve finančních zprávách o různých cenných papírech či indexech. Také byste měli vědět, jak je nastaven český kapitálový trh, a to pro účely buď pasivního, nebo aktivního investování.

Dalším cílem bylo získání informací o analyzování trhů, resp. cenných papírů, a osvojení si problematiky kolektivního investování, která je v současné době velmi se rozvíjejícím segmentem finančního trhu rozvíjejících se ekonomik, kam patří také Česká republika. Na základě těchto dalších zkušeností byste měli umět analyzovat informace z finančních trhů a poradit si při investování či určitém makropohledu na kapitálové trhy.

Glosář

A

Akcie - Je to cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se na řízení společnosti, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.

Akciové trhy - Akciové trhy jsou trhy s akciemi, tj. nástroji s teoreticky nekonečnou splatností. Akcie existují tak dlouho, dokud nedojde k zániku akciové společnosti likvidací, rozdělením nebo sloučením s jinou společností.

Akciové riziko - Akciové riziko - risk on shares: riziko změny (ne nutně jen poklesu) cen akcií.

Alikvotní úrokový výnos - Ve skutečnosti se dluhopisy obvykle nakupují přesně jedno období před první kupónovou platbou. Odtud plynou dva problémy. Je ovlivněna doba diskontování u každého cashflow a pro vlastníka dluhopisu denně představuje „nabíhání,“ úroků. Kupující dluhopisu platí dohodnutou cenu dluhopisu plus naběhlý úrok neboli alikvotní úrokový výnos.

Alokační efektivnost - Finanční trhy by měly fungovat takovým způsobem, aby úspory směřovaly do nejvíce produktivních podniků, tj. aby byly efektivně alokovány. Takové možnosti jsou atraktivní pro jednotlivé investory, neboť vedou k maximálnímu zisku při minimálním riziku. Jestliže manažeři finanční instituce umísťují prostředky věřitelů do podniků s nízkým výnosem nebo s vysokým rizikem, potom investoři přemístí své prostředky nebo zvýší cenu svých prostředků (tj. zvýší úrokové míry) nebo stanoví omezení na investování finanční instituce do určitých podniků.

Americké depozitní certifikáty - Americké depozitní certifikáty (ADR) náleží do skupiny GDR. Obchoduje se s nimi pouze na burzách v USA. Nejdříve vznikly ADR a teprve později, kdy se s certifikáty začalo obchodovat mimo USA, se začal používat název GDR. Jejich popularita mezi americkými investory vychází ze skutečnosti, že s ADR se obchoduje stejně jako s americkými akciemi. Podle amerických předpisů probíhá rovněž vypořádání obchodů.

Anuita - Anuita představuje několik stejných cashflow po určité období.

Arbitráž - Rovnováhy na trhu se dosahuje v případě, že identické cenné papíry, tj. cenné papíry se stejným profilem riziko/výnos se prodávají za stejnou cenu (zákon jedné ceny). Jestliže se dva takové cenné papíry prodávají za dvě rozdílné ceny (např. 1100 Kč a 1120 Kč), potom lze očekávat poptávku po levnějším cenném papíru. Zvýšená poptávka povede ke zvýšení jeho ceny, až se dosáhne rovnováhy. Proces, který zajišťuje rovnováhu, se nazývá arbitráž. Pokud existují arbitrážní možnosti, potom jsou ceny mimo rovnováhu. Arbitrážní zisky přestávají existovat, když transakční náklady na nákup levnějšího cenného papíru a na prodej dražšího cenného papíru převyšují rozdíl mezi cenami dvou cenných papírů (tj. např. 1120 Kč - 1100 Kč). Transakční náklady způsobují, že zákon jedné ceny přesně neplatí. Čím jsou transakční náklady menší, tím efektivnější je tržní mechanismus.

B

Bezkupónový dluhopis - Emise bezkupónového dluhopisu zavazuje emitenta splatit k určitému datu v budoucnosti nominální (jmenovitou) hodnotu. Na primárním a sekundárním trhu se prodává za cenu nižší, než je nominální hodnota. Rozdíl mezi nominální hodnotou a cenou prodeje je tzv. diskont. Bezkupónový dluhopis nemá kupónové splátky mezi emisí a splatností nominální hodnoty.

C

Cenné papíry - Cenným papírem se rozumí obchodovatelný (tj. převoditelný) finanční nástroj v tom smyslu, že nástroj lze nakoupit a prodat. Právě vlastnost obchodovatelnosti je důležitá, aby se daný nástroj považoval za cenný papír. Se všemi finančními aktivy nelze totiž obchodovat.

Cestovní šeky - Cestovní šek je cenným papírem, který opravňuje osobu v něm uvedenou k přijetí částky v něm určené při jeho předložení k výplatě, a to podle podmínek stanovených výstavcem šeku.

D

Deriváty - Deriváty je společný název pro pevné termínové kontrakty a opční termínové kontrakty. Tržní hodnota takového pevného nebo opčního derivátového kontraktu je odvozena od tržní hodnoty podkladového (podléhajícího) aktiva (nástroje). Aktivem může být např. fyzická komodita, cenný papír včetně státního dluhopisu a akciového indexu nebo měna.

Diverzifikace - Určitá rizika je možné snížit diverzifikací. Investoři se mohou rozhodnout umístit své prostředky místo do jednoho podniku do velkého množství podniků. Mohou také v případě malého objemu prostředků investovat do investičního fondu nebo do podílového fondu, který sám má značně diverzifikované portfolio. Banka je další takovou institucí, která zajišťuje diverzifikaci. Finanční systém umožňuje diverzifikaci portfolia mnoha způsoby. Nelze však diverzifikovat všechny druhy rizik. Zisky podniků závisí na schopnosti managementu a celkovém ekonomickém a právním stavu hospodářství. Obecná úroveň ekonomické aktivity se mění podle hospodářského cyklu. Zisky firem jsou v určitém rozsahu na sobě závislé a diverzifikací nelze toto riziko snížit. Rozšířením investování na zahraniční finanční trhy lze toto riziko do určité míry omezit. I zde jsou však patrné závislosti mezi hospodářskými cykly jednotlivých zemí. Země s omezenými počty výrobních sektorů mohou být silně ovlivněny zhroutením trhu s určitou komoditou. V extrémním případě by zhroutení důležitého finančního článku mohlo způsobit zhroutení finančního systému země (tzv. systémové riziko), což by mohlo mít vážné dopady na ekonomickou aktivitu a mezinárodní obchod.

Dividendový výnos - Tuto veličinu získáme dělením hrubých dividend (čisté dividendy plus daň) tržní kapitalizací podniku (tržní kapitalizace se rovná součinu počtu akcií a jejich momentální tržní ceny). Tento výnos je možno použít pro porovnání s jinými úrokovými mírami. Použitelnost dividendového výnosu je omezena, neboť nebere v úvahu budoucí změny dividend.

Dluhopis - Dluhopis je cenný papír, se kterým je spojeno právo majitele požadovat splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě a vyplácení výnosů z něj k určitému datu.

Dluhopis s diskontem - Prodává se za cenu nižší, než je nominální hodnota.

Dluhopis s prémie - Prodává se za cenu vyšší, než je nominální hodnota.

Dluhové trhy - Dluhové trhy představují trhy s úvěry a půjčkami a trhy s dluhovými cennými papíry. Tyto nástroje mají omezenou splatnost (s výjimkou dluhopisů s nekonečnou splatností, tzv. perpetuit).

Dokonalé trhy - Teorie finančních trhů vychází z předpokladu dokonalých finančních trhů (perfect financial markets). V tomto abstraktním světě platí tyto předpoklady: neexistují daně, neexistuje úvěrové riziko, neexistují svolatelné (callable) cenné papíry, neexistují transakční náklady, je možný neomezený krátký prodej (short selling). Ve skutečnosti trhy nejsou dokonalé. Přesto je představa dokonalých trhů dobrým východiskem pro studium finančních trhů.

Durace - Durace je vážený průměr současných hodnot cashflow (kuponů a jistiny), kde váhovým faktorem je doba mezi současností a datem jednotlivých cashflow.

E

Earnings per share - Výnos na jednu akcii - vypočítá se jako podíl výnosů a počtu akcií. Má spíše význam pro držitele akcií jako odhad možných dividend.

Efektivní portfolio - Efektivní portfolio je každé takové portfolio, které má menší riziko než všechna ostatní portfolia se srovnatelným (stejným) očekávaným výnosem.

Emise cenných papírů - Při vydávání je na straně nabídky emitent. Prvonabyvatel vydávaného cenného papíru se nachází na straně poptávky. Pro emitenta cenného papíru obecně platí, že není schopen předem jasně stanovit zájem o danou emisi. Činí pouze odhad. Emisí se rozumí soubor vzájemně zastupitelných cenných papírů vydaných určitým emitentem na základě jeho rozhodnutí. V tomto rozhodnutí emitent stanoví zejména druh cenného papíru (např. akcie, dluhopis, podílový list), nominální hodnotu a počet kusů.

Ekvivalent neurčitosti - Averzi vůči riziku je možné analyzovat kromě užitek funkce také pomocí ekvivalentů určitosti, které se používají u hazardních her. Ekvivalent neurčitosti hazardní hry se definuje jako peněžní částka, která činí investory indiferentní mezi jistotou a hazardní hrou.

Eurodolar - Eurodolary jsou na účtech bank (tj. dolarové pohledávky a depozita), které jsou vzhledem k USA nerezidentskými bankami. Důsledkem je, že eurodolar nepodléhá dohledu a regulaci centrálních bank země, kde se s eurodolary obchoduje. Eurodolar také není přímo závislý na amerických úrokových mírách, i když je do určité míry spojen s americkým bankovním systémem a v bankách je řízen stejným způsobem jako všechny ostatní měny. Aby transakce mohla být označena za euroměnovou, není rozhodující rezidentství původního věřitele ani rezidentství konečného dlužníka, ale umístění prostředníka. Tak například americký občan půjčuje prostředky americké bance v Londýně, která tyto prostředky půjčuje společnosti v USA: Tato transakce je eurodolarovou operací. Naopak jestliže prostředky prochází americkou bankou v New Yorku, znamená to domácí dolarovou operaci. Vliv eurodolarových transakcí na bankovní systém je uveden dále.

Eurotrh - Na eurotrhu se obchoduje s cennými papíry a dluhy, které jsou denominovány v euroměnách. Euroměnové trhy, z nichž eurodolarový trh je největší, vznikly na konci druhé světové války poté, kdy se měny staly konvertibilní a kdy se začalo poprvé skutečně v mezinárodním měřítku obchodovat s cennými papíry. Předpona euro se objevila téměř náhodně a je poněkud matoucí, neboť nemá nic společného s Evropou. Trh s euroměnovými papíry probíhá ve všech hlavních finančních centrech, z nichž na Londýn připadá největší podíl.

F

Finanční trhy - Finanční trhy umožňují těm, kteří mají finanční deficit (podniky, vlády, místní úřady nebo mezinárodní organizace), aby měli přístup k hotovosti za účelem financování svých aktivit. Člení se na dluhové trhy, akciové trhy, komoditní trhy (z komoditních trhů se do finančních trhů zařazuje pouze trh s cennými kovy) a měnové (obvykle včetně trhu se zlatem).

Finanční zprostředkování - Finanční zprostředkovatelé (zejména banky) vznikli proto, aby usnadnili tok úspor. První funkcí takového finančního zprostředkování je spárování půjčovatelů a vypůjčovatelů. Podniky mohou hledat prostředky přímo od veřejnosti prostřednictvím inzerování nebo kontaktují osoby a jiné podniky, které podle nich mají přebytek prostředků. Obě metody jsou však drahé. Investoři nemají dostatek znalostí o trhu a cena za individuální získání této informace je vysoká. Navíc firmy nepotřebují získávat prostředky každý den, ale pouze při zahájení nového projektu nebo při dodání prostředků k existujícím projektům.

Forwardy - Představují závazek kupujícího koupit určité množství podléhajícího aktiva k určitému dni za stanovenou cenu (realizační cena, exercise price) a závazek prodávajícího prodat dané množství aktiva za stejných podmínek. Podmínky kontraktu jsou podrobně popsány ve smlouvě. S forwardy se obchodu je pouze na trzích OTC (over-the-counter), nikoli na burzách. Množství, cena a datum dodávky jsou tak stanoveny při dohodě a kontrakt se dohaduje přímo mezi prodávajícím a kupujícím.

Forwardová výnosová křivka - Vychází z teorie, že výnos za určité časové období je u různých kombinací dluhopisů se stejnou celkovou dobou splatnosti stejný. Očekávaný výnos tak bude shodný neohledě na dluhopisy, do kterých investor investuje. Forwardová výnosová křivka tak představuje očekávanou spotovou výnosovou křivku v budoucnosti.

Fundamentální analýza - Fundamentální analýza sleduje, do jaké míry cena akcie odpovídá její skutečné (vnitřní) hodnotě. Snaží se odpovědět na otázku, které akcie jsou nadhodnocené a které jsou podhodnocené, tj. které akcie koupit nebo prodat. Využívá exaktní početní metody posuzování

finančních ukazatelů podniků. Studuje výkonnost společnosti v minulosti na základě aktivity společnosti jako celku.

Futures - Kontrakt futures je jiným důležitým derivátovým kontraktem, který má řadu vlastností shodných s forwardovým kontraktem. Futures představuje stejně jako u forwardů závazek kupujícího koupit určité podléhající aktivum k určitému dni v budoucnosti za stanovenou cenu (realizační cena, exercise price) a závazek prodávajícího prodat dané aktivum za týchž podmínek. Na rozdíl od forwardů se však s futures obchoduje pouze na burzách (opční a termínové burzy), nikoli na trzích OTC. Podmínky kontraktu včetně standardizace aktiva podrobně stanoví burza, na které se s daným kontraktem obchoduje.

G

Globální depozitní certifikáty - Globální depozitní certifikáty jsou nástrojem používaným na kapitálových trzích. Jejich podstata je jednoduchá. Část kmenových akcií domácího emitenta nakoupí prostřednictvím manažera zahraniční banka (tzv. depotní banka), na kterou přecházejí vlastnická práva spojená s vlastnictvím původních akcií. Může se jednat o novou emisi nebo o akcie ze sekundárního trhu. Zahraniční banka na tyto akcie vydá odpovídající počet GDR, přičemž je dopředu určeno, kolik certifikátů bude vydáno na jednu akcii.

H

Hedging - Přímé zajišťování proti riziku, založené na spárování rozdílných toků - cílem je dosáhnout stavu, kdy se toky na aktivní straně kryjí s toky na pasivní straně.

Hold - Strategie při obchodování s cennými papíry - značí strategii držet cenný papír.

I

Informační efektivnost - Informační efektivnost závisí na tom, jak tržní ceny odrážejí všechny dostupné relevantní informace. Jestliže je finanční nástroj cenově podhodnocen vzhledem k dané momentální veřejné informaci, investoři se snaží cenný papír nakoupit v očekávání, že cena se zvýší na rovnovážnou cenu. Hnací silou informační efektivnosti je konkurence investorů, kteří se snaží maximalizovat své zisky.

Investiční kupón - Investiční kupón je cenný papír na jméno, který opravňuje ke koupi akcií určených k prodeji za investiční kupóny.

ISIN - Emise veřejně obchodovatelných cenných papírů se označují kódem ISIN (International Securities Identification Number). Tento mezinárodní systém je upraven normou ISO-6166. ISIN je dvanáctimístný alfanumerický kód, kde první dvě pozice představují zkratku země emitenta (CZ - Česká republika). Tato zkratka je v ISO 3166. Dalších devět čísel představuje základní číslo a poslední pozice představuje kontrolní číslo. V ČR je využíváno pouze šest posledních míst základního čísla, tj. první tři číslice základního čísla jsou nuly. Emise jsou podle základního čísla zařazeny do okruhů podle předmětné činnosti společnosti.

K

Kapitalizace - Při kapitalizaci aneb zvýšení základního jmění z vlastních zdrojů se vytváří více akcií, aniž společnosti plynou prostředky. Při tomto postupu se vytváří akcie transformací zadržného zisku z minulých let. V podstatě se jedná pouze o účetní záležitost. V rozvaze se sníží položka zadržného zisku o nominální hodnotu emitovaných akcií a naopak se zvýší základní jmění společnosti. Následně společnost rozdělí tyto dodatečné akcie svým akcionářům úměrně k počtu jimi držných akcií.

Kapitálová přiměřenost (capital adequacy) - Charakterizuje riziko neadekvátnosti kapitálu banky vzhledem k podstupovaným rizikům. Současné předpisy ČNB a BIS definují kapitálovou přiměřenost jako poměr kapitálu a rizikově vážených aktiv.

Kapitálové trhy - Kapitálové trhy představují trhy s akciovými cennými papíry (akciemi) a trhy s úvěry a půjčkami s původní splatností vyšší než jeden rok. Finanční nástroje peněžního trhu jsou obvykle likvidnější než finanční nástroje kapitálového trhu.

KOBOS - KOBOS (Kontinuální Burzovní Obchodní Systém) je založen na principu průběžného uzavírání obchodů v závislosti na okamžité nabídce a poptávce po cenných papírech. Obchody v KOBOS jsou uzavírány na základě porovnání a spárování objednávek, které jsou obchodníkem přímo vkládány do KOBOS v reálném čase (v reálném čase probíhají obecně burzovní obchody s časovou prioritou). Obchodování v KOBOS navazuje v harmonogramu burzovního dne na obchodování při pevné ceně. Důvodem je skutečnost, že otevírací kurz v KOBOS je roven kurzu z obchodování při pevné ceně (fixing). Při uzavírání těchto burzovních obchodů je uplatňován princip cenové a následně časové priority, kdy při párování (uspokojení objednávek) rozhoduje jejich cena a v rámci ní čas vložení objednávky.

Komoditní trhy - Komoditní trhy se zařazují do finančních trhů pouze v případě trhu s cennými kovy (zlato, stříbro a paladium). Zlato se někdy považuje za měnu. Potom spadá do kategorie měnových trhů.

Krátký prodej - Krátký prodej znamená, že investor prodává cenný papír, který nevládní. Záměrem je prodat cenný papír za momentální cenu v očekávání zpětného nákupu cenného papíru v budoucnosti za nižší cenu. Aby mohl investor krátký prodej uskutečnit, půjčí si cenný papír od jiného investora, který daný cenný papír vlastní. Krátký prodávající musí během období výpůjčky cenného papíru platit půjčovateli všechny výnosy, které jsou s cenným papírem spojeny (dividendy, kupóny apod.). V době skončení krátkého prodeje nakoupí krátký prodávající cenné papíry na trhu a vrátí je půjčitel. Krátký

prodávající bude mít zisk (ztrátu), jestliže cenné papíry nakoupí za nižší (vyšší) cenu. Krátký prodej není časově omezen. Časové omezení na krátké pozice mohou představovat zástavy (collateral), které půjčovatel přijme od krátkého prodávajícího.

Kupónový dluhopis - Kuponové dluhopisy jsou dluhovými nástroji s obvykle podstatně delší dobou splatnosti než bezkuponové dluhopisy. Vlastnictví těchto dluhopisů opravňuje k pravidelným příjmům mezi emisí a dobou splatnosti nominální hodnoty. Pravidelné platby se nazývají kupony. Při splatnosti se stejně jako u diskontovaných dluhopisů vyplácí nominální hodnota dluhopisu.

Kupóny - Pro uplatnění práva na výnos z akcie, zatímního listu, dluhopisu nebo podílového listu lze vydávat kupóny jako cenné papíry na doručitele. Většinou se vyplácejí ročně či pololetně.

Kurzové riziko - Riziko újmy na zisku vlivem změny kurzů cizích měn vůči měně, ve které jsou vykazovány účty.

L

LIBID - Zprávy o mezibankovní aktivitě a o euroměnové aktivitě se obvykle vztahují k LIBOR a LIBID. LIBID - London Interbank Bid Rate.

LIBOR - LIBOR - London Interbank Offer Rate. LIBOR je aritmetickým průměrem úrokových mír z depozit nad 10 mil. GBP na určitou dobu, které nabízí v 11 hod. dopoledne londýnské referenční banky (běžně National Westminster, Bank of Tokyo, Deutsche Bank, Banque Nationale de Paris a Morgan Guaranty Trust) londýnským clearingovým bankám. Velké banky platí za zdroje o něco méně, než činí LIBOR, a tyto zdroje půjčují se ziskem menším bankám. Malé banky půjčují prostředky podnikům, které platí určitou přírážku nad LIBOR. Široce akceptovaný LIBOR je výhodný, protože snad všechny úrokové míry krátkodobých a střednědobých úvěrů a půjček na euroměnovém trhu se stanovují na základě LIBOR. Úrokové míry pro splatnosti od jednoho dne (overnight) až po jeden rok pro všechny hlavní euroměny denně publikuje Financial Times.

M

Maloobchodní bankovníctví - Maloobchodním bankovníctvím se rozumí poskytování služeb široké veřejnosti, tj. poskytování úvěrů na splátky, hypotečních úvěrů, depozitní služby apod. V porovnání s velkoobchodním bankovníctvím se jedná o velké spektrum činností na mnoha pobočkách. Některé služby maloobchodního bankovníctví (např. úvěrové karty) jsou vysoce ziskovými službami.

Maturita - Doba splatnosti cenných papírů.

Měnové (devizové) trhy - Jedná se o trhy dluhové, akciové nebo komoditní s tím, že nástroje jsou v cizích měnách, a jednak o trh peněžních prostředků v různých měnách (tj. nákup peněžních prostředků jedné měny za prodej peněžních prostředků jiné měny).

N

Náložné listy - Podle smlouvy o přepravě věci může být dopravce povinen vydat odesílateli při převzetí zásilky k přepravě náložný list. Náložný list je listina, s níž je spojeno právo požadovat po dopravci vydání zásilky v souladu s obsahem této listiny.

O

Opce - Opce na rozdíl od forwardů, futures a swapů dává vlastníkově opce nikoli povinnost, ale právo k nákupu nebo prodeji určitého aktiva k určitému dni nebo po určitou dobu v budoucnosti za stanovenou cenu (realizační cena, exercise price, strike price) a závazek prodávajícího opce prodat nebo koupit dané aktivum za týchž podmínek. Podmínky kontraktu jsou podrobně popsány ve smlouvě. S opcemi se obchoduje na trzích OTC i na burzách. Podle druhu podléhajícího aktiva je možné opce rozdělit na opce na spotové aktivum (vlastník opce má přímo právo na nákup nebo prodej daného aktiva) nebo opce na futures (vlastník opce má právo na nákup nebo prodej daného aktiva prostřednictvím futures).

Operační efektivnost - Podmínkou alokační efektivnosti primárních trhů je operační efektivnost sekundárních trhů. Trh je operačně efektivní, pokud existuje pouze malý rozdíl mezi výnosem z prodeje cenných papírů a náklady na nákup cenných papírů, tj. pokud jsou transakční náklady nízké. Tento rozdíl nazývaný v případě market makerů rozpětí (spread) je ziskem finančních prostředkovatelů. Market-maker v každém okamžiku kótuje cenu, za kterou je ochoten nakoupit finanční nástroj (bid price), a cenu, za kterou je ochoten prodat tentýž finanční nástroj (asked price). Rozpětí představuje rozdíl mezi těmito dvěma cenami.

Optimální portfolio - Optimální portfolio je takové portfolio, které vykazuje nejvyšší poměr dodatečného výnosu (= očekávaný výnos - úrok) k riziku. Toto portfolio můžeme kombinovat v libovolném poměru s bezrizikovou investicí a vždy budeme dosahovat stále stejného poměru dodatečného výnosu k riziku.

P

Peněžní trhy - Peněžní trhy jsou součástí dluhových trhů s tím, že se jedná o trhy s úvěry a půjčkami s původní splatností do jednoho roku, a trhy s dluhovými cennými papíry (dluhopisy a směnky).

Podílové listy - Podílový list je cenný papír, se kterým je spojeno právo podílníka na odpovídající podíl majetků v podílovém fondu a právo podílet se na výnosu z tohoto majetku.

Pojištění - Účelem pojištění je ochránit klienta před finanční ztrátou vzniklou na základě určité události. Jedním způsobem klasifikace pojištění je druh pojistné události, jako např. osobní nehoda, požár, krádež. Druh pojištění má dopad na riziko a tok hotovosti (cashflow) pojišťovny. Naopak dlouhodobé

pojištění obsahuje příspěvky po mnoho let. Pojištění je obecně založeno na agregaci nezávislých pojistných událostí.

Pool - Pool je označení pro společný fond nijak neodlišených peněžních zdrojů.

PRIBID - Jeden z hlavních ukazatelů úvěrových trhů v důležitých finančních centrech je referenční úroková sazba, za kterou jsou banky ochotny nakoupit (vypůjčit si) depozita. Pro pražské finanční centrum se tato sazba nazývá PRIBID (Prague Interbank Bid Rate). Stanovují se z kotací referenční banky na trhu mezibankovních depozit včetně algoritmu stanovení PRIBID a PRIBOR.

PRIBOR - Jeden z hlavních ukazatelů úvěrových trhů v důležitých finančních centrech je referenční úroková sazba, za kterou jsou banky ochotny prodat (půjčit) depozita. Pro pražské finanční centrum se tato sazba nazývá PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate). Stanovují se z kotací referenční banky na trhu mezibankovních depozit včetně algoritmu stanovení PRIBID a PRIBOR.

Price/earning ratio (P/E) - Price/earning ratio (P/E) vyjadřuje podíl tržní ceny akcie a výnosu na jednu akcii. Vyjadřuje, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za výnosy u dané akciové společnosti.

Primární trhy - Primární trh se zabývá emisí nových cenných papírů a jejich splácením. Vytvoření nové pohledávky znamená přenos hotovosti od investora k vypůjčitel. Pohledávka se likviduje tím, že dlužník splatí investorovi hotovost (úrok, jistina). Nejde o sekundární trh, neboť na tomto zvláštním trhu emitent nabízí něco, co ještě neexistuje a co vznikne pouze za předpokladu, že vydávaný cenný papír najde svého prvonabyvatele. Operace na primárním trhu má tedy emitent plně pod svou kontrolou. Při vydávání cenného papíru emitent často též ovlivňuje, kdo se stane a kdo se naopak nemůže stát jeho prvonabyvatelem.

Přímé obchody - V rámci tohoto způsobu obchodování jsou v burzovním obchodním systému registrovány obchody mezi členy burzy s takovým množstvím cenných papírů, jehož minimální objem je 200.000 Kč. Cena a množství zobchodovaného cenného papíru je předem stanovena dohodou obou smluvních účastníků přímého obchodu. Při těchto obchodech tedy nedochází k vytváření transakční ceny na základě porovnání anonymní nabídky a poptávky, neboť oba účastníci obchodu se předem znají. Cena, za kterou je uzavřen přímý obchod, není kurzem a její odchylka od platného kurzu není nijak omezena.

PX - 50 - Pražská burza vyhláší celkem 22 indexů. Klíčovým je PX 50. K jeho stanovení byl zvolen standardní výpočet ve shodě s metodologií IFC (International Finance Corporation). Index měří změnu tržní hodnoty reprezentativního portfolia akcií zařazených do báze indexu. Každé emisí přísluší váha úměrná její tržní kapitalizaci. Báze indexu PX-50 je složena z 50 emisí. Do báze indexu se nezařazují emise investičních fondů, neboť v jejich kurzech se již promítají cenové pohyby bazických emisí. Emise zařazené do báze indexu se na objemu obchodů s akciemi podílejí téměř 88 % (neuvažovány investiční fondy).

Put option - Právo prodat, dodat akcii - opce je cenný papír, který vyjadřuje právo jejího držitele k určitému datu uskutečnit nebo neuskutečnit obchod. V případě put opce tedy prodat či dodat někomu akcii. Opačná strana má povinnost uskutečnit obchod, jestliže si to bude druhá strana přát.

R

Riziko - Finanční instituce a trhy existují ve světě nejistoty. Druhem nejistoty je riziko. Rizik lze rozeznávat také několik druhů. Zřejmě nejdůležitějším rizikem finančních trhů je úvěrové riziko, jimž se rozumí riziko ztráty v případě, že partner nedostojí svým závazkům podle podmínek kontraktu. V rámci kategorie úvěrového rizika se někdy vyčleňuje tzv. vypořádací riziko (settlement risk), které je rizikem ztráty z nevypořádání obchodů. Dalším důležitým rizikem je tržní riziko, které se dělí na úrokové, akciové, komoditní a kurzové. Jedná se o riziko ztráty v případě malé likvidity trhů (riziko tržní likvidity) nebo riziko momentální platební neschopnosti (riziko cashflow). Operační riziko je rizikem ztráty v případě lidských chyb, podvodů nebo nedostatků informačních systémů. Právní riziko je rizikem ztráty v případě právní neprosaditelnosti kontraktu.

ROA - return on assets: ukazatel, který popisuje zhodnocení celkových aktiv, tzn. kolik bance vydělá jednotka aktiv za dané období. Poměr čistého zisku po zdanění k průměrným aktivitám.

ROE - return on equity: ukazatel, který říká, kolik vydělá kapitál akcionářů. Poměr čistého zisku po zdanění k průměrným fondům akcionářů.

Rozptyl výnosů portfolia - Výpočet rozptylu výnosů portfolia je složitější. Chybná je interpretace, která by předpokládala, že rozptyl výnosů portfolia je váženým průměrem rozptylů jednotlivých komponent portfolia, tj. uplatněním podobného přístupu jako při stanovení středního výnosu portfolia. Jednou z hlavních zásad současné teorie portfolia je, že riziko portfolia je běžně nižší než součet rizik jednotlivých komponent.

S

Segmentační teorie - Nepoužívá pojmu forwardová úroková míra, ale rozlišuje mezi preferencemi jednotlivých investorů. Krátkodobé a dlouhodobé dluhopisy se obchodují na odlišných trzích, krátkodobém a dlouhodobém, které se navzájem neovlivňují. Tj. dlouhodobá úroková míra nezávisí na vývoji krátkodobé.

Sekundární trhy - Sekundární trh je trhem již emitovaných cenných papírů. Transakce na sekundárním trhu nevytvářejí ani nelikvidují finanční pohledávky za dlužníky. Při změně majitele nepřechází hotovost mezi investory a dlužníky, ale mezi investory. Dlužník zůstává transakcemi na sekundárním trhu neovlivněn, zatímco věřitel přenáší práva splacení na jiné osoby. Ekonomickou funkcí sekundárního trhu s cennými papíry je změna struktury jejich majitelů. Emitent akcie často nemá žádnou možnost jak nákupům a prodejem zabránit.

Skladištní listy - Potvrzení o převzetí věci ke skladování skladovatelem od ukladatele může mít povahu cenného papíru, s nímž je spojeno právo požadovat vydání skladované věci (skladištní list).

Směnky - Podle právní teorie je směnka definována jako cenný papír, obsahující zákonem přesně vymezené náležitosti, zejména bezpodmínečný závazek nebo příkaz výstavce zaplatit stanovenou finanční částku v určitou dobu, na určitém místě a zabezpečující jejímu právoplatnému majiteli právo vyžadovat toto plnění od toho, kdo se na směnce podepsal.

Spot - Spot je promptní obchod: nákup nebo prodej jedné měny za druhou za aktuální kurz na finančním trhu v daném okamžiku.

Spotová výnosová křivka - Závislost mezi očekávaným výnosem do určité splatnosti daného nástroje a splatností se nazývá spotová výnosová křivka. Důležité je, aby dluhopisy byly vydávány za stejných podmínek s výjimkou splatnosti, aby rozdíly ve výnosech byly závislé pouze na této době. Tj. musí být stejné riziko dluhopisů, stejné zdanění, stejná doba výplaty atd.

Stavební spoření - Stavební spoření představuje formu spoření, při které klient ukládá na účet u stavební spořitelny prostředky, z nichž se mu každoročně připsují úroky (obvykle ve výši 3 %) a státní podpora. Po 24 měsících a splnění dalších podmínek stanovených stavební spořitelnou vzniká klientovi nárok na úvěr (obvykle za 6 %). Rozdíl mezi úrokovou sazbou z úvěru a úrokovou sazbou z vkladu může činit nejvýše 3 %. Úvěr smí být stavební spořitelnou poskytnut a účastníkem použit pouze na financování bytových potřeb. Stavební spořitelna může poskytovat účastníkem úvěry, které slouží úhradě nákladů na řešení bytové potřeby i v případech, kdy účastník nemá ještě nárok na poskytování úvěru, a to jen do výše cílové částky.

Střední výnos portfolia - Střední výnos portfolia, nebo také očekávaný výnos portfolia je váženým průměrem očekávaných výnosů jednotlivých komponent portfolia.

Swap - Swap je anglický výraz pro výměnu: označuje prodej jedné měny za druhou s jejím následným zpětným odkoupením po určité době za předem dohodnutý kurs. Swap zavazuje dvě strany k výměnám určitých podléhajících aktiv v určitých intervalech v budoucnosti. U většiny swapů se výměna aktiv redukuje na pravidelné vyrovnávací platby k pevně stanoveným datům v budoucnosti. Vývoj měnových kurzů, úrokových mír a cen ovlivňuje, zda první partner platí druhému nebo naopak. Jde vlastně o dva nebo více forwardů, které jsou navzájem smluvně spojeny. Podmínky kontraktu jsou podrobně popsány ve smlouvě. Jsou stanoveny vzorci a hodnota plateb závisí na hodnotě podléhajícího aktiva k určitému datu v budoucnosti.

T

Technická analýza - Změny cen akcií jsou určovány mnoha faktory a mnoho z nich nelze předvídat. Odhad změn cen akcií na základě ekonomických faktorů je základem fundamentální analýzy. Odhad změn akcií na základě ostatních faktorů je předmětem technické analýzy, která se opírá pouze o záznamy výsledků předchozích burzovních obchodů. Vychází se z hypotézy, že ceny akcií odrážejí všechny faktory včetně psychologických, které jsou při krátkodobém investování důležitější než faktory vstupující do fundamentální analýzy.

Teorie očekávání - Teorie očekávání jsou nejvíce diskutovanými teoriemi o časové struktuře úrokových mír. Skládají se z několika podobných teorií. Všechny teorie očekávání mají společné to, že investoři se v držení dluhopisů o různých splatnostech neliší.

Teorie lokálního očekávání - Očekávaný výnos dluhopisů všech splatností během následujícího období se rovná bezrizikové úrokové míře, tj. výnosu dluhopisů s nejkratší splatností.

Teorie nestranných očekávání - Forwardové úrokové míry jsou určeny tržním očekáváním o budoucích úrokových mírách, tj. forwardové úrokové míry jsou nestrannými odhady budoucích spotových úrokových mír.

Teorie peněžního substitutu - Podle teorie peněžního substitutu představují velice krátkodobé dluhopisy blízké substituty hotovosti. Mnoho investorů se vzhledem k riziku omezuje na nákupy krátkodobých nástrojů peněžního trhu. Ceny nástrojů peněžního trhu se tudíž zvyšují a odpovídající úrokové míry se v porovnání s delšími splatnostmi snižují. Teorie předpokládá velké množství investorů do krátkodobých dluhopisů. Kupující tak na rozdíl od emitentů velice silně dávají přednost krátkým splatnostem. Tato skutečnost zvyšuje ceny dluhopisů a snižuje odpovídající úrokové míry.

Teorie preferenčního chování - U teorie preferenčního chování investoři preferují nákup dluhopisů o určitých splatnostech, nikoli však pouze krátkodobé dluhopisy a při nákupu ostatních dluhopisů požadují vyšší výnosy. V podstatě je tato teorie kombinací segmentační teorie a teorie rostoucí prémie za likviditu. Místo stále preferovaných krátkodobých splatností u teorie rostoucí prémie za likviditu mohou investoři dávat přednost jiným splatnostem v závislosti na jejich individuálních investičních cílech.

Teorie rostoucí prémie za likviditu - Podle teorie rostoucí prémie za likviditu se výnosy s rostoucí splatností zvyšují. Investoři, kteří investují do dluhopisů, jsou averzní vůči riziku (tj. dávají přednost nízké volatilitě výnosů). Ceny dlouhodobých dluhopisů mají vyšší volatilitu. Investoři vyžadují u dlouhodobých dluhopisů vyšší výnosy, čímž kompenzují vyšší riziko.

Teorie výnosových křivek - Závislost úrokových mír (výnosu do splatnosti) na splatnosti bezkupónových dluhopisů v prostředí dokonalých finančních trhů se nazývá výnosovou křivkou nebo-li časovou strukturou úrokových mír. Výnosová křivka může být rostoucí, plochá, klesající. Nejčastější je rostoucí. Znamená to, že čím delší je splatnost, tím vyšší je očekávaný výnos a také větší volatilita ceny dluhopisu.

U

UNIVYC, a. s. - Vypořádací společnost UNIVYC, a. s., je 100 % dceřiná společnost BCPP. Odpovídá za vypořádání burzovních obchodů, vedení majetkových účtů členů burzy a vedení evidence cenných papírů obchodovaných na burze. Přímými účastníky vypořádání burzovních i mimoburzovních obchodů s cennými papíry jsou v současnosti všichni členové burzy, kteří jsou oprávněni na burze nakupovat a prodávat cenné papíry. Přímí účastníci vypořádání jsou zprostředkujícím článkem mezi svými klienty a vypořádací společností.

Úvěrové hodnocení - Stanovení úvěrového rizika dluhových nástrojů společností (tj. dluhopisů, úvěrů a půjček) je složitý proces. Nepřekvapuje, že profesionální investoři a investiční poradci se snaží najít cesty jak tento problém zjednodušit. V USA, kde je dluhové financování významnějším zdrojem financování společností než například ve Velké Británii, existuje řada specializovaných společností, které se zabývají hodnocením (rating) jednotlivých dluhových nástrojů. Nejpopulárnější jsou Moody's, Standard and Poor a Fitch and Co. Hodnotí se země, společnosti a určité dluhové emise. Společnost se hodnotí podle velikosti, relativního objemu dluhu k financování její činnosti a podílu na zisku určeného k financování dluhu. V úvahu se také berou další faktory spíše kvalitativního charakteru. U různých společností se tyto ukazatele zahrnují s různou vahou. To může mít vliv na rozdílné hodnocení.

Užitková funkce - Užitková funkce znázorňuje závislost mezi užitekem (tj. subjektivní hodnotou) a konečnou hodnotou z investice. Všichni racionální investoři dávají za jinak stejných podmínek přednost většímu užítku před nižším užítkem. Jejich užitková funkce je rostoucí. U rizikově averzních investorů každá další koruna z výnosu představuje stále klesající užitek. Jestliže první koruna výnosu představuje jednotku užítku, druhá koruna výnosu odpovídá užítku nižšímu než jednotka atd. - jeho užitková funkce je konkávní. U rizikově neutrálních investorů každá dodatečná koruna výnosu představuje stejné dodatečné množství užítku, čemuž odpovídá lineární užitková funkce. U rizikově hledajících investorů každá dodatečná koruna výnosu představuje stále vyšší dodatečné množství užítku a užitková funkce je konvexní.

V

Velkoobchodní bankovníctví - Velkoobchodní bankovníctví představuje služby nabízené podnikům, investičním společnostem, investičním fondům, penzijním fondům, vládním agenturám apod. Jedná se např. o poskytování úvěrů, služby depozitáře, leasing apod.

Věčný dluhopis - Věčný dluhopis vyplácí kupony po neomezenou dobu a jeho cena se rovná součtu současných hodnot diskontovaných dluhopisů pomocí výnosu do splatnosti.

Volatilita - Volatilita znamená rozkolísanost, nestálost např. cen, kurzů, sazeb.

Výnos do splatnosti - Výnos do doby splatnosti je konstantní úrokovou mírou diskontování cashflow pro všechny splatnosti cashflow složené z kuponů a nominální hodnoty, přičemž tímto diskontováním obdržíme cenu dluhopisu. Cena dluhopisu a výnos jsou nepřímo úměrné.

Z

Zajišťování - Pro zajišťování jsou velmi vhodné deriváty. Tyto kontrakty umožňují zajišťovat pomocí těchto kontraktů své pozice v aktivech nebo pasivních rozvahy nebo podrozvahy. Fixací ceny se zajišťují proti možnému nevýhodnému vývoji cen. Například plánujeme, že za několik měsíců budeme potřebovat určité množství USD. Nynější kurz na trhu futures považujeme za výhodný, rádi bychom za tento kurz nakoupili USD za několik měsíců. Koupíme proto nyní futures na americké dolary. Nákup je podmíněn složením určitého depozita (záruky). Během doby, než termínový kontrakt prodáme, můžeme být vyzváni, abychom poukázali na náš depozitní účet dodatečné prostředky. To se stane v případě, že USD oslabil proti měně, za kterou v budoucnosti USD nakoupíme. Pokud naopak USD posílil, potom naopak můžeme dokonce z depozitního účtu čerpat, neboť jeho stav se zvyšuje. Za několik měsíců od nákupu kontraktu futures nakoupíme dolary na spotovém trhu a současně prodáme kontrakt futures. Jestliže proti našemu původnímu očekávání USD oslabil, potom ztráta na trhu futures bude kompenzována ziskem z nákupu USD na spotovém trhu (USD na spotovém trhu nakoupíme laciněji než činí cena futures v době nákupu futures). Jestliže naopak USD posílil, potom zisk na trhu futures bude kompenzován ztrátou z nákupu USD na spotovém trhu (USD na spotovém trhu nakoupíme dražší, než činí cena futures v době nákupu futures). Ostatně termínové obchody vznikly právě z potřeby krytí pozic.

Zatímní listy - Pokud upisovatel nesplatil celý emisní kurz upsané akcie před zápisem společnosti do obchodního rejstříku (tzv. nesplacená akcie), vydá společnost po tomto zápisu upisovateli zatímní list nahrazující všechny jím upsané a nesplacené akcie jednoho druhu.

Ziskový výnos - Ziskový výnos se počítá jako podíl zisku po zdanění a tržní kapitalizace podniku. Použitelnost ziskového výnosu je omezena stejně jako u dividendového výnosu. Dvě společnosti se mohou lišit v datu vykazování a zisky se mohou vztahovat k různým obdobím. Často se publikuje reciproká hodnota ziskového výnosu označovaná jako poměr P/E, tj. poměr momentální tržní ceny akcie podniku k zisku podniku připadajícího na jednu akcii.

Rejstřík

A

akcie, 36, 37, 38
analýza
 fundamentální, 68
 grafů, 84
 technická, 68
anomálie, 96
arbitráž, 20

C

cenný papír, 36, 39

D

diskont, 101
diverzifikace, 17
dividendy, 38, 39
dluhopisy, 37, 39
 s nulovým kupónem, 39
durace, 40, 103

E

efekt
 lednový, 96
 víkendový, 96
efektivnost, 29, 96
 alokační, 29
 informační, 29
 operační, 30
emise cenných papírů
 primárních, 18
 sekundárních, 19
euroměna, 36
euroobligace, 40

F

finanční
 deriváty, 38, 41
 trh, 26
 zprostředkovatelé, 17
fondy, 100, 101, 103, 104
forwardy, 42
futures, 42

H

hráči, 91

CH

chamtivost, 94

I

indikátory technické, 83

K

KCP, 55, 56
kupóny, 37

M

model
 dividendově diskontní, 77
 volného cash-flow, 77, 79
 ziskový, 77, 78

O

opce, 42

P

PK - 30, 64
podílové listy, 36, 37, 41
podílový fond
 otevřený, 102
 uzavřený, 102
podnikavost, 91
prémie, 101
price/earning ratio (P/E), 78, 79
PX - D, 63
PX - 50, 63

R

riziko, 31, 32, 40
 akciové, 32
 kurzové, 32
 úrokové, 32
RM - S, 54, 55

S

SCP, 55
směnky, 37
SPAD, 52, 53
spekulace, 91
spekulant, 91
strach, 94
swap, 42

T

testování forem efektivnosti, 95
trh
 akciový, 28
 býčí, 83
 dluhový, 28
 efektivní, 95
 medvědí, 83
 měnový, 28
 primární, 28, 29
 sekundární, 28, 29

U

UNIVYC, a. s., 53

V

volatilita, 22
výnos do doby splatnosti, 40

Z

zajišťování, 21
zatímní listy, 37

PATRIA.cz

Váš investiční portál

Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta
Centrum distančního a celoživotního vzdělávání

Finanční trhy

Distanční studijní opora

Ing. David Fuchs

Vydala Masarykova univerzita roku 2004

Technický redaktor: Martin Vlasák
Metodická spolupráce: Ing. Robert Jahoda
Jazyková úprava CDCV: Mgr. Jana Albrechtová

1. vydání, 2004 náklad 80 výtisků
AA – 5,97 VA – 6,12 118 stran
Tisk: Tiskárna BonnyPress, Heinrichova 16, Brno 602 00
Pořadové číslo 4024/ESF–43/04–17/99
ISBN 80–210–3526–9

Tato publikace neprošla redakční ani jazykovou úpravou
v redakci vydavatele.

