

# TRHY CENNÝCH PAPÍRŮ

**PETR  
MUSÍLEK**



Oponent: RNDr. Ivan Zahrádka, CSc.

© Petr Musílek, 2011

© Ekopress, s. r. o., 2011

**ISBN 978-80-86929-70-5**

# Obsah

Úvod .....	9
<b>Oddíl I. Trhy cenných papírů a jejich poruchy</b>	
<b>1. Geneze trhů cenných papírů .....</b>	<b>13</b>
1.1 Počátky trhů cenných papírů v 15. století .....	13
1.2 Rozvoj trhů cenných papírů v 16.–18. století .....	14
1.3 Rozmach trhů cenných papírů v 19. a 20. století .....	15
1.4 Boom a poruchy trhů cenných papírů na přelomu 20. a 21. století .....	21
<b>2. Trhy cenných papírů a jejich struktura .....</b>	<b>25</b>
2.1 Modely alokace peněžních prostředků .....	25
2.2 Význam trhů cenných papírů .....	33
2.3 Trh cenných papírů a jeho struktura .....	34
<b>3. Sekundární trhy .....</b>	<b>45</b>
3.1 Sekundární burzovní trhy .....	45
3.2 Mimoburzovní sekundární trhy .....	52
3.3 Sekundární trhy v České republice .....	53
3.3.1 Geneze českých sekundárních trhů .....	53
3.3.2 Renesance sekundárních trhů v 90. letech minulého století .....	54
3.3.3 Burzovní systém .....	55
3.3.4 Problémy českých sekundárních trhů .....	61
3.4 Významné světové burzovní firmy a burzy .....	63
3.4.1 NYSE Euronext .....	63
3.4.2 The NASDAQ OMX Group, Inc. ....	66
3.4.3 Tokyo Stock Exchange Group, Inc. ....	68
3.4.4 London Stock Exchange Group plc .....	69
3.4.5 Deutsche Börse AG .....	72
3.4.6 Shanghai Stock Exchange .....	74
<b>4. Trhy finančních derivátů .....</b>	<b>79</b>
4.1 Podstata a postavení finančních derivátů .....	79
4.2 Opce .....	85
4.3 Cenné papíry s opcemi .....	92
4.4 Financial futures .....	98
4.5 Mimoburzovní finanční deriváty .....	103
4.6 Burzovní firmy finančních derivátů .....	105
4.6.1 CME Group Inc. ....	105
4.6.2 NYSE Liffe Holdings LLC .....	106
4.6.3 Eurex AG .....	106
4.7 Český trh finančních derivátů .....	107
<b>5. Regulace trhů cenných papírů .....</b>	<b>111</b>
5.1 Důvody a cíle regulace: Chicagská škola versus hlavní směr .....	111
5.2 Institucionální uspořádání finančního dohledu .....	116
5.3 Regulace trhů cenných papírů a právní prostředí .....	122
5.4 Konsolidace regulace a dohledu globálního finančního trhu .....	125
5.5 Regulace a dohled českého trhu cenných papírů .....	126
<b>6. Poruchy trhů cenných papírů .....</b>	<b>131</b>
6.1 Charakteristika poruch trhů cenných papírů .....	131
6.2 Příklady finančních krizí v minulosti .....	134
6.2.1 Rakouská krize 1873 .....	134
6.2.2 Americká krize 1873 .....	135

6.2.3 Argentinská krize 1890 .....	136
6.2.4 Australská krize 1893 .....	136
6.2.5 Italská krize 1893 .....	136
6.2.6 Československá bankovní krize 1923–1925 .....	137
6.3 Příklady soudobých finančních krizí .....	137
6.3.1 Mexická krize 1994–1995 .....	137
6.3.2 Ruská krize 1998 .....	138
6.3.3 Turecká finanční krize 2000 .....	138
6.3.4 Globální finanční krize .....	139
6.4 Teorie finančních krizí .....	145
6.4.1 Nadměrná úvěrová expanze .....	146
6.4.2 Chybná makroekonomická politika .....	147
6.4.3 Nadměrná finanční liberalizace .....	148
6.4.4 Finanční panika .....	149
6.4.5 Splasknutí cenové bubliny .....	150
6.4.6 Selhání trhu .....	151
6.4.7 Finanční krize vyvolaná nadměrným přílivem zahraničního kapitálu .....	152
6.4.8 Institucionální nedokonalost ekonomiky .....	152
6.4.9 Ekonomická recese a strukturální problémy .....	153
6.4.10 Multi-faktorová krize .....	153

## Oddíl II. Investiční bankovnictví a investiční obchody

<b>7. Investiční bankovnictví .....</b>	<b>159</b>
7.1 Podstata investičního bankovnictví .....	159
7.2 Modely institucionálního uspořádání investičního bankovnictví .....	163
7.2.1 Model univerzálního bankovnictví .....	163
7.2.2 Model odděleného bankovnictví .....	169
7.2.3 Model holdingové společnosti .....	175
7.2.4 Model dceřiné společnosti .....	176
7.3 Správa podniku .....	176
7.3.1 Vnitřní model správy podniku .....	177
7.3.2 Vnější model správy podniku .....	178
7.4 Problémy českého investičního bankovnictví .....	179
<b>8. Emisní obchody .....</b>	<b>185</b>
8.1 Podstata emisních obchodů .....	185
8.2 Druhy emisních obchodů .....	187
8.3 Postup při vydávání cenných papírů .....	191
8.3.1 Finanční rozhodování deficitní jednotky .....	191
8.3.2 Stanovení výše kapitálových nákladů .....	192
8.3.3 Výběr emisního prostředníka .....	195
8.3.4 Příprava prospektu a registrace emise .....	196
8.3.5 Vytvoření emisního syndikátu .....	196
8.3.6 Prezentace a předběžný marketing .....	197
8.3.7 Závěrečné jednání .....	198
8.3.8 Umístění cenných papírů .....	198
8.3.9 Post-emisní operace .....	199
<b>9. Obchody na sekundárních trzích .....</b>	<b>201</b>
9.1 Druhy sekundárních obchodů .....	201
9.2 Typy zprostředkovatelských obchodů .....	205
9.3 Investiční poradenství .....	210
<b>10. Správa aktiv .....</b>	<b>215</b>
10.1 Podstata správy aktiv a její druhy .....	215
10.2 Správa trustů a nadací .....	220

<b>11. Finanční inženýrství .....</b>	<b>223</b>
11.1 Podstata finančního inženýrství .....	223
11.2 Depozitní stvrzenky .....	224
11.3 Svlekání cenných papírů .....	225
11.4 Sekuritizace aktiv .....	226
<b>12. Depotní obchody .....</b>	<b>233</b>
12.1 Podstata depotních obchodů .....	233
12.2 Vývoj depotních obchodů .....	234
12.3 České depotní obchody .....	235
<b>13. Zprostředkování fúzí a akvizicí .....</b>	<b>239</b>
13.1 Podstata a motivy fúzí a akvizicí .....	239
13.2 Realizace a financování akvizic .....	241
<b>Oddíl III. Investiční teorie</b>	
<b>14. Základy investiční teorie .....</b>	<b>249</b>
14.1 Geneze investiční teorie .....	249
14.2 Poptávka po investičních instrumentech .....	252
14.3 Zdanění a výnosová míra .....	269
14.4 Globalizace investování .....	270
<b>15. Teorie efektivního trhu .....</b>	<b>281</b>
15.1 Teorie efektivního trhu .....	281
15.2 Formy tržní efektivnosti .....	284
15.3 Testování teorie efektivních trhů .....	285
15.3.1 Testy slabé formy efektivnosti .....	285
15.3.2 Testy středněsilné formy efektivnosti .....	289
15.3.3 Testy silné formy efektivnosti .....	290
15.4 Anomálie na efektivním trhu .....	292
15.5 Behaviorální finance .....	295
<b>16. Teorie portfolia .....</b>	<b>299</b>
16.1 Selektivní model Markowitze .....	299
16.2 Očekávaná výnosová míra portfolia .....	301
16.3 Riziko portfolia .....	302
16.4 Efektivní hranice a optimální portfolio .....	305
16.5 Jednoduchý indexní model .....	308
<b>17. Teorie kapitálového trhu .....</b>	<b>311</b>
17.1 Předpoklady teorie kapitálového trhu .....	311
17.2 Bezriziková aktiva a portfolio .....	312
17.3 Příímka kapitálového trhu .....	313
17.4 Model oceňování kapitálových aktiv .....	315
17.5 Modifikace modelu oceňování kapitálových aktiv .....	319
17.5.1 Zero-Beta CAPM .....	319
17.5.2 T-CAPM .....	320
17.5.3 M-CAPM .....	321
17.5.4 IP-CAPM .....	321
17.6 Teorie arbitrážního oceňování .....	325
<b>Oddíl IV. Investiční analýzy</b>	
<b>18. Fundamentální akciové analýzy .....</b>	<b>331</b>
18.1 Chování cen akcií .....	331
18.2 Charakteristika fundamentální akciové analýzy .....	333
18.3 Makroekonomické veličiny a akciové kursy .....	334
18.4 Odvětvové faktory a akciové kursy .....	347

18.5 Podnikové faktory a akciové kursy .....	353
18.6 Vnitřní hodnota akcie a její kvantifikace .....	361
18.7 Fundamentální akciová analýza a investiční praxe .....	384
<b>19. Technické akciové analýzy .....</b>	<b>389</b>
19.1 Charakteristika technické analýzy .....	389
19.2 Dowova teorie .....	391
19.3 Grafické metody .....	393
19.4 Metody založené na technických indikátorech .....	394
19.5 Vliv psychologie na tržní ceny akcií .....	400
<b>20. Dluhopisové analýzy .....</b>	<b>407</b>
20.1 Hodnota dluhopisu .....	407
20.2 Měření výnosu z dluhopisu .....	408
20.3 Faktory ovlivňující hodnotu dluhopisu .....	410
20.4 Durace .....	412
20.5 Struktura úrokových sazeb .....	414
20.6 Ratingové agentury a jejich role na trzích cenných papírů .....	416
<b>Oddíl V. Institucionální správa aktiv</b>	
<b>21. Institucionální investoři .....</b>	<b>427</b>
21.1 Charakteristika institucionálních investorů .....	427
21.2 Role institucionálních investorů .....	428
21.3 Vliv institucionálních investorů na trhy cenných papírů .....	430
<b>22. Kolektivní investování .....</b>	<b>433</b>
22.1 Podstata, vývoj a význam kolektivního investování .....	433
22.2 Modely institucionálního uspořádání kolektivního investování .....	438
22.3 Druhy institucí kolektivního investování .....	441
22.4 Měření výkonnosti fondů .....	445
22.5 Zvláštní druhy fondů .....	448
<b>23. České kolektivní investování .....</b>	<b>455</b>
23.1 Geneze českého kolektivního investování .....	455
23.2 Institucionální uspořádání českého kolektivního investování .....	461
<b>24. Penzijní fondy .....</b>	<b>467</b>
24.1 Charakteristika penzijních fondů a jejich postavení .....	467
24.2 Institucionální uspořádání kapitálového financování důchodů .....	473
24.3 Regulace penzijních fondů .....	477
24.4 Alokace aktiv a operační efektivnost penzijních fondů .....	478
<b>25. České penzijní fondy .....</b>	<b>483</b>
25.1 Charakteristika českých penzijních fondů .....	483
25.2 Investiční politika penzijních fondů .....	489
25.3 Kapitálově orientovaná modernizace důchodového systému .....	492
<b>Slovník základních pojmů .....</b>	<b>495</b>
<b>Základní použitá literatura .....</b>	<b>503</b>
<b>Summary .....</b>	<b>515</b>
<b>Rejstřík .....</b>	<b>517</b>

## Úvod

Je tomu již více než dvacet let, co jsem publikoval první knihu o trzích cenných papírů. Za toto relativně krátké období se trhy cenných papírů dramaticky změnily. V masovém měřítku se rozvinula elektronizace obchodování, na trzích zdomácněly dříve exotické investiční instrumenty a prakticky ve všech oblastech investičního podnikání se projevíly silné konsolidační tendence. Kromě toho dochází k prudkému rozvoji globálního investování a obchodování, přičemž v současné době se nacházíme na prahu samého zániku národních trhů cenných papírů, které se postupně formovaly od 15. století. Nejnovější úsilí světových burzovních firem směřuje k vytvoření jednotného globálního elektronického obchodního systému. Tím však náš výčet nejnovějších trendů nekončí. Účastníci trhů cenných papírů stále častěji používají matematicko-ekonomické modely k řízení investičních a finančních rizik, správě aktiv a provádění investičních analýz. Konkurenční schopnost účastníků trhů cenných papírů je tak z velké části určována kvalitou finančního inženýrství. Proč došlo k tak výrazným změnám na světových trzích? Jedním z důvodů je expanze institucionálních investorů. Tato skupina investorů, zahrnující instituce kolektivního investování, penzijní fondy, banky a životní pojišťovny, se stala rozhodujícími účastníky globálního investičního trhu. Vlastní převážnou část akcií, rozhodující měrou ovlivňují tržní ceny obchodovaných investičních instrumentů, soustavně generují poptávku po nových a netradičních investičních službách a přispívají k formování zcela nové mikrostruktury trhů cenných papírů. Mezi další důvody dramatických změn na trzích cenných papírů patří celosvětová deregulace finančních systémů, technologická revoluce a zvýšená těkavost finančních a investičních veličin. V roce 2008 vypukla po pádu jedné z největších světových investičních bank Lehman Brothers globální finanční krize, která přinesla výrazné změny v oblasti institucionálního uspořádání trhů cenných papírů.

Druhé, přepracované a doplněné vydání odborné knižní publikace „Trhy cenných papírů“ analyzuje jak institucionální uspořádání trhů cenných papírů, tak i cenotvorné mechanismy investičních trhů. Skládá se z pěti oddílů. V prvním oddílu analyzujeme trhy cenných papírů, jejich strukturu, rozebíráme důvody a metody regulace trhů cenných papírů a zkoumáme výskyt poruch na těchto trzích. V následujícím oddílu je pozornost věnována investičnímu bankovníctví a jeho postavení ve finančním systému. Postupně jsou rozebrány nejdůležitější investiční obchody, a to zejména emisní obchody, obchody na sekundárních trzích, správa aktiv, finanční inženýrství, depotní obchody a zprostředkování fúzí a akvizic. Třetí oddíl publikace je věnován rozboru investiční teorie – poptávce po investičních instrumentech, teorii efektivního trhu, teorii portfolia a teorii kapitálového trhu. Čtvrtý oddíl textu se soustředí na objasnění chování cen akcií a dluhopisů. Závěrečný oddíl knižní publikace nejen analyzuje postavení institucionálních investorů ve finančním systému, ale i rozebírá institucionální uspořádání kolektivního investování a systémů kapitálového financování důchodů, a to jak ve vyspělých státech, tak i v České republice.

Cílem odborné knižní publikace „Trhy cenných papírů“ je nejen analyzovat institucionální a cenové fungování trhů cenných papírů, ale také postihnout nejnovější vývojové trendy na těchto trzích včetně regulatorních reforem a jejich dopadů, které jsou z velké části reakcí na propuknutí globální finanční krize.