

Finanční a kapitálové trhy

Studijní opora

Marek Vochozka

Simona Hašková

Pavel Rousek

2016

České Budějovice

1. vydání

© Vysoká škola technická a ekonomická v Českých Budějovicích, 2016

Vydala: Vysoká škola technická a ekonomická v Českých Budějovicích, Okružní 10, 370 01 České Budějovice

Za obsahovou a jazykovou správnost odpovídají autoři a vedoucí příslušných kateder.

Cíl předmětu

Cílem předmětu je vysvětlit význam finančních a kapitálových trhů pro podnik. Kurz se zaměřuje na získávání kapitálu, jednotlivé instrumenty finančních a kapitálových trhů. Student dále získá přehled o organizaci finančních a kapitálových trhů.

Výstupy z učení

Absolvent:

Rozumí fungování a organizaci finančních trhů a měnové politiky na makroekonomické i mikroekonomické úrovni. Vysvětlí funkci a podstatu peněz. Popíše mechanismus měnové, kurzové i fiskální politiky. Ocení finanční cenné papíry pomocí technické analýzy a psychologické analýzy. Určí hodnotu finančních derivátů.

Rozumí fungování kapitálových trhů. Rozumí významu kapitálových trhů pro financování podniku. Vypočítá výnos, riziko a likviditu různých investičních instrumentů.

Komparuje vybrané světové burzovní trhy.

Základní okruhy studia:

- 1) Role finanční trhů a finančních institucí v ekonomice. Podstata, funkce, struktura a význam finančních trhů.
- 2) Definice, tvorba a zánik peněz.
- 3) Bankovní systém – centrální banka, komerční banky a platební systémy.
- 4) Měnová politika.
- 5) Transmisní mechanismus měnové politiky.
- 6) Kurzová politika.
- 7) Podstata, funkce, struktura a význam kapitálových trhů. Alokace úspor, charakteristika kapitálových trhů, struktura kapitálových trhů, postavení kapitálových trhů v ekonomikách.
- 8) Regulace a dozor kapitálových trhů - důvody regulace a dozoru, metody a nástroje regulace a dozoru, regulace a dozor v České republice.
- 9) Akciové trhy. Ohodnocování akcií. Základní principy fundamentální, technické a psychologické akciových analýz. Teorie efektivních trhů.
- 10) Dluhopisové trhy. Ohodnocování dluhopisů a základní principy analýzy dluhopisů.
- 11) Trhy finančních derivátů - opce, futures, swapy, warranty.
- 12) Primární a sekundární trhy. Burzovní a mimoburzovní trhy. Burzovní systém a jeho prvky.

13) Burza cenných papírů Praha. RM-systém a světová burzovní centra - NYSE, LSE, TSE, EURONEXT.

Povinná literatura (minimálně dvě knihy)

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 648 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1653-4.

JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 656 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-2963-3.

Studijní průvodce



- Klíčové pojmy



- Cíle kapitoly



- Čas potřebný ke studiu kapitoly



- Výklad



- Úkoly k zamyšlení a diskuzi



- Klíč k řešení otázek



- Studijní materiály

Kapitola 1: Role finančních trhů a finančních institucí v ekonomice. Podstata, funkce, struktura a význam finančních trhů



Klíčové pojmy:

finanční trh, funkce a význam finančního trhu, členění finančního trhu



Cíle kapitoly:

- seznámení s finančním trhem;
- seznámení s funkcemi a významem finančního trhu;
- seznámení se členěním finančního trhu.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 4 hodiny



Výklad:

V každé ekonomice se běžně stává, že se ekonomické subjekty dostávají do takových situací, kdy disponují přebytkem či nedostatkem peněžních prostředků, který jim brání v realizaci jejich činností. Stejně jako jednotlivci, mohou peněžní prostředky také potřebovat různé podniky a stát. Z toho jasně vyplývá, že peněžní prostředky mohou tedy potřebovat všechny druhy ekonomických subjektů. V případě ekonomických subjektů se jedná, jak již bylo uvedeno o domácnosti, podniky a stát.

V této problematice hrají důležitou roli finanční trhy, neboť jejich posláním je přemísťování peněz od přebytkových subjektů k subjektům deficitním, a to zejména k těm, jež pro ně mají to nejefektivnější využití.

V této kapitole se tedy blíže zaměříme na problematiku finančních trhů.

Finanční trhy

Obecně trh zobrazuje proces koupě a prodeje a je obvykle členěn na tyto trhy:

- trh zboží a služeb;
- trh výrobních činitelů (půdy a práce);
- finanční trh.

Finanční trh představuje tedy neoddelitelnou část tržního systému. Soustřeďuje se na něm nabídka a poptávka po finančních nástrojích včetně peněz.

Finanční trh lze definovat jako **system institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky.**

Finanční trh do sebe absorbuje tu skutečnost, že každý má tendenci vidět budoucnost optimisticky a realitě se vyhýbá. Finanční systém ekonomiky volného trhu je postaven právě na iluzích, což se projevuje v tom, že domácnosti, nefinanční podniky, finanční i veřejné instituce lehkomyšlně realizují následující aktivity:

- **přijímají úvěry**, protože své budoucí příjmy nadhodnocují, což znamená, že svou schopnost splácet úvěry v budoucnosti vidí příliš optimisticky;
- **kupují akcie**, přestože ceny akcií mnohonásobně převyšují hodnotu kapitálu daných společností a někdy tedy musí dojít k jejich snížení;
- **kupují podílové listy**, přestože jejich výkonnost zákonitě musí být nižší, než výnosnost aktiv, do kterých investuje podílový fond (o poplatky);
- hazardují na finančním trhu, protože **sjednávají deriváty**. Většina derivátů přitom slouží pouze za účelem spekulací, z čehož vyplývají značná rizika;
- **kupují produkty ze sekuritizace** za cenu, která je podstatně vyšší než faktická hodnota těchto produktů odvozená ze sekuritizovaných aktiv;
- **sjednávají pojištění**, přestože pojistná prémie je několikanásobně vyšší než prémie stanovená dle pojistné matematiky.

Proces financování na finančních trzích probíhá prostřednictvím finančních zprostředkovatelů a to přímo, polopřímo či nepřímě.

V případě přímého financování si dlužníci půjčují peněžní prostředky přímo od spořitelů na finančních trzích a to tím způsobem, že jim sami prodávají své finanční dokumenty. Jedná se například o cenné papíry.

V případě polopřímého financování nedochází k přímému střetu mezi investory a vypůjčovateli, ale prostřednictvím určitého prostředníka.

Nepřímé financování je zajišťováno především prostřednictvím komerčních bank, pojišťoven, investičních společností, spořitelů, penzijních fondů a dalších specifických finančních institucí.

Základní členění finančního trhu

Z hlediska úrovně národního finančního trhu, který je ohraničen geografickými hranicemi příslušné země, lze finanční trh dělit na:

- trh peněžní;
- trh kapitálový;
- trh úvěrový.

Trh peněžní

V případě tohoto trhu se jedná o systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb různých forem krátkodobých peněz (se splatností do jednoho roku) na dluhovém principu mezi bankami navzájem, bankami a centrální bankou a popřípadě i dalšími finančními institucemi a velkými nefinančními firmami.

Trh kapitálový

Jedná se o systém institucí a instrumentů, které zabezpečují pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím různých forem cenných papírů.

Trh úvěrový

Tento trh lze definovat jako systém institucí a instrumentů, které zabezpečují pohyb kapitálu na úvěrovém principu mezi bankami a nebankovním sektorem. Lze sem zařadit také vzájemně

úvěrové obchody bank, respektive dalších finančních zprostředkovatelů, které nejsou součástí trhu peněžního ani trhu kapitálového.

Dalším důležitým kritériem členění finančního trhu, je členění na:

- trh primární;
- trh sekundární.

V případě **primárního trhu** dochází k prvotnímu prodeji určitého instrumentu, jako příklad lze uvést prodej nově emitovaných dluhopisů či akcií.

V případě **sekundárního trhu** dochází k obchodování s již dříve emitovanými instrumenty.

Význam sekundárního trhu spočívá zejména v tom, že:

- umožňuje investorům získat v případě potřeby investovaný kapitál před původně sjednanou splatností, neboli zvyšují likviditu finančních instrumentů;
- na základě poptávky a nabídky určují cenu daného instrumentu, která je zároveň vodítkem pro stanovení cen na trhu primárním.

Z hlediska finančních rizik je finanční trh členěn na tyto čtyři hlavní kategorie:

- **dluhový trh** - spojený s úvěrovým a úrokovým rizikem, případně s rizikem měnovým;
- **akciový trh** - spojený s komoditním a případně měnovým rizikem;
- **komoditní trh** - spojený s komoditním a případně měnovým rizikem;
- **měnový trh** - spojený s měnovým rizikem.

Nyní si krátce tyto jednotlivé trhy definujeme.

Dluhový trh zobrazuje trh s dluhovými finančními nástroji, které mají určitou splatnost (s výjimkou dluhopisů s nekonečnou splatností).

Akciový trh je trh, který obchoduje s kapitálovými finančními nástroji, tedy nástroji s teoreticky nekonečnou splatností. Doba existence akcií trvá tak dlouho, dokud nedojde k zániku akciové společnosti.

Komoditní trh spadá do finančního trhu pouze tehdy, pokud se jedná o trh s cennými kovy, jako jsou například: zlato, stříbro a paládium.

V případě měnového trhu se jedná jednak o dluhový, akciový či komoditní trh v cizích měnách. Někdy bývá považováno za měnu také i zlato.

Význam finančních trhů

Význam finančních trhů spočívá ve skutečnosti, že efektivně fungující finanční trhy představují neodmyslitelnou součást každé ekonomiky a jejich optimální fungování je klíčovým faktorem ekonomického růstu. Naopak špatně fungující finanční trhy mohou ekonomiku výrazným způsobem oslabit. Jako příklad lze uvést krizi, kdy došlo k rozšíření problémů finančního trhu i na další sektory ekonomiky a v důsledku toho došlo ke globální ekonomické krizi.

Dále význam finančních trhů spočívá také v tom, že přímo ovlivňují bohatství jednotlivců a domácností, ale také i chování firem a spotřebitelů.

Nelze opomenout další významnou roli finančních trhů a tou je výrazné přispívání k cyklickému vývoji ekonomiky.

Funkce finančních trhů

Za jednu z nejvýznamnějších funkcí finančních trhů lze považovat **poskytování likvidity**, neboť v případě potřeby umožňují vlastníkům finančních dokumentů prodat příslušný finanční dokument na sekundárním trhu. Je nutné podotknout, že i když všechny finanční trhy poskytují určitou míru likvidity, je likvidita jednotlivých druhů finančních dokumentů rozdílná. Z čehož plyne, že stupně likvidity finančních trhů se liší.

Za další funkci finančních trhů je považována **redukce transakčních nákladů**, které jsou povinni účastníci trhu vynaložit ať již ve formě vyhledávacích či informačních nákladů. Pro ty subjekty, které usilují o vstoupení na trh či již finanční operace realizují, jsou nezbytné relevantní informace, přičemž nepostradatelným zdrojem těchto informací jsou právě finanční trhy.

Další funkcí finančních trhů je **schopnost uchovávat bohatství** do doby, než jednotlivé subjekty budou své úspory opět potřebovat ke krytí různých budoucích výdajů.

Dále finanční trhy zajišťují **rychlou transformaci peněžních prostředků** do finančních aktiv a naopak.

V současné době nabývá na významu další funkce finančních trhů, a to **možnost ochrany proti riziku**. Tato funkce je realizována především pojišťovny.

? Úkoly k zamyšlení a diskusi:

- 1) Jak se obecně člení trh?
- 2) Stručně definujte finanční trh.
- 3) Jakými způsoby probíhá proces financování na finančních trzích?
- 4) Uveďte, jak se člení finanční trh z hlediska úrovně národního finančního trhu.
- 5) Definujte kapitálový trh.
- 6) Vyjmenujte funkce finančního trhu.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Obvykle je trh členěn na tyto trhy:
 - trh zboží a služeb;
 - trh výrobních činitelů (půdy a práce);
 - finanční trh.
- 2) Finanční trh lze definovat jako systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky.
- 3) Proces financování na finančních trzích probíhá prostřednictvím finančních zprostředkovatelů a to:
 - přímo;
 - polopřímo;
 - nepřímo.
- 4) Z hlediska úrovně národního finančního trhu lze finanční trh dělit na:
 - trh peněžní;
 - trh kapitálový;
 - trh úvěrový.
- 5) V případě kapitálového trhu se jedná o systém institucí a instrumentů, které zabezpečují pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím různých forem cenných papírů.

6) Funkce finančního trhu jsou:

- poskytování likvidity;
- redukce transakčních nákladů;
- schopnost uchovávat bohatství;
- rychlá transformace peněžních prostředků;
- možnost ochrany proti riziku.



Studijní materiály:

ČERNOHORSKÝ, Jan. TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 136. ISBN 978-80-247-3669-3.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. s. 13, 37, 63. ISBN 978-80-247-1653-4.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 38. ISBN 978-80-247-3671-6.

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C. H. Beck, 2009. s. 208. ISBN 978-80-7400-152-9.

NÝVLTOVÁ, Romana. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování*. Praha: Grada Publishing, 2007. s. 11. ISBN 978-80-247-6339-2.

REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. s. 97, 99, 101, 102. ISBN 80.7261-132-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck, 2010. s. 151. ISBN 978-80-7400-194-9.

Kapitola 2: Definice, tvorba a zánik peněz



Klíčové pojmy:

peníze, funkce peněz, měnové agregáty, vývoj peněz, tvorba a zánik peněz



Cíle kapitoly:

- seznámení s penězi;
- seznámení s funkcí, vývojem peněz;
- seznámení s měnovými agregáty;
- seznámení s tvorbou a zánikem peněz.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Ať se nám to líbí, či nikoliv, peníze ovlivňují život každého z nás. Každý racionálně uvažující jednatel se rozhoduje při koupi na základě porovnání množství peněz, kterými v daném okamžiku disponuje či v nejbližší době bude disponovat a také na základě ceny daného zboží. Peníze ovlivňují rozhodování všech ekonomických subjektů. Míra jejich vlivu se sice liší v závislosti na typu ekonomiky, avšak peníze již překonaly hranice jednotlivých ekonomik a jejich význam se internacionalizuje.

Peníze

Dle nejobecnějšího vymezení lze peníze definovat **jako aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží a služby nebo při úhradě dluhu.**

Podstata peněz úzce souvisí s dvěma skutečnostmi, a to:

- důvěryhodností;
- kupní silou peněz.

Důvěryhodnost souvisí zejména s ekonomickou kvalitou peněz ve smyslu určité míry stability kupní síly peněz.

Kupní síla peněz zobrazuje množství zboží a služeb, které lze při existujících cenách za peníze získat.

Funkce peněz

Peníze musí plnit tyto funkce:

- musí být prostředkem směny - v této formě peníze umožňují placení za zboží, služby a úhradu dluhu;
- musí být zúčtovací jednotkou;
- a musí uchovávat jejich hodnotu.

Empirická definice peněz

V případě empirické definice peněz jsou peníze definovány jako vymezení peněz, které nejlépe umožňuje předpovídat vývoj těch makroekonomických proměnných, které by peníze měly vysvětlit. Výsledkem této definice je konstrukce tzv. měnových agregátů.

Měnové agregáty

Jak již bylo výše uvedeno, měnové agregáty jsou výsledkem empirické definice peněz. Lze je definovat jako souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity. Jejich vymezení, sledování a kontrola mají význam především pro měnovou politiku.

Měnové agregáty jsou obvykle označovány velkým M a číslicí. Liší se především stupněm likvidity a každý měnový agregát s vyšším číslem obsahuje celý měnový agregát s číslem o jednotku menším.

Nutno podotknout, že měnové agregáty jsou zejména produktem praktických potřeb regulace množství peněz v oběhu.

Obecně lze vymežit tyto měnové agregáty:

- M1;
- M2;
- M3.

Měnový agregát M1

Získáme jej pomocí tohoto vztahu:

$M1 = \text{oběživo} + \text{vklady na běžných účtech v bankách.}$

Zdroj: REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. ISBN 80.7261-132-1.

Za oběživo lze považovat hotovostní peníze v držbě nebankovních subjektů.

V případě vkladů na běžných účtech se jedná o vklady domácích nebankovních subjektů v domácí měně v domácích bankách, s výjimkou centrální banky.

V některých zemích bývají do M1 zahrnovány také cestovní šeky v domácí měně.

Tento agregát bývá označován termínem "úzké peníze" (narrow money).

Měnový agregát M2

Získáme jej pomocí tohoto vztahu:

$M2 = M1 + \text{termínované vklady v bankách} + \text{ostatní vklady v bankách.}$

Zdroj: REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. ISBN 80.7261-132-1.

V případě všech vkladů v M2 se jedná o vklady v domácích bankách, s výjimkou centrální banky.

Měnový agregát M3

Tento agregát lze spočítat prostřednictvím tohoto vztahu:

$M3 = M2 + \text{krátkodobé cenné papíry nebankovních subjektů v domácí měně.}$

Zdroj: REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. ISBN 80.7261-132-1.

V tomto případě se jedná o nejširší agregát, respektive o měnový agregát s nejvyšším číslem a v některých zemích bývá označován za "široké peníze".

Formy peněz a jejich vývoj

Historicky první formy peněz měly podobu komoditních peněz. Pro komodity, které plnily funkce peněz, je charakteristická jejich přirozená vzácnost a široká akceptovatelnost. Jednalo se například o: dobytek, plátno, sůl, kožešiny apod.

Vznik komoditních peněz ve formě stříbrných a zlatých mincí, případně mincí z platiny a jiných kovů zapříčinilo využívání drahých kovů jako peněz. Rozvoj mincovnictví vedl ke vzniku a rozvoji prvních bankovních operací například úschova peněz.

V dalším rozvoji peněžního systému byly peníze z drahých kovů nahrazeny neplnohodnotnými penězi v podobě papírových peněz a neplnohodnotných kovových mincí.

V současné době vystupují peníze jako neplnohodnotné peníze s nuceným oběhem. Nemají vlastní hodnotu, ale jejich význam spočívá ve zprostředkování směny.

Tvorba peněz

Peníze v současné době vznikají tím způsobem, že určitá banka připíše jistou částku na účet jednoho klienta, aniž by současně došlo k odepsání téže částky z účtu klienta druhého.

Peníze vznikají vždy jako bezhotovostní a jsou generovány bankovní soustavou tvořenou centrální bankou, komerčními bankami, vztahy mezi nimi a jejich okolím. Vznikají v obchodních a komerčních bankách prostřednictvím poskytování úvěrů nebankovním sektorům. Přesným okamžikem vzniku peněz je moment, kdy banka připíše tyto peníze na účet klienta, popřípadě z úvěrového účtu zaplatí za klienta jinému nebankovnímu subjektu.

Lze tedy podotknout, že peníze vznikají pěti základními způsoby, a to:

- poskytováním úvěrů bankami nebankovním subjektům;
- úročením vkladů a jiných závazků;
- koupí majetku a služeb bankami od nebankovních subjektů;
- výplatou platů a odměn zaměstnancům a statutárním orgánům bank;
- výplatou dividend a tantiém akcionářům bank.

Lze ještě dodat, že peníze tedy vznikají tak, že jdou nějakým způsobem „ven“ z určité obchodní (komerční) banky.

Přitom je nutné zdůraznit, že největší objem vzniku peněz připadá na poskytování úvěrů nejrůznějším nebankovním subjektům. Z tohoto zjištění logicky vyplývá, že obchodní banky k tvorbě peněz nepotřebují žádné zdroje, např. vklady klientů. Komerční banky totiž poskytnutím úvěru účetně vytvoří aktivum v podobě pohledávky za příslušným klientem.

Zánik peněz

Peníze zanikají jako účetní peníze v obchodních či komerčních bankách či jim rovně postaveným institucím. Peníze zanikají opačnými procesy, než k jakým dochází při jejich vzniku.

K zániku peněz dochází prostřednictvím splácení úvěrů včetně úroků nebankovními jednotkami bankám a jim rovným institucím. Tímto způsobem zaniká nejvíce peněz.

Další způsob, kterým peníze zanikají, je prodej majetku a služeb bankami nejrůznějším nebankovním subjektům.

A za poslední zánik peněz lze považovat převod peněžních závazků na nepeněžní závazky a kapitál bank např. koupě akcií banky nebankovním akcionářem. V důsledku zániku peněz dochází ke snižování širokých měnových agregátů.

? Úkoly k zamyšlení a diskusi

- 1) Stručně definujte peníze.
- 2) S jakými skutečnostmi úzce souvisí podstata peněz?
- 3) Vyjmenujte funkce peněz.
- 4) Podle jakého vztahu lze vypočítat měnový agregát M1?
- 5) Stručně vysvětlete, jak vznikají peníze.
- 6) Stručně vysvětlete, jak zanikají peníze.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Peníze lze definovat jako aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží a služby nebo při úhradě dluhu.
- 2) Podstata peněz úzce souvisí s dvěma skutečnostmi, a to:
 - důvěryhodností;
 - kupní silou peněz.
- 3) Peníze musí plnit tyto funkce:
 - musí být prostředkem směny - v této formě peníze umožňují placení za zboží, služby a úhradu dluhu;
 - musí být zúčtovací jednotkou;

- a musí uchovávat jejich hodnotu.

4) Měnový agregát M1 získáme pomocí tohoto vztahu:

$M1 = \text{oběživo} + \text{vklady na běžných účtech v bankách.}$

5) Přesným okamžikem vzniku peněz je moment, kdy banka připíše tyto peníze na účet klienta, popřípadě z úvěrového účtu zaplatí za klienta jinému nebankovnímu subjektu.

Lze tedy podotknout, že peníze vznikají pěti základními způsoby, a to:

- poskytováním úvěrů bankami nebankovním subjektům;
- úročením vkladů a jiných závazků;
- koupí majetku a služeb bankami od nebankovních subjektů;
- výplatou platů a odměn zaměstnancům a statutárním orgánům bank;
- výplatou dividend a tantiém akcionářům bank.

6) Peníze zanikají jako účetní peníze v obchodních či komerčních bankách či jim rovně postaveným institucím.

Peníze zanikají opačnými procesy, než k jakým dochází při jejich vzniku.

K zániku peněz dochází prostřednictvím splácení úvěrů včetně úroků nebankovními jednotkami bankám a jim rovným institucím. Tímto způsobem zaniká nejvíce peněz.

Další způsob, kterým peníze zanikají, je prodej majetku a služeb bankami nejružnějším nebankovním subjektům.

A za poslední zánik peněz lze považovat převod peněžních závazků na nepeněžní závazky a kapitál bank např. koupě akcií banky nebankovním akcionářem. V důsledku zániku peněz dochází ke snižování širokých měnových agregátů.

Studijní materiály:

ČERNOHORSKÝ, Jan. TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 63, 64. ISBN 978-80-247-3669-3.

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C. H. Beck, 2009. s. 45 - 47. ISBN 978-80-7400-152-9.

REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. s. 19, 20, 21, 23, 24, 25, 30, 31, 32. ISBN 80.7261-132-1.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 30. ISBN 978-80-247-8821-0.

JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004. s. 40. ISBN 978-80-247-0769-1.

Kapitola 3: Bankovní systém - centrální banka, komerční banky a platební systémy



Klíčové pojmy:

bankovní systém, platební systém, centrální banka, komerční banky



Cíle kapitoly:

- seznámení s bankovním systémem;
- seznámení s centrální bankou;
- seznámení s komerčními bankami;
- seznámení s platebním systémem.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Banky jsou všeobecně považovány za nejvýznamnější podnikatelské subjekty finančního systému a to jak v jednotlivých národních ekonomikách, tak i v globálním měřítku. Žádná banka tedy nemůže působit jinak, než jako součást obvykle přísně regulovaného bankovního systému státu či národního společenství.

Bankovní systém je velice významnou součástí ekonomického a finančního systému v národním i globálním měřítku a bez něj nelze ekonomický systém dále rozvíjet.

Banky

Jedná se o nejdůležitější finanční zprostředkovatele v každé tržní ekonomice. Banky jsou ve své podstatě podnikatelské subjekty mající řadu specifických rysů, které se projevují v jejich postavení a celkovém významu v ekonomice.

Banky lze vymezit ze dvou hledisek a to:

- z hlediska funkčního, kde je vycházeno z ekonomických funkcí a činností banky;
- z hlediska právního, které je založeno na exaktním vymezení banky v příslušné právní normě.

Úloha bank v tržní ekonomice je různorodá a v mnoha směrech nezastupitelná, avšak za standardní základní funkce banky jsou označovány tyto funkce:

- finanční zprostředkování;
- emise bezhotovostních peněz - jediná instituce ve státě, která může emitovat hotovostní peníze je centrální banka;
- provádění platebního styku;
- zprostředkování finančního investování na peněžním a kapitálovém trhu.

Bankovní systém

Bankovní systém neboli bankovní soustavu lze definovat jako systém tvořený centrální bankou a souhrnem ostatních bank, které působí v daném státě, respektive v daném teritoriu nadnárodního ekonomického společenství a jejich vzájemnými vazbami a vztahy k okolí. Způsob fungování bankovního systému závisí na různých faktorech, zejména na stupni rozvinutosti příslušné národní ekonomiky, popřípadě na způsobu fungování jí nadřazeného nadnárodního společenství. Tyto skutečnosti jsou promítány do systémového uspořádání a legislativní úpravy příslušného národního finančního a bankovního systému.

Nelze opominout fakt, že bankovní systém funguje na základě určitého již existujícího ekonomického a právního systému příslušného státu. Na bankovní systém proto logicky působí celá řada dalších faktorů, mezi kterými je nutné zmínit především rozvinutost finančního trhu, měnovou stabilitu, vztahy mezi jednotlivými bankami, způsob a úroveň zapojení do nadnárodních struktur nebo organizací atd.

Pro většinu zemí současného světa, které mají tržní ekonomiku, je charakteristický dvoustupňový bankovní systém. V rámci dvoustupňového bankovního systému, první stupeň představuje centrální banka jakožto vrcholová instituce bankovního dozoru a druhý stupeň

představují obchodní, hypoteční a investiční banky, spořitelny či případně další finanční instituce.

Český bankovní systém

Bankovní systém České republiky jako členské země EU je determinován principy, které jsou obsaženy ve směrniciích EU upravujících činnost bank a celého bankovního systému. Je založen na principu dvoustupňového univerzálního bankovníctví s existencí konkrétních specializovaných bank.

Základní složkou českého bankovního systému jsou tzv. univerzální banky. Mezi těmito bankami dominují tři velké banky, a to:

- Česká spořitelna, a. s.;
- Československá obchodní banka, a. s.;
- Komerční banka, a. s.

Za specializované banky jsou považovány stavební spořitelny, jejichž vznik je vázán na udělení bankovní licence a okruh jejich činnosti je však omezen výhradně na tzv. stavební spoření a související produkty.

Kromě stavebních spořitelen existují i další specializované banky, které se záměrně omezují pouze na určitý druh bankovní činnosti. Jedná se o tyto banky:

- Českomoravská záruční a rozvojová banka;
- Česká exportní banka;

Česká záruční a rozvojová banka

Její hlavním posláním je podpora malých a středních podniků, kterou provádí prostřednictvím poskytování cenově zvýhodněných záruk za úvěry poskytovanými komerčními bankami. Je zprostředkovatelem také řady státních programů na podporu malého a středního podnikání.

Česká exportní banka

Její hlavním posláním se stala podpora vývozu prostřednictvím poskytování státem zvýhodněného financování.

Stále větší význam v českém bankovníctví mají také i pobočky zahraničních bank, které po vstupu České republiky do EU mohou být u nás zakládány na základě jednotné bankovní licence.

Centrální banka

Centrální neboli ústřední banka představuje ve většině vyspělých zemí relativně nezávislou finanční instituci, jejímž základním posláním je zabezpečování kvality příslušné národní měny a dlouhodobé stability kupní síly peněz.

Centrální banka, jejíž funkci např. v České republice plní **Česká národní banka**, je emisní bankou, která disponuje zákonným monopolem na emisi peněz ve smyslu oběživa. Centrální banka peníze uvádí do oběhu, respektive stahuje je z oběhu, a to obvykle prostřednictvím operací na volném trhu, tedy nákupem či prodejem státních cenných papírů.

Centrální banky působí také v dalších oblastech řízení ekonomiky. V praxi se např. jedná o pomoc vládě při stimulování ekonomického růstu a zaměstnanost, při udržování pokud možno vyrovnané platební bilance, při udržování stability peněžního a kapitálového trhu příslušného státu atd. Jednu ze základních podmínek efektivního fungování centrální banky představuje její nezávislost na vládě daného státu. Případná závislost na vládě a jejich rozhodnutích by totiž centrální bance neumožňovala realizovat opravdu důslednou a efektivní protiinflační politiku.

V současné době plní centrální banky v tržních ekonomikách dva základní okruhy funkcí, a to:

- funkce makroekonomické;
- funkce mikroekonomické.

Makroekonomické funkce slouží k zajištění stabilního měnového vývoje a zahrnují emise bankovek a oběživa, monetární neboli měnovou politiku a devizovou činnost.

Funkce mikroekonomické slouží k zabezpečení bezpečnosti, efektivnosti, spolehlivosti a důvěryhodnosti celého bankovního systému. Tyto funkce spočívají v regulaci a dohledu nad bankami, v reprezentaci státu v měnové oblasti a ve skutečnosti, že centrální banka funguje jako banka bank a banka státu.

Na základě své nezávislosti na příslušných vládách plní centrální banky dva úkoly, a to:

- výkon měnové politiky;
- poskytování úvěrů vládě (ve zcela výjimečné situaci).

Dále bývají centrální banky zmocněny národní legislativou k výkonu některých dalších úkolů. Jedná se například o tyto úkoly:

- provozování centrálního platebního systému;
- vedení běžných účtů obchodních bank;
- výkon bankovního dohledu;
- emise oběživa;
- správa cizoměnových rezerv;
- poskytování bankovních služeb centrální vládě atd.

Komerční banky

Komerční banky představují podnikatelské subjekty a z tohoto důvodu je za jejich řízení a také finanční výsledky primárně odpovědný jejich management.

Vzhledem k tomu, že komerční (obchodní) banky hospodaří s vloženými finančními prostředky, je nezbytné, aby bankovní dohled stanovil rámec pro jejich obezřetné podnikání a kontroloval jeho dodržování. Cílem formulování, platnosti a kontroly dodržování těchto pravidel je omezení rizik bankovního podnikání, a to takovým způsobem, aby nedošlo k ohrožení návratnosti vkladů či dokonce k destabilizaci bankovního sektoru jako celku.

Základní pravidla obezřetného podnikání vycházejí z **doporučení Basilejského výboru** pro bankovní dohled při Bance pro mezinárodní vztahy a dále také ze **směrnic Evropského společenství**. Tyto pravidla jsou stanovena přímo v zákoně o bankách a dále rozvedena v prováděcích předpisech například požadavek dodržovat kapitálovou přiměřenost.

I přesto je však zcela nemožné, aby bankovní regulace a dohled v tržních podmínkách zabránily krachu každé banky. V případě krachu banky byl zřízen Fond pojištění vkladů, aby toto ukončení činnosti banky mělo co nejmenší dopad především na drobné klienty.

Každá komerční (obchodní) banka ke své činnosti potřebuje zdroje a hmotný i nehmotný majetek. Účetně jsou zdroje zachyceny jako pasiva banky a celkový majetek, tedy majetek finanční i nefinanční, je účetně vyjádřen jako bankovní aktiva. Bilance bankovních aktiv a pasiv představuje účetní výkaz, který podává informaci o struktuře majetku banky a struktuře zdrojů, které slouží k financování tohoto majetku.

Organizace banky je pak určením vnitřních útvarů banky, vymezením jejich činností, pravomocí a odpovědností a uspořádáním jejich vzájemných vztahů.

Platební systém

Platební systém (payment systém) je systém, který zajišťuje převody peněz nebo likvidity.

Může být provozován buď jako **hrubý** (brutto) či jako **čistý** (netto) platební systém.

Zúčtování platebního styku musí být provozováno na principu zúčtování jednotlivých položek při současné kontrole jejich krytí. Jedná se v tomto případě o tzv. **brutto princip**.

Druhým principem je tzv. **netto princip**, který spočívá v zúčtování rozdílů, tedy sald, vypočtených ze vzájemných pohledávek účastníků platebního systému. V praxi se ovšem připouští také kombinace obou těchto principů.

Platební systém tedy zajišťuje převody peněžních prostředků, ovšem pouze za předpokladu, že platí tyto podmínky:

- systém se musí řídit právem příslušného státu;
- musí mít alespoň tři účastníky;
- musí být provozován na základě písemné smlouvy.

Dále je nutné, aby:

- provozovatel systému byl držitelem příslušné licence, kterou obvykle vystavuje centrální banka daného státu;
- platební systém prováděl převody peněžních prostředků na základě pravidel stanovených legislativou.

Platební systém, u kterého většinu nebo všechny jeho účastníky představují banky, je označován jako mezibankovní platební systém. Jedná se o významný příklad platebního systému a jedná se o systém převodu finančních prostředků, který obecně funguje v rámci korespondenčního bankovníctví prostřednictvím nostro a vostro účtů.

V jednotlivých zemích se přitom obecný systém nostro a vostro účtů zjednodušuje tak, že existuje určitá banka či speciální nebankovní jednotka vlastněná bankami, u které jiné banky mají své nostro účty. Jde o tzv. zúčtovací centrum.

? Úkoly k zamyšlení a diskusi:

- 1) Stručně definujte pojem banky.
- 2) Z jakých hledisek lze vymežit banky?
- 3) Stručně definujte bankovní systém.
- 4) Co tvoří základní složku českého bankovního systému?
- 5) Jaká banka plní v ČR funkci centrální banky?
- 6) Stručně definujte platební systém.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) V případě banky se jedná o nejvýznamnější finanční zprostředkovatele v každé tržní ekonomice. Banky jsou ve své podstatě podnikatelské subjekty mající řadu specifických rysů, které se projevují v jejich postavení a celkovém významu v ekonomice.
- 2) Banky lze vymežit ze dvou hledisek a to:
 - z hlediska funkčního, kde je vycházeno z ekonomických funkcí a činností banky;
 - z hlediska právního, které je založeno na exaktním vymezení banky v příslušné právní normě.
- 3) Bankovní systém neboli bankovní soustavu lze definovat jako systém tvořený centrální bankou a souhrnem ostatních bank, které působí v daném státě, respektive v daném teritoriu nadnárodního ekonomického společenství a jejich vzájemnými vazbami a vztahy k okolí. Způsob fungování bankovního systému závisí na různých faktorech, zejména na stupni rozvinutosti příslušné národní ekonomiky, popřípadě na způsobu fungování jí nadřazeného nadnárodního společenství.
- 4) Základní složkou českého bankovního systému jsou tzv. univerzální banky.
- 5) V České republice plní funkci centrální banky Česká národní banka.

6) Platební systém je systém, který zajišťuje převody peněz nebo likvidity. Může být provozován buď jako hrubý (brutto) či jako čistý (netto) platební systém. Zúčtování platebního styku musí být provozováno na principu zúčtování jednotlivých položek při současné kontrole jejich krytí. Jedná se v tomto případě o tzv. brutto princip.

Druhým principem je tzv. netto princip, který spočívá v zúčtování rozdílů, tedy sald, vypočtených ze vzájemných pohledávek účastníků platebního systému. V praxi se ovšem připouští také kombinace obou těchto principů. Platební systém tedy zajišťuje převody peněžních prostředků, ovšem pouze za předpokladu, že platí tyto podmínky:

- systém se musí řídit právem příslušného státu;
- musí mít alespoň tři účastníky;
- musí být provozován na základě písemné smlouvy.



Studijní materiály:

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 224. ISBN 978-80-247-8821-0.

REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. s. 117, 118, 121, 122. ISBN 80.7261-132-1.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 77, 78. ISBN 978-80-247-3671-6.

PTATSCHEKOVÁ, Jitka. DITTRICHOVÁ, Jaroslava. *Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 41, 42. ISBN 978-80-247-4681-4.

MEJSTŘÍK, Michal a kol. *Bankovníctví v teorii a praxi*. Praha: Karolinum, 2014. s. 122-124. ISBN 978-80-246-2870-7.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 530, 537. ISBN 978-80-247-4516-9.

KAŠPAROVSKÁ, Vlasta a kol. *Řízení obchodních bank. Vybrané kapitoly*. Praha: C. H. Beck, 2006. s. 13. ISBN 978-80-7179-381-7.

NÝVLTOVÁ, Romana. MARINIČ, Pavel. *Finanční řízení podniku. Moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing, 2010. s. 30. ISBN 978-80-247-3158-2.

Kapitola 4: Měnová politika



Klíčové pojmy:

měnová politika, členění měnové politiky, nástroje měnové politiky



Cíle kapitoly:

- seznámení s měnovou politikou;
- seznámení se členěním měnové politiky;
- seznámení s nástroji měnové politiky.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Měnová politika vyspělých zemí (monetary policy) prošla během uplynulých třiceti let procesem konvergence, tudíž rozdíly mezi jednotlivými státy jsou v současné době již nepatrné. Měnová politika dnes spočívá pouze v tom, že centrální banka reguluje či řídí krátkodobé úrokové míry domácí měny, a to z toho důvodu, aby se tímto způsobem pokusila ovlivnit inflaci, vývoj HDP a zaměstnanost.

V tomto smyslu existuje měnová politika pouze v tržních ekonomikách, neboť v centrálně řízených ekonomikách jsou ceny regulovány přímo.

Jinými slovy měnová neboli monetární politika představuje regulaci nabídky peněz ze strany centrální banky, a to za účelem dosažení stanovených makroekonomických cílů.

K prosazování měnové politiky používají centrální banky celou řadu nástrojů, jejichž použití má různý dopad jak na chování a hospodaření obchodních (komerčních) bank, tak na vývoj celého finančního a ekonomického systému dané země.

Jako základní předpoklad účinnosti měnové politiky realizované centrální bankou lze považovat především stabilitu a odhadnutelnost vzájemných vazeb mezi operativními kritérii na straně jedné a zprostředkujícími kritérii na straně druhé.

Dalším důležitým předpokladem realizace efektivní měnové politiky představuje kategorický imperativ, který zajišťuje fakt, aby centrální banka mohla vykonávat svou činnost a uvádět svá rozhodnutí do praxe samostatně a tedy nezávisle na vládě příslušného státu. Tento fakt má zcela zásadní význam, neboť nezávislost centrální banky při provádění měnové politiky, tj. nezávislost měnové politiky (monetary policy independence) představuje nezávislost centrální banky při stanovení operačního cíle měnové politiky, tj. při stanovení krátkodobé úrokové míry. Tato nezávislost centrální banky na politické moci se v posledních dvaceti letech stala jednou ze základních institucionálních charakteristik měnové politiky. Posun směrem k vyšší nezávislosti centrálních bank v této oblasti vychází z empirického přesvědčení, že centrální banka je schopna dosáhnout a dlouhodobě udržet cenovou stabilitu jen tehdy, pokud je nezávislá na politických tlacích ze strany vlády příslušného státu.

Členění měnové politiky

Měnovou politiku lze členit na:

- expanzivní měnovou politiku;
- restriktivní měnovou politiku.

V případě **expanzivní měnové politiky** (accomodative monetary policy) se jedná o akce centrální banky, které spočívají ve snížení tržní krátkodobé úrokové míry, čímž se snižují i ostatní úrokové míry v ekonomice. Na tuto situaci reagují obchodní banky vyšší ochotou v oblasti poskytování nových úvěrů a naopak jejich klienti jsou aktivnější v přijímání nových úvěrů.

Kromě tohoto faktu dále dochází k většímu utrácení ze strany domácností a podniků, což zapříčiňuje zvyšování oběhu peněz v ekonomice.

Expanzivní politika je centrální bankou prováděna tehdy, pokud je zapotřebí stimulovat růst národní ekonomiky.

V případě **restriktivní měnové politiky** (tight monetary policy) se jedná o akci centrální banky, která spočívá ve zvýšení tržní krátkodobé úrokové míry, čímž dojde ke zvýšení také ostatní úrokové míry v ekonomice.

Obchodní banky na tuto situaci reagují nižší ochotou v oblasti poskytování nových úvěrů a jejich klienti jsou zdrženlivější v přijímání těchto úvěrů.

Dále tato politika zapříčiní menší utrácení domácností a podniků, čímž dochází ke snižování rychlosti oběhu peněz v národní ekonomice.

Restriktivní měnová politika je prováděna tehdy, pokud hrozí inflace.

Nástroje měnové politiky

Co se týče nástrojů měnové politiky, nutno konstatovat, že tyto nástroje bývají nejčastěji klasifikovány ze tří základních hledisek, a to:

- z hlediska času;
- z hlediska adresnosti;
- na základě četnosti použití.

Klasifikace z hlediska času respektuje délku účinnosti nástrojů měnové politiky, tudíž se může jednat buď o nástroje krátkodobé působnosti, nebo naopak o nástroje působnosti dlouhodobé.

V případě **klasifikace z hlediska adresnosti** se jedná o tyto nástroje:

- tzv. nástroje přímé (adresné, direktivní, selektivní, netržní apod.);
- tzv. nástroje nepřímé (tržní, ekonomické atd.)

Nástroje přímé jsou používány k regulaci vybraných obchodních bank.

Nástroje nepřímé působí plošně na všechny obchodní banky stejně.

Jako nepřímý nástroj měnové politiky jsou obecně označovány operace na volném trhu, zatímco přímým nástrojem měnové politiky jsou nařízení centrální banky o výši úrokových měr.

Nepřímé nástroje měnové politiky však v současné době používají pouze některé vyspělé státy. Operace na volném trhu (open market operations) jsou operace prováděné z iniciativy centrální banky na trhu s domácí měnou. Cílem využití tohoto nástroje běžně bývá dosažení zvolené úrovně krátkodobé úrokové míry. Během operací na volném trhu se mění celkové rezervy obchodních bank u centrální banky. V každém případě se pak těmito operacemi musí dosáhnout určitých přebytkových rezerv. Operacemi na volném trhu centrální banka dosahuje snížení či zvýšení úrokových měr. Za účelem zvýšení inflace centrální banka úrokové míry snižuje, čímž dochází ke stimulaci ekonomiky. Jestliže národní ekonomika naopak roste příliš rychle a zvyšuje se nebezpečí inflace, centrální banka úrokové míry naopak snižuje, čímž se ovšem tlumí ekonomika.

Základní předností operací na volném trhu jsou jejich relativně nízké náklady, jejich operativnost a jednoduchost. Nejčastěji totiž bývají realizovány prostřednictvím specifických transakcí s cennými papíry. Prostřednictvím nákupů cenných papírů centrální bankou od obchodních bank jsou zvyšovány likvidní rezervy těchto bank, čímž je současně zvyšována i jejich úvěrová kapacita

Operace na volném trhu probíhají z iniciativy centrální banky, ovšem jednotlivé centrální banky umožňují komerčním bankám realizovat s ní operace také z iniciativy těchto bank. Přitom dochází ke změně rezerv bank, tedy likvidity, u centrální banky. V tomto případě se jedná o **automatické nástroje** (automatic facilities, standing facilities). Jsou obecně definovány jako operace realizované z iniciativy obchodních bank na trhu s domácí měnou, jejichž cílem je zvýšení či naopak snížení rezerv dané obchodní banky.

Centrální banky obchodním bankám v tomto případě dávají obvykle k dispozici dva automatické nástroje, a to **vkladový nástroj** (deposit facility) a **úvěrový nástroj** (lending facility).

Použití automatických vkladových a úvěrových nástrojů bylo až do počátku finanční a ekonomické krize v roce 2007 ve světě naprosto výjimečné. Poté se však situace zásadně změnila v důsledku toho, že v řadě vyspělých zemí mezibankovní trh do značné míry tzv. zamrzl.

V **případě klasifikace na základě četnosti použití** se může jednat o tzv. nástroje běžné, respektive výjimečné.

Za vůbec nejvýznamnější způsob klasifikace nástrojů měnové politiky využívaných centrální bankou bývá všeobecně považováno jejich klasifikace podle adresnosti, tedy na nástroje přímé a nepřímé.

? **Úkoly k zamyšlení a diskusi:**

- 1) Stručně definujte měnovou politiku.
- 2) Jaké jsou základní předpoklady účinnosti měnové politiky?
- 3) Jak lze členit měnovou politiku?
- 4) Jak členíme nástroje měnové politiky z hlediska adresnosti?
- 5) Jaký je nejvýznamnější způsob klasifikace nástrojů měnové politiky používaných centrální bankou?

6) Stručně definujte restriktivní měnovou politiku.

🔑 Klíč k řešení otázek:

1) Měnová politika představuje regulaci nabídky peněz ze strany centrální banky, a to za účelem dosažení stanovených makroekonomických cílů.

K prosazování měnové politiky používají centrální banky celou řadu nástrojů, jejichž použití má různý dopad jak na chování a hospodaření obchodních (komerčních) bank, tak na vývoj celého finančního a ekonomického systému dané země.

2) Jako základní předpoklad účinnosti měnové politiky realizované centrální bankou lze považovat především stabilitu a odhadnutelnost vzájemných vazeb mezi operativními kritérii na straně jedné a zprostředkujícími kritérii na straně druhé.

3) Měnovou politiku lze členit na:

- expanzivní měnovou politiku;
- restriktivní měnovou politiku.

4) Dle klasifikace z hlediska adresnosti se jedná o tyto nástroje:

- tzv. nástroje přímé (adresné, direktivní, selektivní, netržní apod.);
- tzv. nástroje nepřímé (tržní, ekonomické atd.)

5) Za nejvýznamnější způsob klasifikace nástrojů měnové politiky využívaných centrální bankou bývá považována jejich klasifikace podle adresnosti.

6) V případě restriktivní měnové politiky (tight monetary policy) se jedná o akci centrální banky, která spočívá ve zvýšení tržní krátkodobé úrokové míry, čímž dojde ke zvýšení také ostatní úrokové míry v ekonomice.

Obchodní banky na tuto situaci reagují nižší ochotou v oblasti poskytování nových úvěrů a jejich klienti jsou zdrženlivější v přijímání těchto úvěrů. Dále tato politika zapříčiní menší utrácení domácností a podniků, čímž dochází ke snižování rychlosti oběhu peněz v národní ekonomice.

Restriktivní měnová politika je prováděna tehdy, pokud hrozí inflace.



Studijní materiály:

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 15, 23-25, 146. ISBN 978-80-247-4516-9.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 78-82. ISBN 978-80-247-3671-6.

JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004. s. 377. ISBN 978-80-247-0769-1.

PTATSCHEKOVÁ, Jitka. DITTRICHOVÁ, Jaroslava. *Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 29. ISBN 978-80-247-4681-4.

Kapitola 5: Transmisní mechanismus měnové politiky



Klíčové pojmy:

měnová politika, transmisní mechanismus měnové politiky



Cíle kapitoly:

- seznámení s měnovou politikou;
- seznámení s transmisním mechanismem měnové politiky.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Jak je již uvedeno v předchozí kapitole (viz kapitola č. 4), měnová neboli monetární politika představuje regulaci nabídky peněz ze strany centrální banky, a to za účelem dosažení stanovených makroekonomických cílů.

V této kapitole se zaměříme v rámci měnové politiky na její transmisní mechanismus.

Transmisní mechanismus měnové politiky

Transmisní mechanismus měnové politiky (transmission mechanism of monetary policy) představuje specifický řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení operačního cíle příslušné centrální banky (tedy cíle v podobě krátkodobé úrokové míry) vedly k žádoucím a očekávaným změnám inflace a případně také k žádoucím a očekávaným změnám v oblasti HDP a zaměstnanosti.

Vzhledem k tomu, že podstata měnové politiky spočívá v ovlivňování inflace a případně i dalších veličin národní ekonomiky, je zcela zásadní, že změna měnově politických nástrojů nepůsobí přímo na konečné cíle, nýbrž prostřednictvím několika mezistupňů, které lze označit jako tzv. zprostředkující trhy.

Transmisní mechanismus měnové politiky si můžeme zjednodušeně představit jako kauzální vztahy mezi nástroji měnové politiky, operativními kritérii, zprostředkujícími kritérii a cíli měnové politiky. Konkrétní transmisní mechanismus je závislý na zvolené měnové politice prováděné centrální bankou.

V rámci transmisního mechanismu měnové politiky, realizované jednotlivými centrálními bankami, lze tedy vymezit cíle:

- operační;
- zprostředkující;
- konečné.

Základním operačním cílem je již výše zmíněná tržní krátkodobá úroková míra.

Za základní zprostředkující cíl je považován určitý peněžní agregát, který se však nepoužívá při cílení inflace a za **základní konečný cíl** je považována cenová stabilita v rámci příslušné národní ekonomiky.

Existují samozřejmě i další operační, zprostředkující a konečné cíle, ty se však v současné době v tržních ekonomikách prakticky nepoužívají.

V případě **operačních cílů** se jedná o peněžní bázi, limity na objem úvěrů a limity na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů.

V případě **zprostředkujících cílů** se pak jedná o měnový kurz, tržní dlouhodobou úrokovou míru, objem úvěrů a ceny aktiv.

A v případě **konečných cílů** se jedná o dlouhodobý ekonomický růst, pokud možno co nejvyšší zaměstnanost a vyrovnanou platební bilanci.

Nutno konstatovat, že na počátku působení transmisního mechanismu stojí změna nastavení operačního cíle, která by měla vést ke změně chování zprostředkujících trhů a na které má nastavení operačního cíle přímý vliv.

Změna chování těchto trhů pak prostřednictvím dalších různých zprostředkujících trhů by měla vést ke změnám na cílových trzích, jejichž cenový vývoj má příslušná centrální banka v úmyslu ovlivnit.

Transmisní mechanismus měnové politiky tedy působí paralelně více cestami, které jsou označovány jako **kanály měnové politiky**. V odborné literatuře se můžeme setkat s několika variantami chápání těchto kanálů, ovšem nejčastěji je transmisní mechanismus vysvětlován pomocí těchto čtyř kanálů:

- kanálu kurzového;
- kanálu úrokového;
- kanálu úvěrového;
- kanálu cen aktiv (kanál bohatství).

Úvěrový kanál, úrokový kanál a kanál cen aktiv mají obvykle relativně značný dopad na domácí poptávku po domácím zboží a službách, přičemž úvěrový kanál působí nepřímo prostřednictvím peněžní zásoby.

Kanál bohatství a úrokový kanál pak působí na domácí poptávku po zboží a službách přímo. Kanál měnového kurzu má zase dopad zaprvé na zahraniční poptávku po domácím zboží a službách a zadruhé na domácí poptávku po zahraničním zboží a službách.

Nyní si blíže tyto kanály měnové politiky specifikujeme.

Kurzový kanál

Kurzový kanál neboli také kanál měnového kurzu představuje reakci devizového kurzu domácí měny na změny v oblasti úrokových sazeb, což má v případě zvýšení úrokových sazeb za následek příliv spekulativního kapitálu, protože došlo ke zvýšení relativní výnosnosti domácích aktiv vzhledem k aktivům zahraničním. Následkem je – tedy v případě zvýšení úrokových sazeb – obvykle zhodnocení devizového kurzu domácí měny, protože v důsledku přílivu kapitálu poptávka po domácí měně na trhu převyšuje její nabídku.

Další důsledek zvýšení úrokových sazeb představuje zlevnění importů, což přímo působí na snižování inflace. Obvykle pak dojde ke zvýšení objemu importu a současně k poklesu objemu exportu, což však vede ke snížení agregátní poptávky, snížení růstu ekonomiky a zvýšení nezaměstnanosti.

Naopak snížení krátkodobé úrokové míry obvykle způsobuje okamžité oslabení domácí měny, což se projeví jednak ve zvýšené zahraniční poptávce po domácím zboží a službách a jednak naopak ve snížené domácí poptávce po zahraničním zboží a službách. Poté pak obvykle v rámci příslušné národní ekonomiky dochází ke zvýšení inflace, HDP, ale také zaměstnanosti.

Úrokový kanál

Co se týče úrokového kanálu, lze konstatovat, že vyjadřuje citlivost řady ekonomických subjektů na změny úrokových sazeb.

Tento kanál funguje tím způsobem, že v případě růstu úrokových sazeb je pro domácnosti daného státu výhodnější odkládat svoji spotřebu do budoucnosti, tedy aktuálně více spořit. V důsledku toho pak klesá, či by měla klesat, spotřeba domácností a tím také agregátní poptávka.

Dále růst tržních sazeb ovlivňuje i rozhodování podniků a firem. Klesá jim totiž výnosnost investic relativně k výnosnosti finančních investic, protože výnosnost finančních investic s růstem úrokových sazeb obecně roste. Firmy a podniky také čelí vyšším úrokovým nákladům v případě získávání zdrojů formu úvěrů, v důsledku čehož firmy čerpají méně úvěrů a tím klesá investiční aktivita, tedy část agregátní poptávky a také agregátní poptávka jako celek. To pak vede ke zpomalení růstu příslušné národní ekonomiky, dále pak ke zvýšení nezaměstnanosti, ale na druhou stranu to zase způsobuje snížení růstu či míry inflace.

Úvěrový kanál

Úvěrový kanál (lending channel nebo také credit channel) představuje kanál nabídky úvěrů ze strany bank a poptávky po úvěrech ze strany klientů, ať již jsou jimi domácnosti či podniky. Domácnosti se totiž průběžně rozhodují, zda si vezmou spotřební úvěr, hypoteční úvěr atd. Firmy se pak zase rozhodují, zda si vezmou úvěr na rozvoj podnikání. Banky v rámci posuzování žádostí o úvěr berou v úvahu nejen schopnost konkrétního klienta úvěr splatit, nýbrž také předpokládaný vývoj národní ekonomiky. Prostřednictvím úvěrového kanálu proto dochází k růstu, stagnaci či poklesu objemu úvěrů, tedy peněžní zásoby, která má v dlouhodobém horizontu nesporný vliv na inflaci.

Obecně v této souvislosti platí, že v dlouhodobém horizontu je inflace nižší než růst peněžní zásoby. Ovšem v krátkodobém horizontu tato závislost nemusí vždy platit. Může totiž nastat situace, kdy v případě růstu peněžní zásoby dochází k deflaci. Snížení krátkodobé úrokové míry obvykle způsobuje zvýšený zájem o úvěry ze strany domácností i firem, přičemž současně se zvyšuje ochota věřitelů, tedy hlavně bank, poskytovat nové úvěry.

Kanál cen aktiv

Tento kanál bývá také nazýván jako kanál bohatství v podobě akcií, nemovitostí, komodit atd., lze konstatovat, že za situace zvýšení úrokových sazeb ceny aktiv obvykle klesají. Je tomu tak z toho důvodu, že vyšší úrokové sazby snižují výnosnost aktiv ve vztahu k finančním aktivům, typicky např. ve vztahu k úročným vkladům, obligacím atd.

Pokud poklesnou ceny aktiv, poklesne také úroveň bohatství jejich držitelů. Vzhledem k tomu, že na výši bohatství do jisté míry závisí i spotřeba, v situaci zvýšení úrokových sazeb spotřeba klesá mimo jiné i prostřednictvím tohoto kanálu. Stejný efekt pak působí i na firmy, které snižují své investice.

V opačném případě, tedy v případě snižování úrokových sazeb, dochází k růstu cen aktiv. Jejich držitelům pak připadá, že mají větší bohatství, protože by mohli svá aktiva prodat za vyšší ceny než dříve. S větším bohatstvím pak skutečně u některých jedinců může docházet k prodeji části aktiv a k následnému zvýšení spotřeby, a to i prostřednictvím úvěrů.

Nutno dodat, že všechny čtyři kanály transmisního mechanismu měnové politiky mají v podstatě stejnosměrný vliv na celkovou poptávku po domácím zboží a službách a také v podstatě stejný dopad na inflaci, HDP i zaměstnanost (nezaměstnanost). Názory odborníků na význam jednotlivých kanálů měnového transmisního mechanismu však nejsou jednotné. Ve velikosti a časování jednotlivých dopadů totiž existuje značná nejistota. Zpoždění dopadů a nejrůznější zpětné vazby velmi ztěžují úsilí po objektivním zmapování všech souvislostí. Navíc v případě žádného kanálu neexistuje a ani nemůže existovat stoprocentní korelace s konečným cílem měnové politiky centrální banky, tedy s inflací.

Na závěr této kapitoly je nutné zdůraznit, že fungování transmisního mechanismu v praxi není tak jednoduché, a to z toho důvodu, že na dané veličiny působí řada jiných ekonomických i neekonomických faktorů. Obecně pak fungování transmisního mechanismu závisí na tom, jak jsou odhadnutelné vztahy mezi nástroji a jednotlivými cíli. To znamená, že centrální banka musí vědět, zda je schopná, změnou nastavení svých nástrojů dosáhnout změny v operačním cíli. Dále musí také vědět, jak změna v operačním cíli povede ke změně zprostředkujícího cíle. A nakonec musí být centrální bance také jasné, jak působí změna zprostředkujícího cíle na konečný cíl měnové politiky.

Je tedy zřejmé, že v oblasti transmisního mechanismu měnové politiky je ve hře celá řada nejrůznějších faktorů, které musí příslušná centrální banka analyzovat předtím, než zahájí příslušná opatření.

? Úkoly k zamyšlení a diskusi:

- 1) Stručně definujte transmisní mechanismus měnové politiky.
- 2) Jaké lze vymezit cíle v rámci transmisního mechanismu měnové politiky?
- 3) Jak je nazýváno působení transmisního mechanismu měnové politiky více cestami?
- 4) Stručně definujte kurzový kanál.
- 5) Definujte zprostředkující cíl měnové politiky.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Transmisní mechanismus měnové politiky představuje specifický řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení operačního cíle příslušné centrální banky (tedy cíle v podobě krátkodobé úrokové míry) vedly k žádoucím a očekávaným změnám inflace a případně také k žádoucím a očekávaným změnám v oblasti HDP a zaměstnanosti.
- 2) V rámci transmisního mechanismu měnové politiky, realizované jednotlivými centrálními bankami, lze tedy vymezit cíle:
 - operační;
 - zprostředkující;
 - konečné.
- 3) Transmisní mechanismus měnové politiky tedy působí paralelně více cestami, které jsou označovány jako kanály měnové politiky.
- 4) Úvěrový kanál představuje kanál nabídky úvěrů ze strany bank a poptávky po úvěrech ze strany klientů, ať již jsou jimi domácnosti či podniky. Domácnosti se totiž průběžně rozhodují, zda si vezmou spotřební úvěr, hypoteční úvěr atd.

Firmy se pak zase rozhodují, zda si vezmou úvěr na rozvoj podnikání. Banky v rámci posuzování žádostí o úvěr berou v úvahu nejen schopnost konkrétního klienta úvěr splatit, nýbrž také předpokládaný vývoj národní ekonomiky.

Prostřednictvím úvěrového kanálu proto dochází k růstu, stagnaci či poklesu objemu úvěrů, tedy peněžní zásoby, která má v dlouhodobém horizontu nesporný vliv na inflaci.

- 5) Za základní zprostředkující cíl je považován určitý peněžní agregát, který se však nepoužívá při cílení inflace a za konečně základní konečný cíl je považována cenová stabilita v rámci příslušné národní ekonomiky.



Studijní materiály:

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 125, 649, 132, 126.127, 133. ISBN 978-80-247-4516-9.

PTATSCHEKOVÁ, Jitka. DITTRICHOVÁ, Jaroslava. *Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 29. ISBN 978-80-247-4681-4.

ČERNOHORSKÝ, Jan. TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 47 - 49. ISBN 978-80-247-3669-3.

POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. Praha: C. H. Beck, 2006. s. 78. ISBN 978-80 7179-462-7.

Kapitola 6: Kurzová politika



Klíčové pojmy:

kurzová politika, měnový kurz, fundamentální a technická analýza kurzové politiky, cizoměnové intervence



Cíle kapitoly:

- seznámení s měnovým kurzem;
- seznámení s fundamentální a technickou analýzou kurzové politiky;
- seznámení s cizoměnovými intervencemi.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

V této kapitole se zaměříme na problematiku kurzové politiky.

Měnový kurz (foreign exchange rate)

Základním pojmem měnového trhu je měnový kurz. Účastníci měnového trhu předvídající měnové kurzy, jsou rozděleni na účastníky, kteří využívají fundamentální analýzu a dále na účastníky, kteří využívají technickou analýzu.

Měnový kurz lze definovat jako poměr výměny dvou měn tj. zejména vkladu bankovního v jedné měně za bankovní vklad v měně jiné. Jinými slovy se jedná o cenu jedné měny, která je vyjádřena v jiné měně.

Měnový kurz závisí na velkém množství faktorů. V dlouhodobém horizontu reaguje na platební bilanci s tím, že naopak změna měnového kurzu zpětně působí na platební bilanci.

V krátkodobém horizontu je plovoucí měnový kurz ovlivněn spekulací a bývá silně volatilní. Příčinou tohoto ovlivnění je skutečnost, že měnový kurz sám o sobě hledá velice obtížně rovnovážný stav a dochází na něm k velkým výkyvům.

Každá měnová operace obsahuje dvě měny, a to:

- bazickou měnu;
- smluvní měnu.

Bazickou měnou je z pohledu obchodníka kupovaná či prodávaná měna za měnu smluvní.

Smluvní měna vystupuje u měnového kurzu v čitateli, naproti tomu bazická měna ve jmenovateli.

Jako příklad si můžeme uvést situaci, kdy u páru euro - koruna je euro bazickou měnou a koruna je smluvní měnou - jedná se tedy o tento vztah 23,98 CZK/EUR.

Nejvíce obchodovanou měnou je americký dolar. Od momentálních měnových kurzů mezi americkým dolarem a jinými světovými bankami jsou odvozovány měnové kurzy složených měn. Jedná se o tyto kurzy:

- kabel;
- křížový kurz.

V případě **kabelu** se jedná o obchodní žargon pro měnový kurz GBP/USD, kde GBP je bazická měna. Tento název pochází z období v polovině 19. století, kdy byl měnový kurz přenášen prostřednictvím transatlantického kabelu.

V případě **křížového kurzu** je měnový kurz mezi jakýmkoliv dvěma měnami, které jsou v zemi a kde je měnový pár kótován, považovány za nestandardní.

Kromě těchto kurzů existují také **vážené či efektivní měnové kurzy**, které se vztahují například k vývozu a dovozu. Okamžik vypořádání vede na měnovém trhu k rozdělení měnového trhu na:

- spotový měnový trh;
- derivátový měnový trh.

Na spotovém měnovém trhu je vypořádání obvykle provedeno do dvou pracovních dnů.

Na derivátovém trhu je vypořádání později než na trhu spotovém.

Fundamentální a technická analýza kurzové politiky

Mnoho lidí si klade otázku, jak nejlépe lze odhadnout budoucí vývoj určitého měnového kurzu. V tomto případě se jedná o komplexní problém, který je široce studován a diskutován, avšak i přesto neexistuje definitivní odpověď. Názory na odhad měnových kurzů se liší a mění.

Za těchto stále se měnících podmínek dopad určité události na měnový kurz závisí značným způsobem na okolnostech v dané době. Účastníci trhu tedy musí každý den předvídat, neboť každá dostupná informace může způsobit korekci předpovědí a událostí.

K nejdramatičtějším pohybům dochází v případě neočekávaných událostí. Jako příklad těchto událostí lze uvést například: zvýšení úrokových měr centrální bankou či hrozbu války. Přesto, spíše než samotná událost, hýbou mnohem častěji trhem očekávání, která ji doprovázejí. Očekávání jsou velice důležitá. Pokud si účastníci trhu myslí, že v budoucnu by měla být měna silnější (slabší), posílí (oslabí) už dnes.

Jak již bylo uvedeno výše, účastníci trhu předvídající měnové kurzy, jsou obvykle rozděleni:

- na účastníky využívající fundamentální analýzu;
- na účastníky využívající technickou analýzu.

Nyní se zaměříme na jednotlivé analýzy.

Fundamentální analýza (fundamental analysis)

Jedná se o analýzu hospodářských a politických informací s cílem určení budoucích pohybů na finančním trhu. V tomto případě se jedná o interpretaci širokého množství různých druhů hospodářských informací, zpráv, vládními institucemi publikovaných ukazatelů a sdělení politiků a ekonomů.

Vždy se jedná o analýzu několika vlivů, které mohou působit zcela protichůdně, z tohoto důvodu je poté někdy velmi těžké přesně určit faktor, který nakonec ovlivní pohyb kurzu.

Všechny vybrané faktory jsou v čase proměnlivé a vždy může do všeobecně uznávaných předpokladů vstoupit zcela neočekávaná událost. Proto je třeba vždy pečlivě zvážit všechny prvky analýzy a zvolit ty, které mají na budoucí vývoj největší vliv.

Z fundamentálního hlediska působí na měnový kurz tyto hospodářské veličiny:

- inflace;
- růst reálného HDP;
- platební bilance;
- výše úrokových měr;
- politická a sociální stabilita;
- kurzová politika země.

Technická analýza (technical analysis)

Tato analýza zobrazuje snahu o předpověď budoucích pohybů na finančním trhu na základě analýzy tržních dat.

V rámci této analýzy se technický analytik soustředí na trendové linie, úrovně podpory a množství formací pro rozpoznání příležitostí k obchodu. Používá k tomu grafy, tabulky a z dosavadního průběhu křivek se snaží odvodit podobnost se stavem současným.

Někteří analytici se snaží najít vedoucí indikátory, což představují statistická data, s jejichž pomocí je předpovídán budoucí hospodářský vývoj.

Dopad měnového trhu na měnový kurz

Měnový trh s určitou měrou působí na měnový kurz této měny. Měnový kurz domácí měny se rodí v obchodních bankách dané země, a to i přes měnové pozice obchodních bank.

Režimy měnových kurzů

Existuje několik režimů měnových kurzů, a to:

- zlatý standard;
- pevný měnový kurz;
- korigované a posuvné zavěšení;
- čistý, nezávislý a řízený plovoucí měnový kurz a měnový výbor.

Žádný měnový režim nelze považovat za univerzální.

Zlatý standard

Jedná se o peněžní systém, kdy daná měna byla fixována na zlato. Jinými slovy bylo konkrétně určeno, jaké hmotnosti zlata odpovídá jednotka měny.

Pevný měnový kurz

Jedná se o režim měnového kurzu, kdy centrální banka či jiná instituce centrální vlády cizoměnovými intervencemi udržuje měnový kurz vůči referenční měně či k určitému koši měn v měnovém pásmu.

Korigované a posuvné zavěšení

V případě korigovaného zavěšení jsou představovány periodické oficiální korekce měnového kurzu měny připojené na jinou měnu či koš jiných měn.

V případě posuvného zavěšení jsou představovány oficiální korekce měnového kurzu měny připojené na jinou měnu či koš jiných měn.

Čistý, nezávislý, řízený plovoucí měnový kurz

Čistý plovoucí měnový kurz je režim měnového kurzu, kdy je měnový kurz výlučně závislý na trhu.

V případě nezávislého plovoucího měnového kurzu se jedná podle Mezinárodního měnového fondu o režim měnového kurzu, kdy měnový kurz je čas od času ovlivňován cizoměnovými intervencemi centrální banky nebo jinými institucemi.

Řízený plovoucí měnový kurz představuje režim měnového kurzu, kdy je měnový kurz ovlivňován cizoměnovými intervencemi.

Cizoměnové intervence

Jedná se o akce centrální banky či jiné instituce centrální vlády k ovlivnění měnového kurzu domácí měny vůči ostatním měnám na měnovém trhu.

Centrální banka může provádět cizoměnové intervence ve dvou směrech, a to:

- intervencemi na oslabení koruny korunová likvidita roste;
- intervencemi na posílení korunová likvidita klesá.

Důvody užívání cizoměnových intervencí jsou:

- udržování měnového kurzu v daném pásmu při pevném kurzu či zabránění nadměrného posilování či oslabování měny;
- zabránění nepřiměřené stability měnového kurzu při plovoucím kurzu.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi:

- 1) Jak lze definovat měnový kurz?
- 2) Jaké měny obsahuje každá měnová operace?
- 3) Jak jsou obvykle rozdělení účastníci trhu předpovídající měnové kurzy?
- 4) Jaké veličiny působí z fundamentálního hlediska na měnový kurz?
- 5) Stručně definujte technickou analýzu.
- 6) Jaké znáte režimy měnových kurzů?

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Měnový kurz lze definovat jako poměr výměny dvou měn tj. zejména vkladu bankovního v jedné měně za bankovní vklad v měně jiné. Jinými slovy se jedná o cenu jedné měny, která je vyjádřena v jiné měně.
- 2) Každá měnová operace obsahuje dvě měny, a to:
 - bazickou měnu;
 - smluvní měnu.
- 3) Účastníci trhu předpovídající měnové kurzy, jsou obvykle rozdělení:
 - na účastníky využívající fundamentální analýzu;
 - na účastníky využívající technickou analýzu.
- 4) Z fundamentálního hlediska působí na měnový kurz tyto hospodářské veličiny:
 - inflace;
 - růst reálného HDP;
 - platební bilance;
 - výše úrokových měr;
 - politická a sociální stabilita;

- kurzová politika země.
- 5) Tato analýza zobrazuje snahu o předpověď budoucích pohybů na finančním trhu na základě analýzy tržních dat.
- V rámci této analýzy se technický analytik soustředí na trendové linie, úrovně podpory a odpory a množství formací pro rozpoznání příležitostí k obchodu. Používá k tomu grafy, tabulky a z dosavadního průběhu křivek se snaží odvodit podobnost se stavem současným.
- Někteří analytici se snaží najít vedoucí indikátory, což představují statistická data, s jejichž pomocí je předpovídán budoucí hospodářský vývoj.
- 6) Existuje několik režimů měnových kurzů, a to:
- zlatý standard;
 - pevný měnový kurz;
 - korigované a posuvné zavěšení;
 - čistý, nezávislý a řízený plovoucí měnový kurz a měnový výbor.



Studijní materiály:

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika..* Praha: Grada Publishing, 2013. s. 333 - 335, 339 - 341, 343, 356, 368, 381, 384 - 385, 391, 395. ISBN 978-80-247-4516-9.

Kapitola 7: Kapitálové trhy. Alokace úspor charakteristika kapitálových trhů, struktura kapitálových trhů, postavení kapitálových trhů v ekonomikách



Klíčové pojmy:

kapitálové trhy, alokace úspor



Cíle kapitoly:

- seznámení s kapitálovými trhy;
- seznámení s dělením kapitálových trhů;
- seznámení s nástroji kapitálového trhu,
- seznámení s významem kapitálového trhu;
- seznámení s alokací úspor.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Kapitálový trh je trhem pro obchodování těch finančních investičních instrumentů majících povahu dlouhodobých finančních investic. Jeho prostřednictvím jsou poskytovány jak dlouhodobé úvěry, tak jsou na něm také obchodovány dlouhodobé cenné papíry.

Kapitálový trh

Kapitálový trh tedy představuje trh dlouhodobých finančních instrumentů, přičemž jako základní kritérium dlouhodobosti se obvykle uvádí splatnost delší než jeden rok.

Podobně jako na každém dalším segmentu finančních trhů se také v případě kapitálových trhů střetávají deficitní a přebytkové jednotky, mezi které však téměř vždy vstupují specifickí finanční zprostředkovatelé.

Jako základní instrumenty kapitálových trhů, na jejichž základě dochází k přemísťování kapitálu, lze označit:

- investiční cenné papíry (tedy akcie a dluhopisy a cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů, např. depozitní certifikáty);
- cenné papíry vydané určitým fondem kolektivního investování a konečné různé deriváty (tedy opce a finanční termínové smlouvy, které umožňují přenos rizika, např. futures, swapy atd.).

Kapitálový trh lze rozdělit na dva dílčí, relativně samostatné segmenty, které představují:

- trh dlouhodobých úvěrů;
- trh dlouhodobých cenných papírů.

Trh dlouhodobých úvěrů

Poskytovateli dlouhodobých úvěrů často bývají nejčastěji obchodní banky, případně i jiné finanční instituce. Vzhledem k jejich dlouhodobosti a většímu objemu zapůjčených peněžních prostředků nejčastěji bývají ručeny reálným majetkem. Vedle těchto úvěrů se také jedná i o dlouhodobé vklady s dobou splatnosti delší než jeden rok.

Trh dlouhodobých cenných papírů

Na kapitálovém trhu jsou za nejvýznamnější druhy cenných papírů považovány zejména akcie a dlouhodobé dluhopisy. Z tohoto důvodu bývá tento trh nazýván trhem cenných papírů. Významnou předností těchto cenných papírů je na rozdíl od dlouhodobých úvěrů především převoditelnost.

Skutečnost, že operace s dlouhodobými cennými papíry převyšují objem dlouhodobých úvěrových operací, je vyvolána tím, že investiční požadavky neustále rostou a jejich zabezpečování jedním subjektem (zpravidla bankou) bývá od určité meze velmi riskantní.

Tím, že cenné papíry nakupuje velké množství různých investorů, umožňují toto riziko rozložit.

Co se týče nástrojů kapitálového trhu, ve srovnání s nástroji peněžního trhu je lze vzhledem k jejich dlouhodobějšímu charakteru sice považovat za poněkud rizikovější, na druhé straně však poskytují vyšší výnosy. Je tomu tak především z toho důvodu, že riziko každé investice stoupá jak s dobou její životnosti, tak i s velikostí investované finanční částky. Investice na kapitálovém trhu přitom bývají v převážné většině případů vzhledem k délce životnosti daných finančních instrumentů podstatně dlouhodobější, než jsou investice realizované na peněžním trhu. Přitom je nutné zdůraznit, že investice na kapitálovém trhu bývají i větší co do objemu investovaných finančních prostředků.

Hlavní instrumenty kapitálových trhů

Za **hlavní instrumenty** kapitálových trhů bývají obecně považovány především akcie a dluhopisy. Z tohoto důvodu jsou kapitálové trhy někdy samy o sobě označovány jako trhy cenných papírů, tedy bez ohledu na trh dlouhodobých úvěrů a krátkodobých cenných papírů. Na tomto místě je proto vhodné upřesnit, že cenný papír obecně představuje listinu, respektive záznam, které jsou pohledávkou vlastníka vůči tomu, kdo daný cenný papír emitoval. Lze tedy konstatovat, že cenný papír funguje jako nositel právního nároku, který v sobě ztělesňuje. Pro vznik, existenci, převod a zánik tohoto nároku je v podstatě nenahraditelný.

Význam kapitálových trhů

Význam kapitálových trhů spočívá v tom, že alokací dříve shromážděného peněžního kapitálu se umožňuje přeměna méně likvidního majetku na aktiva nejlikvidnější, tedy hotovost, a naopak. Kapitálové trhy umožňují investorům diversifikovat jejich majetek mezi velký počet investičních instrumentů a tím snižovat své riziko. Kapitálové trhy, především pak trhy akciové, také umožňují vykonávat tlak majitelů akcií na managementy firem, aby jednaly v jejich zájmu, tedy aby se snažily maximalizovat tržní cenu akcií daných firem. Kapitálové trhy obecně přispívají k vyšší produktivitě a efektivnosti ekonomiky jako celku.

Alokace úspor

Co se týče alokace úspor, nutno konstatovat, že při svém rozhodování ohledně způsobu alokace úspor do jednotlivých investičních instrumentů bere investor v úvahu **celkovou hodnotu svého bohatství v kontextu s očekávanou výnosností, rizikem a likviditou určitého investičního instrumentu ve srovnání s očekávanými charakteristikami instrumentů alternativních.** Při ohodnocování jednotlivých investičních instrumentů následně vytváří určitý rovnovážný stav jejich výnos, riziko a likvidita.

Rozhodování investorů – např. tedy domácností – jsou ohledně alokace úspor mezi jednotlivé druhy investičních instrumentů determinovány zejména následujícími faktory:

- bohatství;
- důchod;
- výnos;
- riziko;
- likvidita;
- fáze životního cyklu domácností;
- ochrana práv vnějších investorů;
- zdanění investičních instrumentů.

Bohatství

Empirické studie potvrzují silný vztah mezi bohatstvím domácností a poptávkou po investičních instrumentech s různým stupněm investičního rizika. Luxusní investiční instrumenty jsou domácnostmi poptávány až po akumulaci dostatečného bohatství v těch nezbytných.

Důchod

Vliv důchodů domácností na poptávku po investičních instrumentech je v jednoduchém pojetí shodný s předchozím faktorem.

Výnos

Cílem převážné většiny domácností je maximalizovat výnos ve vztahu k riziku a likviditě. Očekávaná výnosová míra je plánované zhodnocení investovaného kapitálu za určité investiční období. Očekávání jsou založena na ekonomických prognózách, zkušenostech z minulosti aj.

Riziko

V případě rizika investování je nebezpečí, že domácnosti nedosáhnou očekávaných výnosů nebo že dokonce přijdou o investované prostředky. Většina domácností má na investičních trzích averzi k riziku, proto platí, že růst rizika určitého investičního instrumentu po něm snižuje poptávku;

Likvidita

Domácnosti často podléhají tzv. likvidním šokům, a proto preferují takové investiční instrumenty, které mohou transformovat na disponibilní peněžní prostředky s minimálními náklady, a to finančními či časovými. Za vysoce likvidní jsou považovány devizové trhy, trhy derivátů finančních, trhy vládních dluhopisů nebo trhy těch nejvíce obchodovaných akcií ve Spojených státech amerických, Velké Británii aj.

Fáze životního cyklu domácností

Nejnižší hodnota bohatství je typická pro nejmladší domácnosti. S postupným zapojováním domácností do ekonomických aktivit dochází k pozvolné akumulaci investičního majetku. Naopak postproduktivní domácnosti postupně rozpouštějí dříve vytvořený investiční majetek. Efekt bohatství výrazně ovlivňuje poptávku všech domácností po investičních instrumentech během fází životního cyklu.

Ochrana práv vnějších investorů

Vnější investoři vyžadují efektivní práva podílet se na dosažených výnosech. Dostatečná a efektivně vynutitelná práva vnějších investorů jsou základním předpokladem poptávky domácností po luxusních (rizikových) investičních instrumentech, hlavně po instrumentech akciového typu. Nedostatečná ochrana zvyšuje averzi.

Odlišné zdanění výnosů z investičních instrumentů podstatně ovlivňuje čistou výnosovou míru instrumentů.

? **Úkoly k zamyšlení a diskuzi:**

- 1) Stručně definujte kapitálový trh.
- 2) Jaké jsou základní instrumenty, na jejichž základě dochází k přemístování kapitálu?
- 3) Na jaké segmenty lze rozdělit kapitálový trh?
- 4) Stručně definujte trh dlouhodobých úvěrů.
- 5) Definujte význam kapitálových trhů.
- 6) Stručně definujte alokaci úspor.

🔑 **Klíč k řešení otázek:**

- 1) Kapitálový trh je trhem pro obchodování těch finančních investičních instrumentů majících povahu dlouhodobých finančních investic. Jeho prostřednictvím jsou poskytovány jak dlouhodobé úvěry, tak jsou na něm také obchodovány dlouhodobé cenné papíry.
- 2) Jako základní instrumenty kapitálových trhů, na jejichž základě dochází k přemístování kapitálu, lze označit:
 - investiční cenné papíry (tedy akcie a dluhopisy a cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů, např. depozitní certifikáty);
 - cenné papíry vydané určitým fondem kolektivního investování a konečně různé deriváty (tedy opce a finanční termínové smlouvy, které umožňují přenos rizika, např. futures, swapy atd.).
- 3) Kapitálový trh lze rozdělit na dva dílčí, relativně samostatné segmenty, které představují:
 - trh dlouhodobých úvěrů;

- trh dlouhodobých cenných papírů.

4) Trh dlouhodobých úvěrů

Poskytovateli dlouhodobých úvěrů často bývají nejčastěji obchodní banky, případně i jiné finanční instituce. Vzhledem k jejich dlouhodobosti a většímu objemu zapůjčených peněžních prostředků nejčastěji bývají ručeny reálným majetkem. Vedle těchto úvěrů se také jedná i o dlouhodobé vklady s dobou splatnosti delší než jeden rok.

5) Význam kapitálových trhů spočívá v tom, že alokací dříve shromážděného peněžního kapitálu se umožňuje přeměna méně likvidního majetku na aktiva nejlikvidnější, tedy hotovost, a naopak.

Kapitálové trhy umožňují investorům diversifikovat jejich majetek mezi velký počet investičních instrumentů a tím snižovat své riziko. Kapitálové trhy, především pak trhy akciové, také umožňují vykonávat tlak majitelů akcií na managementy firem, aby jednaly v jejich zájmu, tedy aby se snažily maximalizovat tržní cenu akcií daných firem. Kapitálové trhy obecně přispívají k vyšší produktivitě a efektivnosti ekonomiky jako celku.

6) V případě alokace úspor, nutno konstatovat, že při svém rozhodování ohledně způsobu alokace úspor do jednotlivých investičních instrumentů bere investor v úvahu celkovou hodnotu svého bohatství v kontextu s očekávanou výnosností, rizikem a likviditou určitého investičního instrumentu ve srovnání s očekávanými charakteristikami instrumentů alternativních.

Při ohodnocování jednotlivých investičních instrumentů následně vytváří určitý rovnovážný stav jejich výnos, riziko a likvidita.

Studijní materiály:

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002. s. 30, 23 - 26. ISBN 80-86119-55-6.

NÝVLTOVÁ, Romana. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování*. Praha: Grada Publishing, 2007. s. 12, 55. ISBN 978-80-247-6339-2.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 53, 62. ISBN 978-80-247-3671-6.

Kapitola 8: Regulace a dozor kapitálových trhů - důvody regulace a dozoru, metody a nástroje regulace a dozoru, regulace a dozor v České republice.



Klíčové pojmy:

regulace, úkoly regulace, funkce regulace, struktura regulace, úloha regulace



Cíle kapitoly:

- seznámení s regulací;
- seznámení se základními úkoly regulace;
- seznámení s funkcemi regulace;
- seznámení se strukturou regulace;
- seznámení s úlohou regulace.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Finanční trhy jsou chápány jako specifická součást každé jednotlivé národní ekonomiky, protože finanční služby se do značné míry liší od produktů, zboží a ostatních služeb. Finanční trhy jsou také relativně silně náchylné na nejrůznější problémy a krachy finančních institucí.

Regulace a dohled nad finančními institucemi a obecně pak nad finančními trhy se snaží působit preventivně a omezovat zmíněné problémy a krachy.

Kapitálové trhy patří v posledních dekáдах k vůbec nejvíce regulovaným odvětvím ve vyspělých ekonomikách.

Regulace

Důvody, cíle a formy realizovaného regulačního procesu jsou na jedné straně shodné s podobnými procesy, které jsou uplatňované v jiných tržních segmentech, avšak na straně druhé

disponují řadou specifík. Regulační politika se v tomto případě zaměřuje na podporu vytvoření spravedlivého a plně konkurenčního investičního prostředí.

Mezi nejdůležitější cíle regulace kapitálového trhu patří:

- podpora transparentnosti;
- zabezpečení důvěryhodnosti;
- ochrana klientů poskytovatelů investičních služeb.

Dosažení výše uvedených cílů regulace kapitálového trhu není vůbec jednoduché. Za velké nebezpečí je považováno tzv. "přestřelení" tvrdosti regulace, což způsobuje buď zřejmou snahu o obcházení regulačního systému či pokles zájmu o realizaci investičních obchodů a jejich odliv na citlivěji regulované trhy.

Nutno podotknout, že pouze přísná, nestranná a kvalifikovaně vykonávaná regulace kapitálových trhů, která je prováděna nezávislými a mocnými orgány, může zajistit rovné a spravedlivé možnosti všech investorů a nastolit tak na celém trhu cenných papírů situaci práva a dodržování zákonnosti.

Základní úkoly regulačních struktur

Mezi základní úkoly všech regulačních struktur v konkrétních podobách patří:

- zabezpečení integrity trhu s cennými papíry;
- vytvoření rovných a zároveň dostupných podmínek přístupu na tento trh;
- efektivnost realizovatelných vztahů, procesů a činností.

Zabezpečení integrity trhu s cennými papíry je nutné dosáhnout cestou postupného vytváření takových vztahů, ve kterých základním rysem je důvěra nejširší veřejnosti v existující finanční systém a také důvěra účastníků tohoto systému v sebe navzájem.

Vytvoření rovných a zároveň dostupných podmínek přístupu na kapitálový trh je dosahováno prostřednictvím podpory žádoucí konkurence a odsouzením nekonkurenčních praktik.

Efektivnosti realizovatelných vztahů, procesů a činností je dosahováno prostřednictvím takové úrovně organizovanosti a vnitřní disciplinovanosti všech zúčastněných subjektů, která vyloučí přílišnou a nedostatečně administrativně zabezpečenou regulaci.

Funkce regulace

Funkční hledisko regulace kapitálového trhu a jeho jednotlivých segmentů disponuje dvěma významnými funkcemi, a to:

- funkcí výchovnou a disciplinární;
- funkcí rozvojového působení výsledků regulace.

Funkce výchovná a disciplinární spočívá v tom, že trh může být založen a trvale rozvíjen pouze na racionálně uspořádané základně, s požadavkem trvalého prověřování a zdokonalování všech jejích systémových složek a režimu jejich vzájemné interakce. Pouze za předpokladu trvalého naplňování systémových požadavků může vstavená sada norem k dosahování nejlepších praktických výsledků a poté k prohlubování důvěry k trhu jako celku a k realizované ochraně investorů.

Druhá funkce poukazuje na fakt, že v případě, že se trh rozvíjí, tak se mění také jeho potřeby a požadavky, roste úroveň používané technologie, zvyšuje se mobilita peněz a práce apod. V důsledku tohoto rozvoje a těchto změn se musí také regulace měnit, rozvíjet a zdokonalovat, a to zejména s tím záměrem, aby tyto její změny měly zpětný pozitivní vliv na další rozvoj trhu a růst jeho významu v národní ekonomice.

Struktura regulace

V případě vlastní struktury regulace trhu s cennými papíry je možno se setkat s celou řadou jejích konkrétních forem, z nichž každá je v podstatě vyjádřením konkrétní odpovědi na otázky, jako jsou například:

- Jakou strukturou lze zajistit maximální efektivnost regulace?
- Jakým způsobem zabezpečit, aby se činnost jednotlivých regulačních subjektů nepřekrývala nebo naopak aby nezůstala některá činnost bez odpovídající regulace?
- Jakým způsobem zabezpečit nezbytnou koordinaci činnosti jednotlivých regulátorů?
- Jakým způsobem minimalizovat náklady vynaložené na regulační činnosti? Atd.

Úloha regulace

Úloha regulace, dohledu a ochrany spotřebitele na kapitálových trzích je následující:

Regulace (regulation): jedná se o právní omezení aktivit regulovaných subjektů zaměřené na ochranu a stabilitu regulovaného subjektu. Tímto se současně nepřímo chrání drobný klient před ztrátou v případě krachu finanční instituce. Regulace je vynucována státními orgány dohledu;

Ochrana spotřebitele (consumer protection): jedná se o právní omezení aktivit subjektů, které je zaměřené na přímou ochranu drobného klienta. Tímto je chráněn drobný klient v případě jednotlivých transakcí mezi ním a finanční institucí. Tato omezení jsou vynucována rovněž státními orgány a to prostřednictvím úřadů ochrany spotřebitele.

Představitelé hlavního směru teorie finanční regulace se domnívají, že je nutné, aby regulace omezila výskyt informační asymetrie prostřednictvím obezřetnostní regulace. Mezi základní nástroje obezřetnostní regulace náleží zejména:

- pravidla pro založení a provozování firem poskytovatelů investičních služeb;
- průběžná a jednorázová informační povinnost emitentů investičních nástrojů;
- fungující garanční systémy.

Regulace kapitálových trhů se rovněž snaží zabránit šíření záporných externalit. Ekonomické problémy významných investičních firem totiž přinášejí náklady také ostatním účastníkům, které však nejsou uhrazeny, což je typické např. za situace šíření investiční paniky.

Hlavní proud kapitálové regulace je toho názoru, že regulace **by měla zabránit šíření záporných externalit z problémových poskytovatelů investičních služeb na ekonomicky zdravé účastníky**, a tím zamezit systémové nestabilitě a riziku selhání celého kapitálového trhu.

A konečně dalším důvodem regulace kapitálových trhů je také **snaha minimalizovat výskyt nepoctivých investičních praktik**, např. nelegálních obchodních metod, nejrůznějších manipulací, zneužívání neveřejných informací atd.

V praxi různých zemí současného světa se můžeme setkat s institucionální nebo funkcionální regulací, s jedním regulátorem všech poskytovaných finančních služeb nebo s více regulátory, zaměřenými např. na obchodování s cennými papíry či na obchodování s deriváty, s výlučně centrální regulací nebo s regulací, ve které je část regulačních pravomocí přenechána tzv. samoregulačním institucím, tedy institucím organizovaným na členském principu, s regulováním veškerých nebo pouze vybraných činností poskytovatelů finančních služeb, s ministerstvem financí jako vrcholovým regulátorem či nezávislou Komisí pro cenné papíry atd.

Regulace v České republice

Co se týče regulace v České republice, nutno konstatovat, že regulace a dohled nad finančním trhem a ochrana spotřebitele jsou realizovány prostřednictvím regulace finančního trhu, což je plně v kompetenci Ministerstva financí České republiky, a dále pak prostřednictvím dohledu České národní banky, jemuž podléhají v různé míře nejrozličnější finanční instituce, a to včetně Pražské burzy cenných papírů.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi:

- 1) Jaké jsou nejdůležitější cíle regulace?
- 2) Jaké jsou základní úkoly regulačních struktur?
- 3) V čí kompetenci je regulace České republiky?
- 4) Jaké jsou funkce regulace?
- 5) Stručně definujte funkci výchovnou a disciplinární.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Mezi nejdůležitější cíle regulace kapitálového trhu patří:
 - podpora transparentnosti;
 - zabezpečení důvěryhodnosti;
 - ochrana klientů poskytovatelů investičních služeb.

- 2) Mezi základní úkoly všech regulačních struktur v konkrétních podobách patří:
- zabezpečení integrity trhu s cennými papíry;
 - vytvoření rovných a zároveň dostupných podmínek přístupu na tento trh;
 - efektivnost realizovatelných vztahů, procesů a činností.
- 3) Regulace a dohled nad finančním trhem a ochrana spotřebitele jsou realizovány prostřednictvím regulace finančního trhu, což je plně v kompetenci Ministerstva financí České republiky.
- 4) Funkční hledisko regulace kapitálového trhu a jeho jednotlivých segmentů disponuje dvěma významnými funkcemi, a to:
- funkcí výchovnou a disciplinární;
 - funkcí rozvojového působení výsledků regulace.
- 5) Funkce výchovná a disciplinární spočívá v tom, že trh může být založen a trvale rozvíjen pouze na racionálně uspořádané základně, s požadavkem trvalého prověřování a zdokonalování všech jejích systémových složek a režimu jejich vzájemné interakce.



Studijní materiály:

PAVLÁT, Vladislav a kol. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. s. 47 - 49. ISBN 80-86419-33-9.

HAMPL, Mojmír a kol. *Nová regulace finančních trhů. Záchrana, nebo zkáza?* Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009. s. 54 - 56. ISBN 978-80-86547-85-5.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. s. 137, 173 - 174. ISBN 978-80-247-1653-4.

Kapitola 9: Akciové trhy. Ohodnocování akcií. Základní principy fundamentální, technické a psychologické akciových analýz. Teorie efektivních trhů



Klíčové pojmy:

akciový trh, akcie, členění akcií, ohodnocení akcií, obchodování s akciemi



Cíle kapitoly:

- seznámení s akciovým trhem;
- seznámení s akciemi a jejich členěním;
- seznámení s metodami ohodnocení akcií;
- seznámení s obchodováním s akciemi.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin

Výklad:

Akciový trh je v ekonomicky vyspělých zemích často považován za jeden z nejspolehlivějších indikátorů budoucího vývoje horizontu. Negativní i pozitivní ekonomická očekávání se velmi rychle promítají do kurzů akcií a změny kurzů akcií tak zpravidla o několik měsíců předbíhají změny ve vývoji reálné ekonomiky.

Akciové společnosti jsou považovány v každé vyspělé tržní ekonomice za významnou formu podnikání. Tyto společnosti získávají kapitál prostřednictvím emise akcií a jejich upisováním nebo prodejem na finančním trhu.

Prudký rozvoj akciových společností a akcií byl zaznamenán zejména v 19. a 20. století a souvisel zejména s průmyslovou revolucí, vědecko-technickým pokrokem a také rozvojem masové výroby.

Akcie

Akcie (stock, share) je majetkový cenný papír, se kterým jsou spojena práva akcionáře. Vlastník akcie má právo podílet se na řízení akciové společnosti, na jejím zisku a také likvidačním zůstatku.

V rámci celosvětového měřítka patří akcie mezi nejrozšířenější a nejvíce obchodované cenné papíry na kapitálovém trhu.

Členění akcií

Akcie je možno členit z hlediska mnoha kritérií na různé druhy a typy. Nejběžnější základní kritéria a členění akcií je zachyceno v tabulce č. 1.

Tabulka č. 1: Členění akcií

Podle práv	Kmenová	prioritní	zaměstnanecká
Podle tržní ceny	s vysokým kurzem (těžká)	s průměrným kurzem (střední)	s nízkým kurzem (lehká)
Podle termínu emise	stará	nová	
Podle původu	domácí	zahraniční	
Podle převoditelnosti	na doručitele	na jméno	Na řád
Podle podoby	materializovaná (listinná)	zaknihovaná	

Zdroj: POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9.

Tabulka č. 1 zobrazuje nejběžnější základní členění akcií.

Kmenové akcie jsou nejrozšířenějším druhem akcií. Vlastníkům kmenových akcií přísluší všechna základní práva akcionáře.

Prioritní akcie jsou zvláštním druhem akcií, který má v porovnání s akciemi kmenovými řadu výhod i nevýhod. S tímto druhem akcií je spojeno přednostní právo týkající se dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku.

Zaměstnanecké akcie jsou zvláštním druhem akcií, které akciová společnost emituje speciálně pro své zaměstnance. Obvykle se jedná o akcie na jméno a o akcie, které jsou převoditelné pouze mezi zaměstnanci společnosti.

Hodnota a cena akcie

Pro akcionáře je velmi důležité správně rozlišovat mezi hodnotami, respektive cenami, které mohou akcie nabývat. V praxi existují zejména tyto hodnoty a ceny akcie:

- jmenovitá (nominální) hodnota akcie;
- účetní hodnota akcie (bilanční kurz);
- emisní (subskripční) cena akcie;
- tržní cena (kurz) akcie;
- likvidační hodnota akcie.

Jmenovitou hodnotu akcie lze definovat jako peněžní sumu, která je na akcii uvedená a která vyjadřuje podíl na základním kapitálu akciové společnosti.

Účetní hodnota akcie vyjadřuje podíl na kapitálu akciové společnosti, kam kromě základního kapitálu patří také i fondy tvořené ze zisku, kapitálové fondy a hospodářský výsledek běžného a minulého období.

Tržní cena akcie zobrazuje cenu akcie na kapitálovém trhu a stanovuje se na základě nabídky a poptávky.

Emisní cena akcie je cena akcie na primárním trhu. Jinými slovy lze říci, že se jedná o cenu, za kterou akcii prodává její emitent.

Likvidační hodnota akcie zobrazuje sumu, která by připadla na jednu akcii v případě likvidace akciové společnosti.

Obchodování s akcemi

S akcemi je obchodováno na burzách. Peněžní neboli akciové burzy představují nejznámější typ burz vůbec. Lze na nich nakupovat a prodávat nejen akcie, ale také finanční deriváty. Akciové burzy jsou většinou vázány na hlavní města jednotlivých států, protože na nich probíhá úpis domácích společností. V současné době se společnosti nechávají upisovat i na jiných než pouze na domácích burzách, a proto lokální menší burzy musejí přinášet nové možnosti a nabídky pro upisování akcií.

Ohodnocování akcií

Vzhledem k tomu, že výnos akcií – na rozdíl od výnosu dluhopisů – není předem znám, existuje velké množství metod, které se snaží budoucí vývoj cen akcií různě odhadovat. V rámci ohodnocení akcií rozlišujeme tyto analýzy:

- analýzu technickou;
- analýzu fundamentální;
- psychologickou analýzu;
- analýzu teorie efektivních trhů.

Technická analýza primárně vychází ze zkoumání různých grafů a čísel. **Fundamentální analýza** pak zase hledá nějakou vnitřní hodnotu akcie, kterou porovnává s aktuálním kurzem. A konečně **psychologická analýza** se specializuje na psychologii investorů.

Nutno ještě dodat, že **teorie efektivních trhů** tvrdí, že na trzích nelze nic předvídat, že trhy fungují efektivně, a proto se ceny akcií musí pohybovat náhodně.

Výše uvedené přístupy k odhadu cen akcií představují logickou reakci na to, že výše ceny akcií je ovlivňována celou řadou nejrůznějších faktorů nejen ekonomické, ale také politické a psychologické povahy. Právě z tohoto důvodu snaha teoreticky určit správnou cenu akcií představuje nesmírně obtížný úkol. Nyní se zaměříme na výše uvedené přístupy k odhadu cen akcií.

Fundamentální akciová analýza

Je založena na zkoumání faktorů, které působí na cenu akcie a na její vývoj, a to na úrovni makroekonomické, odvětvové, ale i na úrovni jednotlivých společností, a jejich vlivu na cenu akcie. Výsledkem pak je stanovení určité vnitřní hodnoty konkrétního akciového titulu jako teoreticky a do jisté míry správné ceny této akcie.

Fundamentální analýza předpokládá, že každý finanční instrument – v tomto případě tedy akcie, ale platí to samozřejmě např. i pro komodity – má určitou vnitřní hodnotu. Předmětem pro zkoumání fundamentální analýzy je proto hledání podhodnocených akcií k nákupu (long) a naopak nadhodnocených akcií k prodeji (short). Fundamentální analýzu lze přitom realizovat na několika úrovních. Globální analýza zkoumá dlouhodobé i krátkodobé vlivy různých ekonomických ukazatelů na ceny různých finančních instrumentů. Mezi tyto ukazatele je nutné zařadit např. inflaci, míru ekonomického růstu, úrokové sazby atd. Odvětvová analýza pak měří citlivost určitého ekonomického odvětví na hospodářský cyklus, rozsah a způsob vládní regulace, míru inovací v daném odvětví atd. Prostřednictvím finanční analýzy jednotlivých titulů se pak stanoví odhad vnitřní hodnoty příslušného finančního instrumentu, v tomto případě tedy konkrétního akciového titulu.

Technická akciová analýza

Vychází na rozdíl od fundamentální analýzy ze zkoumání vývoje na trhu. V této souvislosti je zkoumán především vývoj cen v kombinaci s objemem obchodů atd. Technická analýza se z vývoje na trhu snaží odvodit určité trendy a podle nich pak předvídat krátkodobé pohyby v ceně akcie. Nezaměřuje se tedy na stanovení nějaké správné ceny akcie, ale spíše na identifikaci změn v cenách akcií v krátkém období.

Technická analýza předpokládá, že vývoj cen akcií se pohybuje v určitých trendech. V tomto ohledu je na jedné straně rozlišován tzv. býčí trend (uptrend) – jedná se o trend růstu cen akcií – a na druhé straně pak tzv. medvědí trend (downtrend), což je trend poklesu cen akcií. Třetí trend pak představuje stagnace cen akcií, kdy ceny akcií jsou tzv. do strany. Stagnující trend je někdy označován jako sideways market.

Předmětem technické analýzy jsou graficky znázorněné časové řady tržních cen nebo objemů obchodů. Technický analytik se pokouší rozpoznat v pohybu kurzu akcií určitý tvar – formaci – který v minulosti znamenal větší pravděpodobnost určitého následného vývoje ceny. Na základě takového poznání se potom obchodník snaží tzv. časovat své vstupy na trh (nákupy akcií) či výstupy z trhu (prodeje akcií). Za tímto účelem jsou používány jednak grafické metody – linie podpory a odporu, technické vzory jako tzv. prapory, klíny atd. – a jednak různé technické indikátory, jako např. klouzavé průměry, oscilátory atd.

Psychologická analýza

Tato analýza se soustředí primárně na analýzu psychologie chování investorů a spekulantů pohybujících se na trzích. Toto chování je považováno za velmi významný faktor ovlivňující cenu jednotlivých akcií.

Psychologická analýza akcií – ostatně jak již bylo výše naznačeno, vychází primárně z předpokladu, že akciové trhy se permanentně nacházejí pod silným vlivem masové psychologie burzovního publika tvořeného investory, spekulanty a obchodujícími institucemi. Masová psychologie tím, že působí na jednotlivé účastníky trhu, ovlivňuje cenový vývoj akcií. Jinými slovy to znamená, že budoucí vývoj kurzů akcií je závislý na impulsech, které ovlivňují chování davu, který je jimi veden buď k nákupům, nebo k prodejům. Investor využívající psychologickou analýzu musí věnovat značnou pozornost předvídání budoucích změn v oblasti atmosféry a psychologie trhu. Psychologická analýza přitom zahrnuje celou řadu různých teoretických koncepcí, které se zabývají vlivem masové psychologie na ceny akcií. Za nejvýznamnější z těchto teoretických koncepcí jsou považovány:

- Keynesova spekulativní rovnovážná hypotéza;
- Kostolanyho burzovní psychologie;
- teorie spekulativních bublin;
- a také Drasnarova koncepce psychologické analýzy.

Akciová analýza založená na teorii efektivních trhů

Tato analýza vychází z toho, že ceny akcií okamžitě odrážejí všechny dostupné cenotvorné informace. Vývoj cen akcií je náhodný a tudíž nemá smysl hledat teoreticky správnou cenu jednotlivých akciových titulů.

Teorie efektivních trhů tvrdí, že ceny všech finančních instrumentů v každém okamžiku přesně odrážejí veškeré veřejně známé informace, z čehož tedy vyplývá, že tyto finanční instrumenty jsou vždy správně oceněny, a to právě s ohledem na veřejně dostupné informace a v podstatě neustále. Ceny konkrétních instrumentů se sice čas od času mohou jevit jako příliš vysoké nebo naopak jako příliš nízké, avšak podle teorie efektivních trhů je toto zdání pouhou iluzí.

Efektivní trh je v rámci této teorie popisován jako trh, kde se setkává velké množství racionálně uvažujících investorů, jejichž cílem je maximalizace vlastního výnosu. Každý z investorů se na efektivním trhu snaží předpovědět budoucí kurzy jednotlivých cenných papírů, přičemž v podstatě veškeré relevantní informace jsou prakticky bezplatně dostupné všem účastníkům trhu. Na efektivním trhu vede konkurence mezi jednotlivými investory k situaci, kdy v každý moment aktuální kurzy akcií odrážejí veškeré informace o minulých, ale také očekávaných událostech. V každém momentě tak platí, že aktuální tržní cena akcie představuje nejlepší odhad její vnitřní hodnoty. Teorie efektivních trhů tedy předpokládá, že akciové trhy jsou operačně i alokačně efektivní a zdůrazňuje především informační efektivnost.

Pokud teorie efektivních trhů platí, pak má tři základní dopady, kterým se nelze vyhnout:

- Trh je efektivní a tudíž není možné v dlouhodobém měřítku dosahovat systematicky výrazně vyšších výnosů, než jaké jsou výnosy daného trhu;
- Riziko se měří tím, že, o kolik se změní volatilita portfolia přidáním jednoho dalšího cenného papíru spíše než tím, co by vyžadoval selský rozum a tedy pravděpodobností ztráty vložené částky. Volatilita je přitom náchylnost cenného papíru, komodity či trhu prudce stoupat nebo klesat.
- Nejlepší strategií pro investory představuje nákup široké části trhu, nejlépe určitého indexu a ten pak kombinovat s hotovostí jako bezrizikovým aktivem v takovém poměru, aby výsledné celkové riziko korespondovalo, alespoň v hrubých obrysech, s představami investora.

Ceny akcií lze podle teorie efektivních trhů přibližně popsat jako tzv. náhodné procházky časem. To znamená, že změny cen jsou nepředvídatelné, protože se vyskytují pouze v reakci

na ryze novou informací, která právě tím, že je nová, je nepředvídatelná. Teorie efektivních trhů a hypotéza náhodné procházky časem byly podrobeny mnoha empirickým ověřením za použití statistických dat z akciových trhů. I když tato teorie byla mnohokrát statisticky zamítnuta, lze ji podle některých interpretací přesto považovat za přibližně správnou a je tedy nutné ji brát vážně.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi:

- 1) Stručně definujte akcie.
- 2) Stručně definujte prioritní akcie.
- 3) Jaké existují v praxi hodnoty a ceny akcie?
- 4) Jaké rozlišujeme analýzy v rámci ohodnocení akcií?
- 5) Stručně definujte analýzu efektivních trhů.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Akcie je majetkový cenný papír, se kterým jsou spojena práva akcionáře. Vlastník akcie má právo podílet se na řízení akciové společnosti, na jejím zisku a také likvidačním zůstatku.
V rámci celosvětového měřítko patří akcie mezi nejrozšířenější a nejvíce obchodované cenné papíry na kapitálovém trhu.
- 2) Prioritní akcie jsou zvláštním druhem akcií, který má v porovnání s akciemi kmenovými řadu výhod i nevýhod. S tímto druhem akcií je spojeno přednostní právo týkající se dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku.
- 3) V praxi existují zejména tyto hodnoty a ceny akcie:
 - jmenovitá (nominální) hodnota akcie;
 - účetní hodnota akcie (bilanční kurz);
 - emisní (subskripční) cena akcie;
 - tržní cena (kurz) akcie;
 - likvidační hodnota akcie.

- 4) V rámci ohodnocení akcií rozlišujeme tyto analýzy:
- analýzu technickou;
 - analýzu fundamentální;
 - psychologickou analýzu;
 - analýzu teorie efektivních trhů.
- 5) Teorie efektivních trhů tvrdí, že ceny všech finančních instrumentů v každém okamžiku přesně odrážejí veškeré veřejně známé informace, z čehož tedy vyplývá, že tyto finanční instrumenty jsou vždy správně oceněny, a to právě s ohledem na veřejně dostupné informace a v podstatě neustále. Ceny konkrétních instrumentů se sice čas od času mohou jevit jako příliš vysoké nebo naopak jako příliš nízké, avšak podle teorie efektivních trhů je toto zdání pouhou iluzí.



Studijní materiály:

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. Praha: Professional Publishing, 2005. s. 13. ISBN 978-80-247-6844-1.

HARTMAN, Ondřej a kol. *Začínáme na burze. Jak uspět při obchodování na finančních trzích: akcie, komodity, forex*. Brno: BizBooks, 2013. s. 104. ISBN 978-80-265-0033-9.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské funkce*. Praha: C. H. Beck, 2010. s. 241. ISBN 978-80-7400-194-9.

POLÁCH, Jiří a kol. *Reálné a finanční investice*. Praha: C. H. Beck, 2012. s. 214. ISBN 978-80-7400-436-0.

SHILLER, Robert. *Investiční horečka. Iracionální nadšení na kapitálových trzích*. Praha: Grada Publishing, 2010. s. 199. ISBN 978-80-247-2482-9.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 372. ISBN 978-80-247-3671-6.

POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C. H. Beck, 2009. s. 212, 213, 152, 154 -158. ISBN 978-80-7400-152-9.

RADOVÁ, Jarmila a kol. *Finanční matematika pro každého*. Praha: Grada Publishing, 2013. s. 263. ISBN 978-80-247-4831-3.

ŠTÝBR, David a kol. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 21. ISBN 978-80-247-4831-3.

Kapitola 10: Dluhopisové trhy. Ohodnocování dluhopisů a základní principy analýzy dluhopisů



Klíčové pojmy:

finanční trh, funkce a význam finančního trhu, členění finančního trhu



Cíle kapitoly:

- seznámení s trhem dluhopisů;
- seznámení s dluhopisem;
- seznámení se členěním finančního trhu.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Trhy dluhopisů jsou představovány trhem dlužnických cenných papírů, zatímco na akciových trzích jsou obchodovány majetkové cenné papíry. Trhy dluhopisů využívají k získávání finančních prostředků nejen podniky, banky a nebankovní finanční instituce, ale také státy. Vysoký podíl cenných papírů emitovaných státem je charakteristický pro dluhopisové trhy celé řady evropských zemí, přičemž Česká republika v tomto ohledu nepředstavuje žádnou výjimku. Vzhledem k tomu, že pro investování na dluhopisových trzích ve srovnání s investováním na trzích akciových je charakteristické nižší riziko, vykazují dluhopisové trhy v dlouhodobé perspektivě také nižší výnosy než trhy akciové.

Na trhu dluhopisů ovlivňuje úvěrové riziko investiční rozhodování odlišným způsobem než u jiných cenných papírů, a to s ohledem k možnosti prodlení dlužníka či bankrotu. Naproti tomu v případě bankrotu vlastníci některých dluhopisů jsou vyplaceni přednostně před běžnými věřiteli a akcionáři. Tradičně jsou tedy dluhové cenné papíry považovány v porovnání s akciemi za investice, které disponují s nižším rizikem.

Dluhopis

Dluhopis je cenný papír, se kterým je spojeno právo majitele požadovat splacení jmenovité hodnoty a vyplacení výnosů z daného dluhopisu. Jmenovitá hodnota dluhopisu je splatná jednorázově k určitému datu, nebo splátkami ve stanovených termínech.

V případě původní splatnosti vyšší než jeden rok takový dluhopis náleží na kapitálové trhy. Pokud je dluhopis vyměnitelný, může s ním být spojeno rovněž právo na jeho výměnu za jiný cenný papír, za akcii nebo samozřejmě za jiný dluhopis. Jednotka, které se podaří vydat dluhopis, se stane dlužníkem majitele tohoto dluhopisu. Věřitelem emitenta dluhopisu se tedy stane nejdříve první nabyvatel dluhopisu a potom jeho každý další případný majitel. Alternativou pro emitenta dluhopisů je bankovní úvěr.

Základní druhy dluhopisů

Rozlišujeme tyto druhy dluhopisů:

- dluhopisy dle bonity emitenta;
- dluhopisy podle peněžních toků;
- dluhopisy dle vztahu k aktivům emitenta;
- dluhopisy dle vztahu k zahraničí;
- dluhopisy dle vztahu k aktivům emitenta;
- dluhopisy dle vztahu k zahraničí.

Dluhopisy dle bonity emitenta

Z hlediska bonity emitenta a zároveň i rizika nesplacení jsou nejbonitnější státní dluhopisy.

Dále sem také patří:

- dluhopisy emitované hodnověrnými bankami;
- komunální dluhopisy zajištěné bankami;
- podnikové dluhopisy;
- dluhopisy rizikových bank.

Prašivé dluhopisy (junk bonds)

Tímto názvem se označují dluhopisy, které disponují neinvestičním stupněm hodnocení. Příčinou může být zhoršení finanční situace emitenta či nové podniky mající nedostatečnou historii a jsou považovány za rizikové. V některých případech jsou prašivé dluhopisy použity k převzetí jiných společností.

Dluhopisy dle peněžních toků

Dle peněžních toků existují tyto dluhopisy:

- dluhopisy bezkupónové;
- dluhopisy kupónové.

Kupónové dluhopisy

Co se týče kupónových dluhopisů, existuje jich celá řada. Jako příklad si uvedeme tyto dluhopisy:

- dluhopis s pevnými kupóny;
- věčný dluhopis;
- vratný dluhopis;
- svolatelný dluhopis;
- dluhopis smrti atd.

V rámci kupónových dluhopisů se zaměříme na dluhopis s pevnými kupóny (fixed rate bond).

V tomto případě se jedná o dluhopis, který je spojen s výplatou pevných kuponů (C) v pravidelných intervalech a dále při splatnosti dluhopisu je vyplacena jeho jmenovitá hodnota (PAR). Tento dluhopis odpovídá jednorázově splatnému úvěru.

kupónová míra se vyjádří jako poměr kuponu C a jmenovité hodnoty PAR.

Reálná hodnota neboli tržní cena dluhopisu s pevnými kupóny P o jmenovité hodnotě PAR se vypočte dle tohoto vztahu:

$$P = \frac{C}{(1 + r_{0;t1})^{t1}} + \frac{C}{(1 + r_{0;t2})^{t2}} + \dots + \frac{C+PAR}{(1 + r_{0;m})^m}$$

Zdroj: JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-1653-4.

kde: C = kupón;

PAR = jmenovitá hodnota;

t = počet let do splatnosti;

$r_{0;t}$ = spotová úroková míra odpovídající jednoduchému úročení a splatnosti t.

Bezkupónový dluhopis (zero bond)

Jedná se o dluhopis, který v období od emise do úplného splacení není spojen s kupónovými platbami a při splacení dochází ke splacení jmenovité hodnoty (PAR).

Jedná se nejjednodušší dluhopis. Emise tohoto druhu dluhopisu zavazuje emitenta splatit k určitému datu v budoucnosti jmenovitou hodnotu

Na primárním a sekundárním trhu se prodává za cenu nižší, než je jmenovitá hodnota. Rozdíl mezi jmenovitou hodnotou a kupní cenou se nazývá discount.

Reálná hodnota tohoto dluhopisu P o jmenovité hodnotě PAR P se vypočte podle tohoto vztahu:

$$P = \frac{PAR}{1 + r_{0;t} * \frac{t}{360}}$$

Zdroj: JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-1653-4.

kde: t = počet dní do splatnosti;

$r_{0;t}$ = spotová úroková míra odpovídající jednoduchému úročení a splatnosti t.

Dluhopisy dle vztahu k aktivům emitenta

Řadí se sem tyto dluhopisy:

- dluhopis krytý hypotečními úvěry
- americké MBS a kolaterizované hypoteční závazky;
- německé Pfandbriefe;
- České hypoteční zástavní listy;
- zajištěné dluhopisy;
- cenné papíry zajištěné aktivy.

V této problematice se zaměříme na **české hypoteční zástavní listy**.

V ČR podle zákona č. 190/2004 Sb. o dluhopisech jsou hypoteční zástavní listy dluhopisy, jejichž jmenovitá hodnota a poměrný výnos jsou plně kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů nebo částí těchto pohledávek.

Emitent hypotečních zástavních listů zajišťuje dostatečné krytí závazků z hypotečních závazků takovým způsobem, aby součet pohledávek z hypotečních úvěrů nebo jejich částí, sloužících k řádnému krytí nepoklesl pod celkovou výši závazků ze všech jím vydaných hypotečních zástavních listů.

Druhy dluhopisů podle vztahu k zahraničí

Z hlediska tohoto vztahu rozlišujeme:

- domácí dluhopis;
- mezinárodní dluhopis.

Domácí dluhopis (domestic bond)

Jedná se o dluhopis emitovaný emitentem se sídlem v zemi měny dluhopisu a obvykle prodávaný investorům umístěným v této zemi, a to na trzích této země.

Mezinárodní dluhopis (international bond)

Jedná se o dluhopis emitovaný na mezinárodním trhu.

Obchodování s dluhopisy na primárním trhu

Dluhopisy na primárním trhu se dostávají na trh prostřednictvím emisí.

Je zde obtížné určení ceny. Pokud je cena příliš vysoká, dluhopisy se neprodají. A naopak pokud je cena příliš nízká, emitent obdrží méně peněz než by měl obdržet.

Nové emise jsou prováděny podobným způsobem jako emise akcií. Ve velkém počtu případů se dává přednost umístění, neboť se v tomto případě jedná o nejlevnější způsob.

Účastníky emisí na primárním trhu jsou největší bankovní i nebankovní obchodníci s cennými papíry a kteří kupují dluhopisy jak pro sebe, tak pro své klienty.

Obchodování s dluhopisy na sekundárním trhu

Po obchodování s dluhopisy na primárním trhu, se obchoduje s dluhopisy na trhu sekundárním, což ovšem poněkud komplikuje různá míra zdanění v různých zemích, z čímhž je nutné na sekundárním trhu počítat. Investoři přitom hledají určité kombinace finančních příjmů s cílem jejich maximalizace.

Vzhledem k jejich vlastnostem – především vzhledem k obvykle ohraničené době jejich životnosti – se však všechny druhy dluhopisů na organizovaných trzích neobchodují. Na nich probíhá pouze obchodování s dlouhodobými dluhopisy neboli s obligacemi, zatímco krátkodobé dluhopisy se obchodují pouze smluvně, např. prostřednictvím OTC trhu. Burzovní obchodování s obligacemi probíhá v podstatě stejným způsobem jako burzovní obchodování s akciemi.

Naprostá většina obligací se však neobchoduje prostřednictvím standardních kurzotvorných obchodních systémů licencovaných burz. Tyto obchody bývají realizovány buď formou přímých burzovních obchodů, anebo, což je častější způsob, bývají uzavírány přímo mezi účastníky prostřednictvím celosvětově propojených elektronických sítí. Ač jsou přímé burzovní obchody realizovány podle zvláštních burzovních pravidel, jsou burzou registrovány a vypořádány.

Ohodnocování dluhopisů

Obecně lze konstatovat, že oceňování dluhopisů vychází z **metod čisté současné hodnoty**. Budoucí kuponové platby se přepočítávají relevantní diskontní sazbou, a to k dnešnímu okamžiku.

Jak již bylo uvedeno výše, podobně jako v případě akcií je stanovení ceny obzvláště obtížné. V případě, že je cena příliš vysoká, dluhopisy se neprodají. V případě, že je však cena dluhopisů příliš nízká, emitent obdrží méně peněz, než by mohl obdržet.

Při kalkulaci hodnoty dluhopisu se postupuje jako při odhadu hodnoty jakékoliv jiné investice. V případě nejjednodušších a současně nejrozšířenějších dluhopisů, tedy dluhopisů s pevnou kuponovou sazbou, se odvozuje cena či hodnota dluhopisu z výnosů, které během doby do splatnosti přinese. Jsou to kuponové platby a na konci doby splatnosti pak s posledním kuponem také splátka nominální hodnoty dluhopisu.

Teoretickou cenou dluhopisu přitom není nic jiného než současná hodnota budoucích plateb plynoucích z dluhopisu, kde by přepočítací diskontní sazba měla odrážet situaci na trhu, což znamená, že by měla vycházet z výnosů podobných dluhopisů, a to zejména co do rizika a doby jejich konečné splatnosti.

Analýza dluhopisů

Dluhopisy se ve srovnání s akciemi vyznačují tím, že jejich kurzy vykazují, a to i v případě dlouhodobých obligací, podstatně nižší volatilitu. Právě z tohoto důvodu se v rámci provádění investičních analýz dluhopisů používá v podstatě jen fundamentální analýza.

Technická či případně psychologická analýza totiž vzhledem k nízké volatilitě dluhopisů nemá potřebnou vypovídací schopnost. Existují dva základní typy fundamentální analýzy dluhopisů:

- globální dluhopisová analýza;
- analýza jednotlivých emisí dluhopisů.

Globální dluhopisová analýza

Tato analýza je zaměřena na zkoumání globálních, především tedy makroekonomických faktorů a jejich dopadů na kurzy dluhopisů, zejména pak obligací. Zaměřuje se však také na predikci jejich budoucího vývoje ve sledovaném období.

Globální, tedy makroekonomická analýza dluhopisů musí brát v úvahu v podstatě stejné faktory, které jsou zvažovány také v případě globální akciové analýzy. Je však nutné si uvědomit, že některé z těchto faktorů působí na dluhopisové trhy jiným způsobem. Za globální, tedy makroekonomické faktory, důležité v rámci analýzy dluhopisů, jsou obecně považovány tyto fenomény:

- reálný výstup ekonomiky;
- fiskální politika;
- peněžní nabídka;
- úrokové sazby;
- inflace;
- příliv či odliv zahraničního kapitálu;
- kvalita investičního prostředí v dané zemi.

Analýza jednotlivých emisí dluhopisů

Jedná se o analýzu jednotlivých, tedy konkrétních dluhopisových emisí, především opět obligací, a to jak z hlediska jejich specifických vlastností, tak i co se týče hodnocení bonity jejich emitentů. Jejím cílem je určit jejich vnitřní hodnotu, jak tomu ostatně je také v případě akcií.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi:

- 1) Stručně definujte dluhopis.
- 2) Jaké druhy dluhopisů rozlišujeme?
- 3) Stručně definujte obchodování s dluhopisy na trhu primárním.
- 4) Stručně definujte analýzu dluhopisů.
- 5) Z jaké metody obecně vychází ohodnocování dluhopisů?

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Dluhopis je cenný papír, se kterým je spojeno právo majitele požadovat splacení jmenovité hodnoty a vyplacení výnosů z daného dluhopisu. Jmenovitá hodnota dluhopisu je splatná jednorázově k určitému datu, nebo splátkami ve stanovených termínech.
- 2) Rozlišujeme tyto druhy dluhopisů:
 - dluhopisy dle bonity emitenta;
 - dluhopisy podle peněžních toků;
 - dluhopisy dle vztahu k aktivům emitenta;
 - dluhopisy dle vztahu k zahraničí;
 - dluhopisy dle vztahu k aktivům emitenta;
 - dluhopisy dle vztahu k zahraničí.
- 3) Dluhopisy na primárním trhu se dostávají na trh prostřednictvím emisí.
Je zde obtížné určení ceny. Pokud je cena příliš vysoká, dluhopisy se neprodají. A naopak pokud je cena příliš nízká, emitent obdrží méně peněz než by měl obdržet.
Nové emise jsou prováděny podobným způsobem jako emise akcií. Ve velkém počtu případů se dává přednost umístění, neboť se v tomto případě jedná o nejlevnější způsob. Účastníky emisí na primárním trhu jsou největší bankovní i nebankovní obchodníci s cennými papíry a kteří kupují dluhopisy jak pro sebe, tak pro své klienty.

4) Dluhopisy se ve srovnání s akciemi vyznačují tím, že jejich kurzy vykazují, a to i v případě dlouhodobých obligací, podstatně nižší volatilitu. Právě z tohoto důvodu se v rámci provádění investičních analýz dluhopisů používá v podstatě jen fundamentální analýza.

Technická či případně psychologická analýza totiž vzhledem k nízké volatilitě dluhopisů nemá potřebnou vypovídací schopnost. Existují dva základní typy fundamentální analýzy dluhopisů:

- globální dluhopisová analýza;
- analýza jednotlivých emisí dluhopisů.

5) Obecně lze konstatovat, že oceňování dluhopisů vychází z metod čisté současné hodnoty.



Studijní materiály:

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské funkce*. Praha: C. H. Beck, 2010. s. 196. ISBN 978-80-7400-194-9.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 408 - 409. ISBN 978-80-247-3671-6.

POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C. H. Beck, 2009. s. 211-213. ISBN 978-80-7400-152-9.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. s. 99, 321 - 323, 325, 386, 390, 394, 395, 402, 403. ISBN 978-80-247-1653-4.

Kapitola 11: Trhy finančních derivátů - - opce, futures, swapy, warranty



Klíčové pojmy:

finanční deriváty, členění finančních derivátů



Cíle kapitoly:

- seznámení s finančními deriváty
- seznámení s členěním derivátů;
- seznámení s opcemi, forwardy, futures;
- seznámení s warranty, swapy.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Finanční význam derivátů v posledních třech desetiletích velice vzrostl, stejně tak jako počet jejich typů. Finanční deriváty se využívají zejména k jistění rizika. Nicméně z důvodu vysokého pákového efektu roste jejich popularita i jako ryze spekulativních obchodů.

Finanční deriváty

Na základě reflexe aktuálně platné legislativy České republiky, definujeme finanční deriváty jako finanční nástroje, pro které jsou typické tyto charakteristiky:

- Jejich hodnota se mění v závislosti na změně úrokové sazby, kurzu cenného papíru, ceny komodity, měnového kurzu, cenového indexu, úvěrového ratingu nebo indexu, respektive v závislosti na jiné proměnné.;

- Ve srovnání s ostatními typy kontraktů, v nichž je zakotvena obdobná reakce na změny tržních podmínek a dalších proměnných, vyžaduje malou nebo nevyžaduje dokonce téměř žádnou počáteční investici.;
- Budou vypořádány až v určitém okamžiku v budoucnosti.

Finanční deriváty v podobě termínových derivátových instrumentů představují odvozené, tedy derivované investiční nástroje, jejichž hlavní charakteristickou vlastností je skutečnost, že dokladují existenci tzv. termínových kontraktů, u kterých termín vypořádání časově zaostává za okamžikem jejich sjednání. Tím se odlišují od tzv. obchodů promptních neboli spotových, u kterých je tato časová prodleva pouze minimální.

Z toho pak logicky vyplývá, že vývoj jejich tržních cen, tedy kurzů, je závislý na očekávaném budoucím vývoji promptních cen těch investičních instrumentů, které jsou jejich podkladovými aktivy, neboli od kterých jsou odvozeny.

V praxi lze rozlišovat termínové (derivátové) kontrakty odvozené od různých druhů podkladových finančních aktiv, které označujeme jako finanční deriváty, a ovšem také deriváty odvozované od reálných podkladových aktiv, z nichž jsou za nejvýznamnější považovány především deriváty komoditní.

Členění finančních derivátů

Co se týče možného členění finančních derivátů podle jejich specifických vlastností, lze rozlišovat:

- tzv. pevné termínové kontrakty typu forward, futures, swapy;
- a tzv. podmíněné opční kontrakty.

Opce

Opce se začaly poprvé veřejně obchodovat již v roce 1973, od kteréžto doby zažívají opční trhy v podstatě neustálý růst. V současné době se s opcemi obchoduje na mnoha burzách po celém světě. Banky a další finanční instituce však uzavírají obrovské objemy opčních obchodů i na mimoburzovních trzích.

Podkladovým aktivem v případě opcí bývají obvykle akcie, akciové indexy, zahraniční měny, dluhové instrumenty i komodity. Velmi často je však podkladovým aktivem dokonce i nějaký derivát, např. futures či třeba swapy.

Existují přitom dva základní typy opcí:

- call opce (kupní opce);
- put opce (čili prodejní opce).

Call opce poskytuje svému držiteli právo k určitému budoucímu datu za předem stanovenou cenu koupit podkladové aktivum.

Put opce naopak přináší majiteli právo podkladové aktivum k určitému budoucímu datu za předem stanovenou cenu prodat.

Dále call opce i put opce přitom mohou být buď amerického, nebo evropského typu, kteréžto označení však nemá nic společného s geografickým místem obchodování. Zatímco americká opce může být uplatněna kdykoli během doby splatnosti, evropská opce může být realizována pouze v době splatnosti.

Forward

V případě kontraktů typu forward se jedná o smluvní termínované smlouvy. Kontrakty typu forward jsou uzavírány prostřednictvím smlouvy a v důsledku toho z nich vyplývají určité výhody i nevýhody.

Výhody

V případě uzavřené smlouvy mohou být zde dohodnuty libovolné, oběma smluvním stranám vyhovující podmínky, jako například: objem transakce, datum plnění, způsob dodání atd.

Nevýhody

Kontrakt nemůže být zrušen ani převeden na jiný subjekt bez vzájemné dohody obou stran. Z toho vyplývá fakt, že bez výslovné dohody, zakotvené v uzavřené smlouvě, nelze závazek ani jedné ze stran převést na třetí osobu, z čehož plyne jeho neobchodovatelnost.

Mezi další nevýhody se řadí riziko porušení dohodnutých podmínek některým z jejích účastníků. Toto riziko zde vzniká z toho důvodu, neboť se jedná o individuální smlouvu.

Dále kontrakty typu forward bývají nepřevoditelné, tudíž nedávají příliš velké možnosti ke spekulacím. Z toho důvodu jsou spíše využívány k hedgingu, který spočívá v tom, že se dva subjekty smluvně dohodnou, že jeden z nich v dohodnutém termínu odebere smluvně dohodnutou dodací cenu a předmětné aktivum, které mu dodá jeho protipartner. Kupující forwardového kontraktu se jeho uzavřením chrání před případným zvýšením cen příslušného aktiva.

Futures

Podstatu futures představuje dohoda dvou protistran prodat nebo koupit v určitý budoucí časový okamžik za dnes předem stanovenou cenu nějaké podkladové aktivum. Futures představují standardizované burzovní obchody, které jsou uzavírané na speciálních termínovaných burzách, jejichž prostřednictvím jsou příslušná podkladová aktiva obchodována vždy k pevným, burzovními pravidly předem určeným termínům vypořádání.

Aby se s futures mohlo obchodovat na burzách, musí dojít k určité standardizaci futures kontraktů.

Mezi největší burzy, na kterých se obchoduje s futures patří:

- CBOT (Chicago Board of Trade);
- CME (Chicago Mercantile Exchange).

Podkladová aktiva v případě futures představuje velice široká škála instrumentů, sahající od klasických akcií, měn, dluhopisů či akciových indexů, až po živý dobytek, vepřové maso, ovocné koncentráty, pochutiny, cukr, vlnu, stavební dříví, kovy, paliva atd.

Forward versus Futures

Nutno se ještě zaměřit na problematiku forwardů a futures.

V případě forwardu se jedná o typ finančního derivátu, který je v principu shodný s futures kontraktem.

Rozdíl mezi těmito druhy finančních derivátů spočívá v podstatě pouze v tom, že forwardy se až na malé výjimky obchodují mimo burzovní trhy. Z toho pak vyplývají další dílčí rozdíly. Jedná se o tyto difference: futures kontrakt je standardizovaný, co se týče objemu kontraktu, druhu podkladového aktiva a splatnosti, přičemž na trhu se určuje pouze jeho cena, zatímco forward je individuální a podmínky závisejí na dohodě stran.

Swapy

Swap je možno definovat jako termínovanou smlouvu, kterou se dva ekonomické subjekty vzájemně zavazují vyměnit si mezi sebou buď dohodnutá předmětná aktiva, nebo finanční toky za předem pevně stanovených podmínek.

Z toho důvodu patří podobně jako termínované kontrakty futures a forward mezi tzv. neodvolatelné neboli pevné termínované kontrakty, s nimiž se z důvodu individuální nestandardizované smlouvy obchoduje pouze buď přímo mezi samotnými účastníky obchodu, popřípadě prostřednictvím OTC trhu.

Členění swapů

Swapy lze členit různým způsobem. Ovšem za základní výchozí kritérium členění lze považovat druhy jejich podkladových aktiv, z čehož následně vychází systematizace nejčastěji se vyskytujících druhů. Do tohoto členění patří:

- swapy měnové, respektive úrokové;
- swapy typu úroky za dividendy;
- swapy typu úroky za indexy;
- swapy typu pohledávky za aktiva;
- swapy pohledávek;
- swapy typu úroky za akcie;
- další druhy možných swapových kontraktů.

Nyní si jednoduše vysvětlíme základní charakteristiky výše uvedeného členění.

Swapy typu úroky za akcie

Tyto swapy spočívají ve výměnách vývoje neboli změn kurzu určité akcie za dohodnutou fixní nebo variabilní úrokovou sazbu.

Swapy pohledávek

Jedná se o swapy charakteristické jako vzájemná termínovaná výměna pohledávek.

Swapy typu pohledávky za aktiva

V tomto případě se jedná o swapy, které spočívají v dohodnutých termínovaných výměnách pohledávek za různé druhy aktiv, přičemž se může jednat jak o různé druhy finančních instrumentů, tak např. o suroviny apod.

Swapy typu úroky za indexy

Tyto swapy spočívají v termínovaných výměnách hodnot určitého, nejčastěji akciového burzovního indexu za dohodnutou fixní nebo variabilní úrokovou sazbu.

Swapy typu úroky za dividendy

Jedná se o typ swapů, který je postaven na termínovaných výměnách dividend plynoucích z držby určitého akciového portfolia za pevnou či variabilní úrokovou sazbu.

Swapy měnové

Tato skupina finančních derivátů je významná. Jedná se o swapy, jejichž podkladovými aktivy je buď jedna, nebo dvě měny, z nichž mohou (ale také nemusí) plynout po dobu trvání kontraktu úrokové platby.

V současné době je v praxi používáno několik druhů měnových a úrokových swapů, které jsou průběžně nabízeny většinou od komerčních bank. Ty postupně získaly i svá vlastní konkrétní pojmenování a jsou účastníky trhu považovány za standardní swapové instrumenty OTC trhu (OTC trh = trh obchodovatelných swapových kontraktů). Jsou jimi především:

- úrokové swapy;
- měnové swapy;
- devizové swapy.

Úrokové swapy jsou swapy, které můžeme považovat za termínovanou smlouvu, v níž se dvě smluvní strany vzájemně zavazují si převést předem dohodnuté finanční toky odpovídající úrokovým platbám za teoreticky si vzájemně poskytnuté stejně velké úvěry ve stejné měně.

Měnové swapy lze definovat jako termínové swapové kontrakty, zavazující smluvní strany ke vzájemné výměně jimi dohodnutých úrokových plateb ve dvou různých měnách, přičemž na počátku a na konci kontraktu dochází ke vzájemné výměně nominálních hodnot podkladových měn za dohodnutý kurz.

Při realizaci **devizových swapů** se mezi smluvními partnery převádí jejich nominální hodnota, a to nejprve jedním a posléze opačným směrem, přičemž nejsou žádné průběžné úrokové platby prováděny.

Warranty

Warranty představují dlouhodobé opce vydané společně s dluhopisy, které poskytují držitelům právo na koupi stanoveného počtu základních akcií za předem určenou cenu a ve stanoveném období.

Co se týče warrantů na akciové opce, lze konstatovat, že původně byly tu a tam připojeny k emisím obligací a představovaly obvykle ekvivalent částečného práva převoditelnosti. Nebyly ani nijak významné z hlediska objemu. Jejich používání se široce rozšířilo až ve dvacátých letech minulého století a ještě více pak po roce 1967. Teprve tehdy se warranty staly standardním prostředkem používaným při navyšování kapitálu nemovitostních fondů, dceřiných společností velkých bank a dalších ekonomických subjektů.

K problematice trhů finančních derivátů lze doplnit, že na Burze cenných papírů Praha se zatím s deriváty víceméně neobchoduje, ačkoliv legislativní i administrativní překážky vytvoření tohoto segmentu organizovaného trhu byly již dávno vyřešeny. Licenci nezbytnou k organizování obchodů s deriváty totiž Burza cenných papírů Praha obdržela již dne 2. srpna 2001. Český derivátový trh je proto z velké míry tvořen obchodováním mezi bankovními subjekty. České banky či pobočky zahraničních bank současně fungují jako zprostředkovatelé obchodů na zahraničních derivátových trzích.

Na závěr nutno podotknout, že při sjednávání derivátových kontraktů je nutno dodržovat velkou obezřetnost, neboť zde platí jedno jednoduché pravidlo, na které bohužel většinou podnikatelské subjekty zapomínají, jedná se o toto pravidlo: Zisk jedné strany = ztráta druhé strany.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi:

- 1) Jak lze definovat finanční deriváty?
- 2) Jak lze členit finanční deriváty?
- 3) Jaké druhy opcí existují?
- 4) Jaké jsou výhody forwardu?
- 5) Jaké znáte největší burzy, na kterých se obchoduje s futures?
- 6) Stručně definujte swap.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Na základě reflexe aktuálně platné legislativy České republiky, definujeme finanční deriváty jako finanční nástroje, pro které jsou typické tyto charakteristiky:
 - Jejich hodnota se mění v závislosti na změně úrokové sazby, kurzu cenného papíru, ceny komodity, měnového kurzu, cenového indexu, úvěrového ratingu nebo indexu, respektive v závislosti na jiné proměnné;
 - Ve srovnání s ostatními typy kontraktů, v nichž je zakotvena obdobná reakce na změny tržních podmínek a dalších proměnných, vyžaduje malou nebo nevyžaduje dokonce téměř žádnou počáteční investici.;
 - Budou vypořádány až v určitém okamžiku v budoucnosti.

- 2) Co se týče možného členění finančních derivátů podle jejich specifických vlastností, lze rozlišovat:
 - tzv. pevné termínové kontrakty typu forward, futures, swapy;
 - a tzv. podmíněné opční kontrakty.

- 3) Existují dva základní typy opcí:
 - call opce (kupní opce);
 - put opce (čili prodejní opce).

- 4) Výhody forwardu spočívají v tom, že v případě uzavřené smlouvy mohou být zde dohodnuty libovolné, oběma smluvním stranám vyhovující podmínky, jako například: objem transakce, datum plnění, způsob dodání atd.
- 5) Mezi největší burzy, na kterých se obchoduje s futures patří:
- CBOT (Chicago Board of Trade);
 - CME (Chicago Mercantile Exchange).
- 6) V případě swapů se jedná o finanční deriváty, jejichž podkladovými aktivy je buď jedna, nebo dvě měny, z nichž mohou (ale také nemusí) plynout po dobu trvání kontraktu úrokové platby.



Studijní materiály:

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské funkce. Praha: C. H. Beck, 2010. s. 228, 237 - 238, 241. ISBN 978-80-7400-194-9.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 223, 436, 446 - 449, 451, 453. ISBN 978-80-247-3671-6.

GRAHAM, Benjamin. ZWEIG, Jason. Inteligentní investor. Praha: Grada Publishing, 2007. s. 353. ISBN 978-80-247-1792-0.

NÝVLTOVÁ, Romana. REŽŇÁKOVÁ, Mária. Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování. Praha: Grada Publishing, 2007. s. 179. ISBN 978-80-247-6339-2.

STROUHAL, Jiří a kol. *Oceňování v účetnictví*. Praha: Wolters Kluwer, 2013. s. 131- 132. ISBN 978-80-7478-366-1.

SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 55. ISBN 978-80-247-7528-9.

Kapitola 12: Primární a sekundární trhy. Burzovní a mimoburzovní trhy. Burzovní systém a jeho prvky



Klíčové pojmy:

primární trhy, sekundární trhy, burzovní trhy, mimoburzovní trhy, burzovní systém



Cíle kapitoly:

- seznámení s primárním trhem;
- seznámení se sekundárním trhem;
- seznámení s burzovními a mimoburzovními trhy;
- seznámení s burzovním systémem.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Obchodování s finančními aktivy na jednotlivých segmentech finančních trhů má svou primární a sekundární fázi.

V rámci **primární fáze** – tedy na primárním trhu – dochází k prvotnímu prodeji, tedy k emisi určitého finančního instrumentu. Jako příklad lze uvést emisi akcií či dluhopisů, ale také poskytnutí úvěrů. Emitent získává zdroje financování od investora, respektive od věřitele.

V rámci **sekundární fáze** – tedy na sekundárním trhu – je s již dříve emitovanými finančními instrumenty dále obchodováno. Prvotnímu emitentovi v tomto případě již neplynou další zdroje financování, nicméně získává velmi důležité informace ohledně tržní ceny jím emitovaného instrumentu. Investor pak má na sekundárním trhu možnost získat investovaný kapitál před původní splatností daného finančního instrumentu, a to tím způsobem, že jej prodá jinému investorovi či spekulantovi.

V rámci této problematiky je tedy nutno rozlišovat primární a sekundární trhy cenných papírů a to bez ohledu na to, zda se jedná o krátkodobé či dlouhodobé cenné papíry.

Primární a sekundární trhy

Primární trh

Velice obvyklou formou získání peněz je pro mnoho subjektů vyjednávání s bankami o bankovních úvěrech. Tímto dochází k primární alokaci peněz.

Jako alternativu bankovního úvěru lze označit primární trh s cennými papíry. Na tomto trhu se setkávají jednotky s nedostatkem peněz (emitenti) a jednotky disponující přebytkem peněz (potencionální investoři).

Za nejdůležitější funkci primárního trhu lze považovat **druhotnou alokaci peněz** do maximálně efektivních investičních projektů.

Funkce primárního trhu také spočívá v **získávání nových peněžních zdrojů a v jejich přeměně ve zdroje dlouhodobé**. Ty jsou potřebné zejména v oblasti pro financování investic realizovaných především velkými korporacemi, obcemi nebo také pro potřeby státu.

Na primárním trhu se tedy odehrává přímý střet mezi nabídkou kapitálu a poptávkou po něm. Emitent – typicky např. akciová společnost – který popptává kapitál, vydává akcie (jiný emitent zase může vydávat dluhopisy), aby získal další zdroje k financování svého rozvoje.

Funkce primárního trhu jsou odvozeny od úlohy, kterou v ekonomice hrají podniky, a současně od úlohy, kterou v ekonomice hrají investoři. Podnik je subjekt, který má schopnost generovat a uskutečňovat podnikatelské nápady či záměry, tedy subjekt, který ví, nebo se domnívá, že ví, po kterém zboží a kterých službách je na trhu poptávka. Je přitom zajímavé, že u mnoha podniků platí, že čím více má podnik záměrů a čím lepší jsou tyto záměry, tím se obvykle více zadlužuje. Proto podniky hledají investory. Investorem je pak takový subjekt, který se nachází v přesně opačné situaci než podnik. Investor disponuje finančními prostředky a současně sám zpravidla nemá žádný perspektivní vlastní podnikatelský nápad či záměr.

Sekundární trh

Sekundární trhy hrají ve srovnání s trhy primárními neméně významnou úlohu. Otevírají příležitosti pro nové zájemce. Představují také velice důležitý zdroj likvidity a jsou motivací a často i podmínkou toho, aby jednotliví investoři na primární trh vůbec vstupovali.

V případě sekundárního trhu se jedná o trh již emitovaných cenných papírů. Uskutečňují se na něm standardní prodeje a koupě již existujícího zboží.

Transakce na trhu sekundárním nevytváří ani nelikvidují podstatu vztahu investora k emitentovi, neboť emitent zůstává transakcemi na sekundárním trhu neovlivněn.

Za ekonomickou funkci sekundárního trhu s cennými papíry je změna struktury jejich vlastníků. Jako příklad lze uvést fakt, že na trhu, kde se kupuje a prodává konkrétní akcie, může dojít k výrazné změně kontroly nad akciovou společností, která tuto akcii vydala.

Nutno ještě k problematice primárních a sekundárních trhů podotknout, že za nepřítomnosti vyvinutého sekundárního trhu by individuální vlastník nemusel být ochotný poskytnout peníze na dlouhé časové období. Pokud jsou totiž možnosti případného prodeje určitého cenného papíru v případě potřeby malé, potom žádný investor takový papír nekoupí. Neexistuje však žádná záruka, že investor zpět při prodeji dostane předpokládanou částku, protože ceny cenných papírů se permanentně mění.

Aktivní sekundární trh je také zapotřebí pro fungování primárního trhu. Sekundární trhy přispívají k efektivitě primárních trhů tím, že poskytují informace o ceně. Na akciovém trhu např. momentální ceny obchodovaných cenných papírů výrazně snižují problém stanovení ceny nové emise s podobným rizikovým profilem. Informace o sekundárním trhu tak ovlivňují chování účastníků primárního trhu.

Burzovní a mimoburzovní trhy

Burzovní trhy

Burzovní trhy obecně představují místo, v mnoha případech již jen virtuální místo, kde se potkávají nakupující a prodávající. Podle druhu obchodovaných instrumentů lze rozlišovat peněžní neboli akciové burzy, komoditní burzy a burzy měnové.

Burzy jsou ve vyspělých zemích nedílnou součástí tržního prostředí. Jejich činnost přispívá jak k tvorbě tržních cen, tak také i k utváření cenového systému finančních případně i reálných investičních instrumentů, které se na nich obchodují.

Ve světě existuje celá řada různě zaměřených burz, které jsou všeobecně pokládány za vrcholové instituce příslušných trhů. Čím jsou jednotlivé burzy prestižnější a významnější, tím se na nich obchoduje kvalitněji a světově uznávanější cenné papíry.

Za všeobecně nejvýznamnější burzy jsou považovány akciové burzy cenných papírů.

Mimoburzovní trhy

V oblasti obchodování s cennými papíry existuje v některých zemích vedle burz také řada licencovaných mimoburzovních trhů. I když nemají statut burzy, vykazují obdobnou činnost. Vždy však musí disponovat příslušnou licencí a také respektovat zákony dané země.

Na mimoburzovních trzích je standardizace obchodů podstatně nižší než na trzích burzovních. Na těchto trzích se obvykle vyskytují dvě ceny pro instrumenty. Jako příklady mimoburzovních trhů lze uvést např. RM-Systém v České republice nebo NASDAQ ve Spojených státech amerických.

Burzovní systém

Obchodní systém každé burzy cenných papírů musí přesně vymezit fakt, zda budou kurzy stanovovány kontinuálně nebo jednorázově – na celý den či na jeho určitou část – a rovněž musí stanovit, jakým způsobem budou do uzavírání obchodů zapojení burzovní zprostředkovatelé, tedy zda smí obchodovat pouze na cizí nebo vlastní účet, případně na oba druhy účtů.

Důležitou roli při výběru obchodního systému určité burzy hraje také míra zapojení informačních a komunikačních technologií do samotného obchodování. Klasický systém, kdy obchody probíhají na parketu burzy a uzavírají se tzv. **metodou veřejného křiku**, je uplatňován v případě prezenčního typu burzy. Parket je v takovém případě oddělen zábradlím od kulisy, kde dochází k uzavírání neoficiálních obchodů.

Výhradně za použití informačních a komunikačních technologií se obchoduje na elektronických burzách, které umožňují uzavírat velké množství obchodů v krátkém čase, a to bez nutnosti fyzické přítomnosti obchodníka bezprostředně na burze. Je nutné konstatovat, že elektronické burzy mají značně nižší transakční náklady, zrychlují a usnadňují šíření informací ve vyšší kvalitě a navíc umožňují snadné propojení a spolupráci s dalšími burzami. Elektronickou burzou je i Burza cenných papírů Praha.

Existují tedy prezenční burzy na jedné straně a elektronické burzy na straně druhé, z nichž každá používá specifické obchodní systémy.

Na prezenční burze je možné využívat systém řízení příkazy, systém řízený cenou a aukční systém, zatímco na elektronické burze se využívá systém jednotné cenové aukce, systém centrální objednávkové knihy a systém řízený kotacemi. V současné době nejsou tyto systémy na jednotlivých burzách vždy využívány pouze v základní podobě, nýbrž v různých modifikacích či kombinacích.

Mezi základní obchodní systémy používané na jednotlivých burzách patří:

- systém řízený příkazy;
- systém řízený cenou;
- aukční systém;
- systém řízený kotacemi;
- systém jednotné cenové aukce;
- kombinovaný systém.

System řízený příkazy (order driven system)

V rámci tohoto systému předávají členové burzy do určitého okamžiku nákupní a prodejní příkazy. Ty se shromažďují u burzovního zprostředkovatele, který vystupuje pouze v pasivní roli, tedy sám neobchoduje. Ve stanoveném okamžiku burzovní zprostředkovatel na základě obdržných příkazů stanoví kurz, při kterém je uzavřeno maximální množství transakcí a v tomto okamžiku je takový kurz jediným kurzem na trhu. Ke stanovení kurzu tímto způsobem přitom může dojít jednou (systém jednotného kurzu) nebo vícekrát denně (systém jednotlivých kurzů), přičemž poslední kurz je kurzem uzavíracím.

Jedná se o tyto systémy:

- systém řízený cenou;
- aukční systém;
- systém centrální objednávkové, respektive příkazové knihy;
- systém řízený kotacemi;
- systém jednotné cenové aukce;
- kombinovaný systém.

System řízený cenou (price driven system)

Jedná se o mnohem méně transparentní, zato však likvidnější systém, který má decentralizovaný charakter, protože jednotliví účastníci obchodují přímo mezi sebou za individuálně dohadované burzovní ceny. Tvůrci trhu (market maker) je jako burzovnímu zprostředkovateli v aktivní roli svěřena jedna nebo více emisí, u kterých má povinnost zajišťovat jejich likviditu, tedy během stanovené doby neustále kotovat nákupní a prodejní kurzy, za které je ochoten nakupovat a prodávat. Pro jedinou emisi přitom existuje více tvůrců trhu, takže v jednom časovém okamžiku může mít jeden cenný papír různé ceny. Rozdíl však obvykle velice rychle mizí díky konkurenci.

Aukční systém (auction system)

Jedná se o systém bez zprostředkovatele, ať již v pasivní či aktivní roli. V tomto systému obchodují burzovní obchodníci přímo mezi sebou bez účasti zprostředkovatele, a to metodou veřejného křiku, přičemž následný obchod je uzavřen a cena sjednána mezi dvěma či více zájemci. Tato klasická metoda se v současné době již téměř nevyužívá. Používají se však její varianty ve formě aukčního systému se specialisty nebo zákazníkem řízeného systému dané burzy.

Systém centrální objednávkové, respektive příkazové knihy (central order book system)

Tento systém vzniknul elektronizací systému řízeného příkazy s jednotlivými kurzy, tedy systému, ve kterém je kurz stanoven vícekrát denně. Operují zde pouze samostatní burzovní obchodníci bez zprostředkovatelů, kteří své příkazy k nákupu či prodeji zadávají prostřednictvím terminálů do centrální objednávkové knihy, kde se řadí podle časové a cenové priority. Příkazy, které si navzájem vyhovují, počítačový systém automaticky páruje a stanovení kurzů tak probíhá kontinuálně během času, který je vymezen pro obchodování. Vzhledem k neexistenci tvůrců trhu je skutečností nižší likvidita cenných papírů.

Systém řízený kotacemi (quote driven system)

Jedná se o elektronickou obdobu systému řízeného cenou. Kurzotvornou roli zde plní nejen tvůrci trhu, ale také samotní obchodníci s cennými papíry. V průběhu obchodování mají obchodníci i tvůrci trhu možnost vyvolávat si prostřednictvím terminálu aktuální kurzy všech obchodovaných cenných papírů a zadávat své příkazy do burzovního počítačového systému. Tvůrci trhu jsou navíc ještě povinni pravidelně burzy kotovat. Obchodním systémem tohoto typu je např. obchodní systém SPAD na pražské burze.

Systém jednotné cenové aukce (single price auction system)

Tento systém je označován také jako aukční obchodní systém s jednotnou cenou. Má některé společné rysy se systémem centrální objednávkové knihy a se systémem řízeným příkazy s jednotnými kurzy. Ke stanovení kurzu dochází jednou denně, přičemž pro párování příkazů a stanovování kurzů je využíván princip maximalizace obrátu. Funkci zprostředkovatele zde přebírá počítač, což do jisté míry způsobuje nízkou likviditu daného trhu s cennými papíry.

Kombinovaný systém

Tento systém vzniká propojením výše uvedených elektronických systémů. Transakce s cennými papíry jsou v tomto případě prováděny na základě jejich likvidity. Méně likvidní tituly se obchodují prostřednictvím systému řízeného kvótami, likvidní tituly pak prostřednictvím systému, který je založený na principu centrální objednávkové knihy.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi:

- 1) Stručně definujte primární trh.
- 2) Stručně definujte sekundární trh.
- 3) Jaký je rozdíl mezi burzovními a mimoburzovními trhy?
- 4) Jaké znáte základní obchodní systémy používané na jednotlivých burzách?
- 5) Stručně definujte kombinovaný systém.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Na primárním trhu se setkávají jednotky s nedostatkem peněz (emitenti) a jednotky disponující přebytkem peněz (potencionální investoři).

Za nejdůležitější funkci primárního trhu lze považovat druhotnou alokaci peněz do maximálně efektivních investičních projektů.

Funkce primárního trhu také spočívá v získávání nových peněžních zdrojů a v jejich přeměně ve zdroje dlouhodobé. Ty jsou potřebné zejména v oblasti pro financování investic realizovaných především velkými korporacemi, obcemi nebo také pro potřeby státu.

2) Sekundární trhy hrají ve srovnání s trhy primárními neméně významnou úlohu. Otevírají příležitosti pro nové zájemce. Představují také velice důležitý zdroj likvidity a jsou motivací a často i podmínkou toho, aby jednotliví investoři na primární trh vůbec vstupovali.

V případě sekundárního trhu se jedná o trh již emitovaných cenných papírů. Uskutečňují se na něm standardní prodeje a koupě již existujícího zboží.

3) Při obchodování na burzovních trzích se jedná o obchodování přímo na burze. Přičemž musí být dodržována pravidla burzy.

Naproti tomu v případě obchodování na mimoburzovních trzích se jedná o obchodování mimo burzu. Na mimoburzovních trzích je standardizace obchodů podstatně nižší než na trzích burzovních.

4) Mezi základní obchodní systémy používané na jednotlivých burzách patří:

- systém řízený příkazy;
- systém řízený cenou;
- aukční systém;
- systém řízený kotacemi;
- systém jednotné cenové aukce;
- kombinovaný systém.

5) Kombinovaný systém vzniká propojením výše uvedených elektronických systémů. Transakce s cennými papíry jsou v tomto případě prováděny na základě jejich likvidity. Méně likvidní tituly se obchodují prostřednictvím systému řízeného kvótami, likvidní tituly pak prostřednictvím systému, který je založený na principu centrální objednávkové knihy.

Studijní materiály:

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. s. 103 - 104, 108 - 109. ISBN 978-80-247-1653-4.

ČERNOHORSKÝ, Jan. TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 137. ISBN 978-80-247-3669-3.

NÝVLTOVÁ, Romana. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování*. Praha: Grada Publishing, 2007. s. 18 - 19. ISBN 978-80-247-6339-2.

ČERNÁ, Stanislava a kol. *Právo obchodních korporací*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. s. 570 - 571. ISBN 978-80-7478-735-5.

NÝVLTOVÁ, Romana. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování*. Praha: Grada Publishing, 2007. s. 18 - 19. ISBN 978-80-247-6339-2.

ŠTÝBR, David a kol. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 20 - 21. ISBN 978-80-247-3648-8.

NÝVLTOVÁ, Romana. MARINIČ, Pavel. *Finanční řízení podniku. Moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing, 2010. s. 35. ISB 978-80-247-3158-2.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 2014. s. 5-6. ISBN 978-80-247-3671-6.

Kapitola 13: Burza cenných papírů Praha. RM- systém. Světová burzovní místa (NYSE, LSE, TSE, EURONEXT)



Klíčové pojmy:

Burza cenných papírů Praha, RM- systém, světová burzovní místa



Cíle kapitoly:

- seznámení s burzou cenných papírů Praha;
- seznámení s RM - systémem;
- seznámení se světovými burzovními místy.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 5 hodin



Výklad:

Na finančních trzích působí dva druhy institucí, jejichž náplní je organizování trhu s finančními investičními instrumenty. Jedná se o tyto instituce:

- burzy;
- organizované mimoburzovní trhy.

Obě tyto instituce jsou charakteristické vysoce organizovanou formou podnikání a vykazují celou řadu specifik. Jedná se o tyto specifik:

- způsob obchodování je založen na oboustranné aukce;
- k provozování burzovního obchodování je potřeba zvláštního povolení;
- jednotlivé druhy burzovních obchodů jsou přesně stanoveny;

- předměty obchodu se na burzách fyzicky nenacházejí;
- musí být přesně stanovena nejnižší přípustná obchodovatelná množství;
- čas a místo burzovního obchodování jsou předem určeny;
- obchodování na burzách se může účastnit pouze přesně vymezený okruh lidí.

Pro obchodování s cennými papíry existují na kapitálovém trhu v České republice dva organizované trhy, a to akciová společnost **Burza cenných papírů Praha**, která vznikla v roce 1992, a akciová společnost **RM-System**, která svou činnost zahájila v roce 1993 jako organizátor mimoburzovního trhu s cennými papíry. Objem obchodů realizovaných prostřednictvím RM-Systemu je však pouze minimální.

Burza cenných papírů Praha

Pražská burza cenných papírů byla založena již v roce 1871, tedy v roce vzniku německého císařství. Na pražské burze se tehdy obchodovalo jak s cennými papíry, tak s komoditami. Po první světové válce však obchodování s komoditami ustalo. V době existence samostatného Československa pražská burza cenných papírů zažívala svůj zlatý věk, protože svým středoevropským významem překonávala i vídeňskou burzu.

K uzavření burzy pak došlo v roce 1938. Po druhé světové válce a zejména v době komunistického režimu burzovní obchodování v Československu vůbec neprobíhalo. K obnově fungování pražské burzy došlo až dne 6. dubna 1993. Od října roku 2008 je majoritním akcionářem pražské burzy burza vídeňská.

V současné době akciová společnost Burza cenných papírů Praha představuje největšího organizátora trhu s cennými papíry v České republice.

Je založena na členském principu, přičemž členy této burzy se mohou stát pouze právnické a fyzické osoby zapsané v obchodním rejstříku, jejichž předmětem činnosti je obchodování s cennými papíry. Jedná se o:

- akcionáře burzy;
- společnosti, které sice nejsou akcionáři burzy, ale burzovní komorou jim bylo členství uděleno.

Přístup do burzovního systému a právo obchodovat mají pouze členové burzy. Kromě těch je však k uzavírání burzovních obchodů oprávněna na základě zákona o podnikání na kapitálovém trhu také:

- Česká národní banka;
- Česká republika jednající zde prostřednictvím Ministerstva financí České republiky;
- Česká konsolidační agentura.

Burza cenných papírů Praha je členem Federace evropských burz (FESE). Americká komise pro cenné papíry pražské burze udělila statut definované zahraniční burzy, tedy trhu bezpečného pro americké investory.

V rámci Burzy cenných papírů Praha existují dva tržní segmenty rozdělené podle kvality akcií, které se na nich obchodují. Jedná se o KOBOS a SPAD, přičemž právě SPAD představuje kvalitnější burzovní segment.

Obchodovat na Burze cenných papírů Praha mohou pouze výše zmínění členové burzy, tedy obchodníci s cennými papíry, kteří jsou označováni jako brokeři. Ti zprostředkují obchody dalším zájemcům o obchodování na burze. V tomto aspektu se Burza cenných papírů Praha liší od RM-Systému, na který mají drobní investoři mnohem snazší vstup, a to jak z hlediska administrativy, tak i z hlediska počátečních finančních nákladů.

RM- systém

Projekt mimoburzovního trhu RM-Systém vznikl již v roce 1993. Jedná se o plně automatizovaný elektronický trh, který nemá centrální parket, což znamená, že obchodovat v jeho rámci lze z několika desítek obchodních míst nebo prostřednictvím speciální internetové aplikace. V září roku 2006 koupila RM-Systém společnost Fio.

RM-Systém je založen na zákaznickém neboli účastnickém principu a jednotliví zákazníci na něj tedy mohou vstoupit bez jakéhokoli zprostředkování. Předpokladem obchodování je ovšem registrace na obchodním místě RM-Systému a založení účtu ve Středisku cenných papírů. Obchodování s cennými papíry je realizováno každý provozní den, a to primárně prostřednictvím plně elektronického systému párování nabídky a poptávky.

Světová burzovní místa

V rámci světových burzovních míst rozlišujeme tyto burzy:

- NYSE;
- LSE;
- TSE;
- EURONEXT.

NYSE

Burzovní obchody se ve Spojených státech amerických sice koncentrují na několika burzách, tou největší je ovšem **New York Stock Exchange**. Tato burza je navíc největší burzou na světě. Na burze v New Yorku jsou obchodovány ty největší akciové společnosti na světě. New York Stock Exchange vznikla v roce 1792, kdy 24 brokerů podepsalo dohodu ohledně obchodu s cennými papíry.

V roce 1817 skupina brokerů vytvořila formální instituci, pravidla obchodování i název, který tehdy zněl New York Stock and Exchange Board. Obchody tehdy probíhaly metodou veřejného křiku.

K velké expanzi burzy pak došlo ve druhé polovině 19. století. V roce 1863 byl název burzy změněn na současný New York Stock Exchange. Během třicátých let minulého století došlo ke zpřísnění regulatorních opatření a v roce 1943 byly poprvé k burzovnímu obchodování připuštěny i ženy.

Podobně jako ostatní americké burzy má i NYSE formu akciové společnosti. Členy NYSE přitom mohou být pouze fyzické osoby.

Tato burza má charakter prezenční burzy, na které se používá systém řízený cenou. Kromě klasických promptních obchodů se zde rovněž realizují operace nákupu cenných papírů na úvěr, krátké prodeje, blokové obchody, obchody s futures a opcemi a obchody s dluhopisy. New York Stock Exchange je pravděpodobně tím nejlikvidnějším světovým burzovním trhem na světě.

Nutno ještě dodat, že na burze v New Yorku nejsou kotovány pouze největší americké společnosti, ale také stovky zahraničních firem z desítek zemí.

LSE

Londýnská burza neboli London Stock Exchange představuje trh, jehož počátky sahají až do 17. století, kdy se nákup a prodej akcií různých společností uskutečňoval v kavárnách.

Během 19. století došlo ve Velké Británii k založení více než dvaceti regionálních burz, které ve 20. století vytvořily federaci burz (Federation of Stock Exchanges). Později se pak sedm z těchto burz spojilo v jednu společnou burzu International Stock Exchanges.

Na počátku devadesátých let minulého století pak byla činnost regionálních burz ukončena a nahrazena reprezentacemi Londýnské burzy ve velkých městech Velké Británie. Londýnská burza v této souvislosti změnila svůj oficiální název na London Stock Exchange.

Tato burza má soukromoprávní charakter, přičemž je založena na členském principu a plní funkci primárního i sekundárního trhu. Mezi nejdůležitější segmenty londýnského burzovního trhu náleží trhy britských a irských akcií, dále pak trhy zahraničních akcií, vládních dluhopisů, korporátních a municipálních dluhopisů, opčních listů, depozitních certifikátů, opcí a nalezneme zde také alternativní investiční trh.

TSE

Tokijská burza byla založena v roce 1878. V minulém století byla ovládána velkými společnostmi a předmětem obchodu byly především státní dluhopisy. Obchod s akciemi se začal významněji rozvíjet až později.

Burza cenných papírů v Tokiu je z hlediska tržní kapitalizace druhou největší burzou na světě, tedy po burze v New Yorku. Členy tokijské burzy nejsou fyzické osoby, mohou jimi být výlučně investiční společnosti, které se zabývají obchody s cennými papíry.

EURONEXT

Euronext N. V. se sídlem v Amsterdamu představuje burzovní alianci, která vznikla v září roku 2000, a to spojením burz v Amsterdamu, Bruselu a Paříži.

O dva roky později pak Euronext převzal také derivátovou burzu LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) a sloučil se dále s portugalskou burzou BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto).

V listopadu 2005 pak Euronext získal majoritní podíl v provozovateli elektronického trhu cenných papírů s fixním výnosem. Jednalo se o trh MTS. Tato akvizice byla uskutečněna formou joint venture s italskou burzou cenných papírů (Borsa Italiana), a to v poměru 51:49. V roce 2006 se NYSE dohodla na spojení s evropskou burzovní aliancí Euronext. Nová společnost nazývaná NYSE Euronext se sídlem v New Yorku a s mezinárodními sídly v Amsterdamu a Paříži se tak stala největší burzovní společností na světě s globálními aktivitami na obou stranách Atlantického oceánu.

Aliance Euronext je založena na členském principu, ale za určitých podmínek umožňuje přístup na své trhy také přidruženým společností.

? **Úkoly k zamyšlení a diskuzi:**

- 1) Jaké instituty působí na finančních trzích?
- 2) Jaké organizované trhy existují na kapitálovém trhu v ČR?
- 3) Stručně definujte Burzu cenných papírů Praha.
- 4) Kdo má přístup do burzovního systému?
- 5) Jaké znáte světová burzovní místa?

🔑 **Klíč k řešení otázek:**

- 1) Na finančních trzích působí tyto instituce:
 - burzy;
 - organizované mimoburzovní trhy.
- 2) Pro obchodování s cennými papíry existují na kapitálovém trhu v České republice dva organizované trhy, a to:
 - akciová společnost Burza cenných papírů Praha;
 - akciová společnost RM-System.
- 3) V současné době akciová společnost Burza cenných papírů Praha představuje největšího organizátora trhu s cennými papíry v České republice.
Je založena na členském principu, přičemž členy této burzy se mohou stát pouze právnické a fyzické osoby zapsané v obchodním rejstříku, jejichž předmětem činnosti je obchodování s cennými papíry. Jedná se o:
 - akcionáře burzy;

- společnosti, které sice nejsou akcionáři burzy, ale burzovní komorou jim bylo členství uděleno.

Přístup do burzovního systému a právo obchodovat mají pouze členové burzy. Kromě těch je však k uzavírání burzovních obchodů oprávněna na základě zákona o podnikání na kapitálovém trhu také:

- Česká národní banka;
- Česká republika jednající zde prostřednictvím Ministerstva financí České republiky;
- Česká konsolidační agentura.

4) Do burzovního systému mají přístup pouze členové burzy.

5) V rámci světových burzovních míst jsou rozlišovány tyto burzy:

- NYSE;
- LSE;
- TSE;
- EURONEXT.



Studijní materiály:

NÝVLTOVÁ, Romana. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování*. Praha: Grada Publishing, 2007. s. 24 - 25, 31, 39, 41 - 42, 47 - 48. ISBN 978-80-247-6339-2.

JANDA, Josef. *Spořit nebo investovat?* Praha: Grada Publishing, 2011. s. 94. ISBN 978-80-247-3670-9.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002. s. 62 - 66. ISBN 80-86119-55-6.

ŠTÝBR, David a kol. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada Publishing, 2011. s. 22. ISBN 978-80-247-3648-8.

REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. s. 286. ISBN 80.7261-132-1.