Obsah

KAPITOLA 1: HISTORIE A SOUČASNOST FINANČNÍCH TRHŮ 7
1.1 Historický vývoj 7
1.1.1 Peníze 7
1.1.2 Počátky finančních trhů 8
1.1.3 Nedávný vývoj 9
1.2 Regulace 10
1.2.1 Regulace a dohled 10
1.2.2 Teoretická východiska regulace 11
1.2.3 Institucionální uspořádání dohledu nad finančními trhy 12
KAPITOLA 2: FINANČNÍ TRH 15
2.1 Co je finanční trh 15
2.2 Funkce finančního trhu 18
2.3 Subjekty vstupující na finanční trh 19
2.3.1 Subjekty vytvářející primární nabídku a primární poptávku po dočasně volných finančních prostředcích 19
2.3.2 Základní formy spojení mezi subjekty vstupujícími na finanční trhy 20
2.4 Finanční zprostředkovatelé a jejich působení na finančních trzích 21
2.4.1 Finanční zprostředkovatelé a jejich funkce 21
2.4.2 Bankovní finanční zprostředkovatelé a nebankovní spořitelní instituce 23
2.4.3 Centrální banka 25
2.4.4 Nebankovní finanční zprostředkovatelé 26
2.5 Motivy vstupu finančních subjektů na finanční trh 29
2.6 Struktura finančního trhu 30
2.6.1 Peněžní trh 30
2.6.3 Kapitálový trh 33
KAPITOLA 3: ÚROKOVÁ MÍRA 40
3.1 Úroková míra 40
3.2 Reálná úroková míra 42
3.3 Časová hodnota peněz 44
3.4 Časová struktura úrokových měr 46
3.5 Riziková struktura úrokových měr 52
KAPITOLA 4: KRITÉRIA INVESTIČNÍHO ROZHODOVÁNÍ 54
4.1 Investiční rozhodování 54
4.2 Výnos 55
4.2.1 Celkový výnos 56
4.2.2 Očekávaná výnosová míra 57

4.3 Riziko 59
4.3.1 Druhy rizika 60
4.3.2 Měření rizika 61
4.3 Likvidita 65
KAPITOLA 5: ANALÝZA FINANČNÍHO TRHU 69
5.1 Fundamentální analýza 69
5.1.1 Globální fundamentální analýza 70
5.1.2 Odvětvová fundamentální analýza 73
5.1.3 Fundamentální analýza jednotlivých společností 73
5.2 Technická analýza 73
5.2.1 Nástroje technické analýzy 74
5.3 Psychologická analýza 81
5.3.1 Psychologie davu 81
5.4 Teorie efektivních trhů 82
5.4.1 Efektivní trh 83
5.4.2 Testování teorie efektivního trhu 86
KAPITOLA 6: DLUHOVÉ INSTRUMENTY 90
6.1 Krátkodobé dluhové instrumenty 90
6.2 Středně- a dlouhodobé dluhové instrumenty 94
6.2.1 Výnos dluhopisu 96
6.2.2 Riziko dluhopisu 102
KAPITOLA 7: MAJETKOVÉ INSTRUMENTY (AKCIE) 107
7.1 Akcie 107
7.1.1 Definice a rozdělení akcií 107
7.2.1 Vnitřní hodnota akcie 108
KAPITOLA 8: FINANČNÍ DERIVÁTY 117
8.1 Finanční deriváty 117
8.2 Forwardový kontrakt 119
8.3 Finanční futures 122
8.3.1 Princip obchodování finančních futures 123
8.4 Swapové kontrakty 124
8.4.1 Úrokový swap 124
8.4.2 Měnový swap 125
8.4.3 Devizový swap 126
8.4.4 Swap úvěrového selhání 127
8.5 Opční kontrakty 127
8.5.1 Opční prémie 128
8.5.2 Uplatnění opce 129

KAPITOLA 9: PŘÍLOHY..... 135
9.1 Vzorový test..... 135
9.2 Rejstřík 141
9.3 Literatura 143

Úvod

Přestože jsou poslední dobou akcentovány spíše negativní vlastnosti finančních trhů, nemůžeme jim upřít jejich důležitost a nenahraditelnost v celém ekonomickém systému. Dlouhým ekonomickým vývojem lidského společenství se potvrdilo, že nejefektivnější alokace vzácných zdrojů probíhá prostřednictvím tržního mechanismu. Neexistuje důvod, proč bychom o tom měli pochybovat v případě alokace finančních prostředků. Naopak, experiment, při kterém celé peněžní hospodářství, a nejen ono, podléhalo centrálnímu direktivnímu řízení, se kýženého úspěchu nedočkal. Jeho nedostatky máme někteří z nás ještě v živé paměti. Právě víra v nepostradatelnost finančních trhů pro zdravý hospodářský vývoj stojí v pozadí vzniku tohoto učebního textu, který se snaží poskytnout základní informace o fungování systému finančních trhů. Na následujících stranách seznámíme čtenáře s funkcemi, které finanční trh v ekonomice plní, se subjekty i s jejich motivy, které je vedou ke vstupu na finanční trh, s metodami a kritérii, jež jim slouží v jejich rozhodovacím procesu, a na závěr se základními instrumenty, které jsou „de facto" základními stavebními kameny celého systému.

Jsme si plně vědomi skutečnosti, že předložený učební materiál nezachází do větších podrobností, neboť jeho cílem není poskytnout vyčerpávající informace o celé problematice finančních trhů, ale naopak umožnit studentům základního kurzu („Finance a finanční trhy") naší školy (VŠEM, o.p.s.) srozumitelnou formou pochopit jejich elementární principy a pomoci jim se v dalším prohlubování znalostí zorientovat. Následující text plně odpovídá současné náplni našeho kurzu. Případným zájemcům o dodatečné informace doporučujeme se obrátit přímo na autory prostřednictvím e-mailové adresy: pavel.hyla@vsem.cz. Stejně rádi uvítáme jakékoliv připomínky či komentáře k tomuto materiálu.

KAPITOLA 1: HISTORIE A SOUČASNOST FINANČNÍCH TRHŮ

Úvod

Přestože tento materiál slouží jako základní učební text kurzu „Finance a finanční trhy", jehož náplní je pouhé seznámení studentů se základními charakteristikami finančních trhů, dovolí si tato kapitola jít nepatrně nad rámec osnovy kurzu, kde poskytne svým čtenářům ukotvení finančních trhů v širších souvislostech ekonomického systému s ohledem na jejich minulost a s ohledem na současnou hospodářskou situaci. Stejně jako ekonomická teorie, tak i vývoj finančních trhů odráží společenské, politické a hospodářské události té které doby. Jsme přesvědčeni, že tento pohled umožní pečlivému čtenáři snadnější pochopení problematiky uváděné v následujících kapitolách.

Cíle kapitoly

Následující kapitola vysvětlí význam a důležitost finančních trhů pro hladké fungování ekonomiky. Dále vás seznámí s místem, které finanční trhy zaujímají v celém ekonomickém systému. K tomu poslouží i malá exkurze do vzdálenější minulosti, kdy se finanční trhy, tak jak je známe dnes, začaly utvářet. Poslední část této kapitoly bude věnována velmi důležité otázce regulace a dohledu nad finančními trhy. Naleznete zde základní argumenty ve prospěch a proti regulaci finančních trhů, seznámíte se s teoretickými východisky regulace a institucionálním uspořádáním dohledu nad finančními trhy.

1.1 Historický vývoj

1.1.1 Peníze

Význam finančních trhů plyne z toho - ať se nám to líbí nebo ne - že náš ekonomický systém není schopen fungovat v požadované kvalitě bez peněz. Téměř učebnicovým příkladem z nedávné minulosti nám může posloužit situace v Zimbabwe, kde ztráta důvěry občanů ve vlastní měnu a její odmítání v každodenních ekonomických vztazích dovedla kdysi relativně rozvinutou zemi až na pokraj ekonomického kolapsu; a dále nefunkčnost finančního systému ji brání, i přes přijatá opatření, k návratu na trajektorii zlepšování ekonomických podmínek.

Málokdo si také dovolí zpochybnit význam, který společenskému pokroku a rozmachu blahobytu přinesl v historii rozvoj manufaktur a dělba práce. Právě bez existence všeobecně akceptovatelného prostředku směny, kterým jsou peníze a který výrazně

zjednodušil směnu výrobků mezi jednotlivými ekonomickými subjekty, by tento rozvoj nebyl myslitelný. S narůstající komplikovaností všech ekonomických vztahů se zcela spontánně začal vedle ostatních trhů v různých ekonomických systémech rozvíjet také trh s finančními aktivy. Postupem času (během několika staletí) se ze zanedbatelné role vyvinul v trh, jehož obraty dnes několikanásobně přesahují objem produkce všech tzv. reálných aktiv na celém světě. V roce 2000 dosahovaly obraty s cennými papíry, akciemi a dluhopisy ve Spojených státech přibližně desetinásobné výše jejich tehdejšího HDP. Pokud bychom k tomu přidali i termínové obchody, tento násobek je ještě zhruba pětkrát vyšší.[1]

1.1.2 Počátky finančních trhů

Přeskočíme-li dávnou historii, ve které již bylo známo, co je úrok, nebo co jsou termínové obchody, můžeme tvrdit, že rozvoj finančních trhů započal v ulicích a na náměstích italských měst v první polovině minulého tisíciletí. Zpočátku nepravidelné, neformální a otevřené schůzky obchodníků, kteří potřebovali směnit krátkodobé cenné papíry za likvidnější prostředky, získaly časem jistá pravidla a organizaci.

Po námořních objevech v 15. a 16. století se centrum mezinárodního obchodu posunulo severozápadním směrem. Spolu s tím vzrostl i význam belgických a holandských měst jako nových finančních center. V mnoha jazycích používaný název pro vysoce organizovaný trh, „burza"[2], nachází nejčastěji svůj původ ve jméně kupecké rodiny z Brugg, Van der Boerse (někdy též Van der Burse), v jejímž domě se obchodníci s cennými papíry scházeli.

Jedním z mála jazyků, který v současnosti tohoto názvu nevyužívá, je angličtina. Nebylo tomu tak ale vždy, neboť londýnská budova pro obchod se zbožím a půjčkami, nazvaná na počest královny Alžběty I. "The Royal Exchange", byla před její návštěvou nazývána „The Bourse".

Důležitým milníkem ve vývoji finančních trhů je rok 1608, kdy byla založena burza v Amsterdamu, na které se poprvé začalo obchodovat s majetkovými cennými papíry, akciemi.

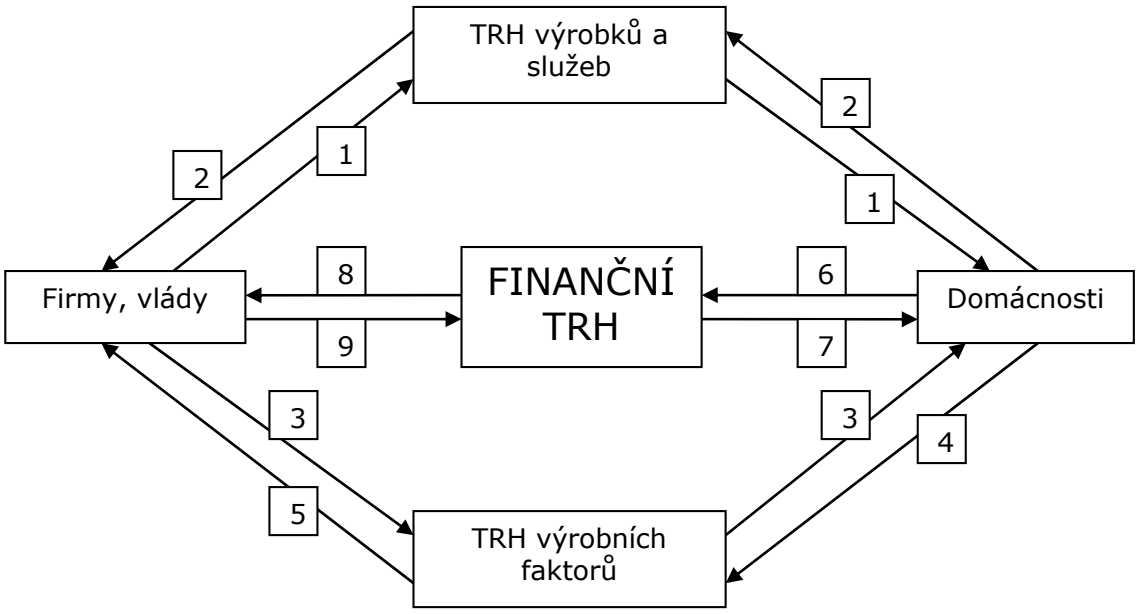
V dalších stoletích, spolu s hospodářským rozvojem, narůstá význam Anglie a Spojených států. S vynálezem telegrafu v 19. století dochází k rychlejšímu přesunu informací i mezi

[1] Dostupné z: http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization
[2] Přesnému vymezení burzy se budeme věnovat v následující kapitole.

vzdálenými místy, a tak s jistou nadsázkou můžeme hovořit o formování mezinárodního (globálního) finančního trhu.

1.1.3 Nedávný vývoj

V posledním století došlo k velmi výraznému ekonomickému rozvoji; ten dokázal na jedné straně generovat stále více finančních prostředků, které si ve větším měřítku začaly nacházet cestu na finanční trh, kde byly poptávány; na druhé straně ostatními ekonomickými subjekty, které hodlaly taktéž participovat na tomto ekonomickém rozvoji. Tímto vývojem celkový význam finančního trhu vzrostl natolik, že byl akceptován jako rovnocenný trh vedle ostatních trhů v ekonomickém systému. Zjednodušený pohled na umístění finančního trhu v rámci celé ekonomiky představuje následující obrázek. Spojnicemi mezi jednotlivými ekonomickými subjekty a trhy v tomto systému představují toky finančních prostředků, tedy peněz.



1	Tok výrobků a služeb
2	Tok plateb za nakoupené výrobky a služby
3	Tok plateb za výrobní faktory
4	Nabídka výrobních faktorů
5	Poptávka po výrobních faktorech
6	Tok volných finančních prostředků
7	Tok příjmů z poskytnutých volných finančních prostředků

8	Tok vypůjčených finančních prostředků
9	Tok plateb za vypůjčené finanční prostředky

Obrázek 1.1 Pohyb finančních prostředků v ekonomice (upraveno dle: Veselá, J.: Investování na kapitálových trzích. ASPI, 2007)

1.2 Regulace

Narůstající objemy obchodů na finančních trzích si vyžádaly také rozvoj finančních instrumentů. Vedle klasických instrumentů, jakými jsou např. dluhopisy, o jejichž zvýšenou nabídku se velmi ochotně postaraly vlády většiny zemí, došlo rovněž ke vzniku zcela nových instrumentů, které se snažily uspokojit narůstající poptávku po různě výnosově zajímavých instrumentech. Mezi těmito novými instrumenty byly i tzv. termínové, neboli derivátové instrumenty, které původně vznikly jako zajišťovací instrumenty a následně se uplatnily i jako instrumenty vysoce spekulativní. Obecně o všech finančních instrumentech lze říci, že stanovení jejich ceny není jednoduchým procesem. V tomto případě nelze vycházet ze součtu nákladů a určité výše ziskové marže jak pro výrobce, tak pro obchodníka, jako u klasických produktů reálné ekonomiky. V případě finančních instrumentů jejich cena odpovídá určité virtuální hodnotě, která daleko rychleji reaguje na změny ve vývoji nabídky a poptávky. Tato vlastnost s sebou nese i zvýšené riziko celého finančního systému. Další riziko plyne ze skutečnosti, že subjekty tvořící finanční trh, tzv. finanční zprostředkovatelé, pracují s daleko větším podílem cizího kapitálu, než bývá obvyklé u subjektů v reálné části ekonomiky. Tyto cizí zdroje pocházejí většinou od primárních, drobných střadatelů, kteří nejsou schopni si toto riziko plně uvědomit. Vzhledem k provázanosti finančního trhu s ostatními trhy v ekonomice a existencí těchto rizik, jež mohou vyústit do značné nerovnováhy na finančním trhu, která se velmi rychle může na tyto ostatní trhy přenést, je finančním trhům věnována pozornost státních nebo nadnárodních úřadů, které provádějí tzv. regulaci a dohled nad finančním trhem.

1.2.1 Regulace a dohled

Již samotná existence regulace a dohledu je značně diskutabilní. Po desetiletích, kdy legislativa a dohledové orgány bedlivě monitorují konání na finančních trzích, se najdou tací, kteří si dovolí veřejně tvrdit, že nedávná hospodářská a finanční krize vzešla z neregulovaných finančních trhů. Jejich úsilím je svázat ještě pevněji finanční trhy a kontrolovat jejich činnosti. V opozici proti nim stojí subjekty, které regulaci odmítají s tím, že ta - stejně jako ostatní státní zásahy do fungujícího trhu - selhává, je příliš finančně nákladná a podporuje tzv. morální hazard, při kterém subjekty na finančním trhu nejsou ve svém podnikání dostatečně obezřetné, neboť spoléhají na to, že odpovědnost a náklady za jejich špatná rozhodnutí částečně přebírá regulatorní orgán. Kritici přílišné regulace

rovněž uvádějí, že určitý podíl na nedávné krizi má právě nadměrná regulace finančních trhů. Zejména v prostředí nízkých výnosů je snahou subjektů působících na finančních trzích hledat a vytvářet takové instrumenty, které nejsou zatíženy administrativními ani jinými náklady, které tyto výnosy dále snižují.

Nyní si položíme otázku: V čem spočívá regulace a dohled nad finančními trhy? Po obecném, do jisté míry praktickém pohledu na regulaci a dohled, se v následujících odstavcích přesuneme spíše do teoretické roviny a pokusíme se tyto pojmy vysvětlit již konkrétně.

Definice

Regulace

Regulací rozumíme stanovení pravidel vstupu do finančního systému, podmínek fungování a pravidel poskytování finančních služeb. Tato pravidla mívají buď:

- **primární charakter** – jenž jsou reprezentovány zákonnými normami, nebo
- **sekundární charakter** – které tvoří různé vyhlášky a předpisy, např. dozorových orgánů.

Definice

Dohled

Dohledem pak rozumíme kontrolu dodržování stanovených pravidel. Dohled nad finančními trhy může být vykonáván buď:

- **na dálku** - zaměstnanci dohledového orgánu zpracovávají a kontrolují údaje z poskytnutých materiálů od jednotlivých subjektů finančního trhu, nebo
- **na místě** - zaměstnanci dohledového orgánu zjišťují již potřebné skutečnosti zpravidla v sídle nebo provozním místě daného subjektu.

1.2.2 Teoretická východiska regulace

Argumenty pro regulaci a dohled nad finančními trhy bývají opřeny o názory, že na finančních trzích dochází, stejně jako na ostatních trzích, k určitým selháváním těchto trhů. Cílem regulace a dohledu je tyto nedostatky odstranit, nebo alespoň minimalizovat, zpravidla vyvoláním změn v chování účastníků finančního trhu. Tyto nedostatky můžeme rozdělit podle charakteru jejich projevů:

- **Informační asymetrie** - předpokládá nestejný přístup k cenotvorným informacím v případě jednotlivých účastníků finančního trhu. Právě úplné informace jsou základem efektivního fungování finančních trhů. Jejich nedostatek může vést subjekty k chybám při rozhodování mezi jednotlivými investičními příležitostmi,

které velmi jednoduše a nespravedlivě rozdělí účastníky finančního trhu na vítěze a poražené.

- **Záporné externality** - jejich odstranění má zamezit systémové nestabilitě a riziku selhání celého finančního systému. Zápornými externalitami rozumíme takové situace, kdy problémy určitých ekonomických subjektů vytváří náklady ostatním účastníkům finančního trhu, které jim však nejsou uhrazeny. Příkladem může být např. zvýšení rizikové prémie i pro zcela zdravé ekonomické subjekty z důvodu šíření určité investiční paniky.

- **Nedokonalá konkurence** - její existence narušuje efektivní fungování finančních trhů. Stejně jako na ostatních trzích v ekonomice může nedokonalá konkurence vést k nepřiměřeným nákladům ostatních účastníků trhu, např. při stanovení výše poplatků nebo obchodního rozpětí (tzv. spreadu) mezi nákupní a prodejní cenou daného finančního instrumentu.

- **Nelegální obchodní praktiky** – snaží se minimalizovat regulace finančního trhu, v ideálním případě je zcela odstranit. Mezi nelegální obchodní praktiky patří např. zneužívání neveřejných informací, tzv. „insider trading", manipulace trhu, přednostní uspokojování vlastních obchodních záměrů před zájmy klienta, tzv. „frontrunnig", nebo obchody, jejichž cílem je vyprání peněz pocházejících z nelegálních činností.

1.2.3 Institucionální uspořádání dohledu nad finančními trhy

Během doby, v níž byly finanční trhy již předmětem zájmu státních regulatorních a dohledových orgánů, se nepodařilo zajistit jejich zcela bezproblémový vývoj. Tato skutečnost přiměla mnohé finanční teoretiky - a nejen je - k hledání takového modelu dohledu nad finančními trhy, který by byl schopen zamezit větším i menším výkyvům na těchto trzích. Výsledkem těchto snah je poznání, že ideální model dohledu nad finančními trhy prostě neexistuje. Důkazem toho je i stav, v němž jsou v různých ekonomikách využívány odlišné modely, které se po určitých projevech své nedokonalosti postupně mění na modely jiné, u nichž se odstranění nedokonalostí předchozího modelu ex ante předpokládá, ex post však nepotvrzuje. S každým modelem dohledu nad finančními trhy jsou spojeny určité výhody, ale také nevýhody. Mezi základní modely dohledu řadíme:

- **Model jednotného finančního dohledu** - představuje jednotný dohled pro všechny subjekty ze všech sektorů na finančním trhu. Jeho velkou výhodou je to,

že dokáže dohlížet komplexně na všechny činnosti moderních finančních supermarketů nebo skupin z jednoho místa. Nedochází tak ke vzniku určitých mezer v dohledu rozděleném podle jednotlivých činností nebo sektorů. Další z výhod, kterou tento model představuje, je ta, že se jedná o specializovaný orgán, jehož náplní práce je pouze dohled nad finančními trhy, což mu umožňuje nezabývat se jinými prioritami. Mezi nevýhodami může uvést jeho univerzálnost, jež nedokáže proniknout do detailů jednotlivých sektorů finančního trhu, nebo nedostatek nástrojů k pomoci nestabilním, ohroženým finančním institucím.

- **Odvětvový model finančního dohledu** - vychází z oddělených sektorů finančního trhu, které jsou dohlíženy specializovanými dohledovými orgány. Tato specializace je jednou ze základních výhod tohoto modelu. S ní pak souvisí odbornost a zkušenosti v oboru zaměstnanců jednotlivých dohledových orgánů. Nevýhodou je samozřejmě složitější koordinace dohledu v jednotlivých finančních skupinách či supermarketech.

- **Model finančního dohledu v rámci Centrální banky** - je v současnosti aplikován v České republice. V tomto modelu je dohled nad veškerými sektory finančních trhů integrován do centrální banky. Výhodou je vysoká kredibilita této instituce, její finanční nezávislost na státním rozpočtu, vybudovaná informační i jiná infrastruktura. Základní nevýhodou naopak je konflikt zájmů mezi měnovou politikou a dohledovou činností. Upřednostňování jedné z činností může způsobit problémy v té druhé, např. stabilita finančních institucí podpořená úvěry od centrální banky může způsobovat problémy v základním cíli centrální banky, a to ve stabilitě cenové hladiny.

Shrnutí kapitoly

V této kapitole jsme se seznámili s místem, které přísluší finančním trhům v rámci celého ekonomického systému. Zdůraznění jejich současného významu je postaveno na historickém vývoji, který zaznamenaly finanční trhy od první poloviny minulého tisíciletí. Krátkou zastávku jsme učinili také u původu jména, které dnes přísluší nejvíce organizované formě finančních trhů, a to burze. Závěrečná část kapitoly je věnována velmi aktuální a diskutované otázce, regulaci a dohledu nad finančními trhy. Uvedli jsme jak argumenty zastánců regulace i s jejich teoretickými zdůvodněními, tak jejich odpůrců. V poslední části jsme stručně popsali základní modely institucionálního uspořádání dohledu nad finančními trhy.

Klíčová slova

Finanční trh

Burza

Regulace

Dohled

Informační asymetrie

Záporné externality

Nedokonalá konkurence

Nelegální obchodní praktiky

Model jednotného finančního dohledu

Odvětvový model

Model finančního dohledu v rámci centrální banky

Rychlý test

1. Kdy a kde se začaly utvářet moderní finanční trhy?
2. Jaké jsou nejčastější argumenty odpůrců přílišné regulace finančních trhů?
3. Co rozumíte pod pojmem „informační asymetrie"?
4. Které jsou nejběžnější nelegální praktiky na finančních trzích?
5. V jakých dvou formách se může provádět dohled nad finančními trhy?
6. Jaké jsou nevýhody modelu finančního dohledu v rámci centrální banky?

KAPITOLA 2: FINANČNÍ TRH

Úvod

Následující kapitola představuje úvod do problematiky finančního trhu. V jejím rámci vyjdeme z definice finančního trhu jako jednoho z nejdůležitějších trhů ve vyspělých tržních ekonomikách, a to jak na národní, tak i na mezinárodní úrovni. Ukážeme si, jaké jsou jeho funkce, které subjekty mohou na finanční trh vstupovat a obchodovat na něm, a jak jsou k tomu motivovány. Seznámíte se také s finančními zprostředkovateli, kteří představují zvláštní skupinu subjektů působících na finančních trzích, a s úkoly, které na nich plní. V závěrečné části kapitoly si ukážeme, na jaké části a podle jakých kritérií se finanční trh dělí, jaké funkce tyto dílčí segmenty plní a jaký je jejich význam.

Cíle kapitoly

Po prostudování této kapitoly budete znát základní teoretické principy fungování finančních trhů a umět je aplikovat na jevy probíhající v praktickém hospodářském životě. Budete umět rozlišovat mezi subjekty vytvářejícími primární nabídku a primární poptávku po dočasně volných finančních prostředcích a mezi finančními zprostředkovateli, kteří jim vstup na finanční trh usnadňují a v řadě případů i zefektivňují. Dále budete znát motivy vstupů jednotlivých subjektů na finanční trh a umět vzájemně odlišit trh peněžní, úvěrový a kapitálový.

2.1 Co je finanční trh

Peníze se dostávají do rukou hospodářských subjektů (domácností, firem, vlády) jednak v rámci svého koloběhu, jednak na principu úvěru, tj. prostřednictvím úvěrová emise peněz. Základními formami jejich pohybu jsou výplaty peněžních důchodů, resp. příjmů, a výdaje na nákupy zboží a služeb. Pro domácnosti představují tyto důchody odměnu za prodej služeb výrobních činitelů, kterými disponují (práce, půdy či kapitálu) na trzích služeb těchto výrobních činitelů. Pro firmy je zdrojem jejich příjmů realizace vyrobeného zboží a služeb. Pro stát jsou zdrojem peněžních příjmů především daně, mohou jím být i příjmy z realizace zboží a služeb vytvořených ve státních podnicích či institucích, resp. v podnicích a institucích se státní účastí.

Z běžného života víme, že domácnosti, firmy, ba ani stát nemusí nutně v každém období svého životního cyklu respektovat svá rozpočtová omezení. Jinými slovy řečeno, mohou v některých případech vynaložit prostředky, které převyšují jejich stávající příjmy, či naopak mohou část svých příjmů uspořit. Dochází tedy k tomu, že v ekonomice se v každém okamžiku nacházejí současně jak hospodářské subjekty přebytkové (mají

momentálně nižší výdaje, než činí jejich příjmy, to znamená, že část svých finančních prostředků spoří), tak subjekty nedostatkové (deficitní; jejich výdaje převyšují příjmy, přičemž přebytek výdajů nad příjmy musí krýt výpůjčkou neboli úvěrem).

Jinak řečeno, hospodářské subjekty nejsou v každém časovém okamžiku nuceny respektovat svá rozpočtová omezení, takže se mohou v průběhu svého života nacházet jak v situaci, kdy potřebují více finančních prostředků, než mají momentálně k dispozici, tak v situaci, kdy disponují větším množstvím finančních prostředků, než odpovídá jejich okamžitým potřebám. Přelévání dočasně volných finančních prostředků od přebytkových subjektů k subjektům nedostatkovým tak, aby bylo zajištěno jejich co nejefektivnější využití, zajišťuje finanční trh.

Nespotřebovaná část peněžních důchodů představuje dočasně volné finanční prostředky, neboli peněžní **úspory***,* které jsou na finančním trhu nabízeny momentálně nedostatkovým subjektům. Přebytkové subjekty přeměňují své úspory na finančním trhu na **investice**, o nichž rozhodují na základě očekávaného výnosu, likvidity a rizika. Investice mohou mít podobu reálných investic, které jsou spojeny buď s přímým podnikáním, nebo s nákupy nemovitostí či komodit, nebo finančních investic, které představují vklady, cenné papíry, finanční deriváty apod. V obou případech dochází ke změně formy určité části majetku (aktiv) investujících hospodářských subjektů, k přeměně jejich peněžních úspor (v prvním případě) v reálná či ve finanční aktiva. My se budeme dále zabývat pouze finančními investicemi.

Finanční trh má všechny obecné charakteristiky trhu. To znamená, že na něm dochází ke střetávání nabídky a poptávky, které směřuje k nastolování rovnováhy prostřednictvím pohybu ceny. Na straně nabídky se setkáváme s přebytkovými subjekty, které budeme označovat jako **věřitele** či **investory**. Ti na finančním trhu nabízejí své dočasně volné finanční prostředky neboli úspory momentálně deficitním subjektům - **dlužníkům**, kteří na finančním trhu poptávají úvěry, a představují tak stranu poptávky. Přebytkovým subjektům vznikají na finančním trhu pohledávky, dlužníkům naopak závazky.

Finanční trh však představuje zvláštní druh trhu, na němž dochází pouze k přelévání dočasně volných finančních prostředků; to znamená, že na něm zpravidla nedochází ke změně jejich vlastníka v delším časovém horizontu. Dočasně volné finanční prostředky zde nejsou nakupovány a prodávány, jsou zde pouze poskytovány nedostatkovým subjektům za dohodnutou či tržní cenu a na předem stanovenou dobu, která – i v případě, že není přesně stanovena (např. u akcie) – může být ukončena prodejem pohledávky. Z toho vyplývá, že jednou ze základních podmínek úspěšného podnikání na finančním trhu je

právní zajištění pohledávek. V souvislosti s tím získávají pohledávky přebytkových subjektů podobu finančních aktiv.

Definice

Finanční aktivum

Finanční aktivum představuje nárok jeho vlastníka na příjem neboli důchod z investované částky a na její případné navrácení. Důchod vlastníka aktiva může mít podobu úroku, dividendy, kapitálového výnosu apod.

Nositeli finančních aktiv mohou být vklady, finanční majetkové nástroje (akcie, hypoteční zástavní listy apod.) či dluhové finanční nástroje (dluhopisy apod.) O jednotlivých formách finančních aktiv a důchodů z nich plynoucích bude podrobně pojednáno v dalších kapitolách. Zde pouze naznačíme jejich základní charakteristiky.

Úrok představuje peněžní částku, kterou obdrží věřitel z částky investované např. v podobě vkladu, úvěru či nákupu dluhopisu apod. po uplynutí určité doby, zpravidla jednoho roku. Z hlediska věřitele je tedy výnosem, z hlediska dlužníka je nákladem. Protože absolutní velikost úroku nedokáže podat adekvátní odpověď na otázku týkající se efektivnosti investování, je používán ukazatel relativní, kterým je **úroková míra***.* Úroková míra se vypočítá jako podíl úroku na jistině, tj. objemu úvěru či investované částce. Udává se zpravidla za rok v procentech (p. a.).[3] **Dividenda** je důchodem plynoucím z vlastnictví akcií. Představuje podíl na zisku společnosti, do níž investor vložil své finanční prostředky.

Nositeli finančních aktiv jsou **finanční nástroje** neboli **finanční instrumenty***,* jako například vklady, úvěry, cenné papíry (směnky, dluhopisy, akcie, hypoteční zástavní listy), finanční deriváty apod., které musí splňovat předepsané právní náležitosti. Druhy finančních instrumentů, kritéria jejich členění, jejich funkce a tvorba jejich cen budou předmětem výkladu v následujících kapitolách.

Definice

Finanční trh

Finanční trh je trhem, na němž dochází k setkávání hospodářských subjektů nabízejících a poptávajících dočasně volné finanční prostředky. Toto setkávání umožňuje přelévání dočasně volných finančních prostředků (úspor) od momentálně přebytkových subjektů (věřitelé, investoři) k subjektům momentálně deficitním (dlužníci), a to na principu

[3] Časový údaj, k němuž se úroková míra vztahuje, je nesmírně důležitý. Například 2 % měsíční úroková míra (2 % p. m.) může ve skutečnosti představovat roční úrokovou míru ve výši 24 % (24 % p. a.).

dobrovolnosti, smluvního zajištění a prostřednictvím odpovídajících finančních nástrojů (instrumentů).

2.2 Funkce finančního trhu

Z definice finančního trhu vyplývá, že jeho hlavní funkcí je zajišťování možnosti **převádět dočasně volné finanční prostředky** od přebytkových subjektů k deficitním. Přitom dochází k vytváření finančních instrumentů a k obchodování s nimi. To je však pouze jedna z funkcí, kterou finanční trh plní. Současně s tím **podněcuje hospodářské subjekty k tvorbě úspor a ke vstupu na finanční trh.** Podnětem přitom není jenom možnost **uchování** a na základě dosaženého výnosu **zvětšení jejich bohatství***,* ale i schopnost finančního trhu **poskytnout investorům ochranu jejich vlastnických práv a zajistit likviditu** investovaných finančních prostředků, tj. možnost jejich přeměny na peníze i v době, která je kratší než původně dohodnutá doba jejich splatnosti.

Kromě toho může finanční trh poskytnout investorům důležité **informace o možných rizicích** spojených s jejich investicemi, a zejména pak jim umožňuje postupované **riziko diverzifikovat**, tj. rozdělit investované částky do aktiv s různou předpokládanou mírou rizika. Přitom napomáhá ke **snižování transakčních nákladů** spojených s nezbytností právního zajišťování pohledávek, tj. s uzavíráním příslušných smluv, s vydáváním finančních instrumentů, se získáváním informací o dlužnících apod.

Na druhé straně vede finanční trh hospodářské subjekty také **ke zvyšování zájmu o vypůjčování** finančních prostředků a **k jejich častějšímu využívání***.* V této souvislosti plní finanční trh také **funkci alokační***.* Ta spočívá v tom, že při poptávce po dočasně volných finančních prostředcích jsou zpravidla přednostně uspokojovány subjekty, které mohou poskytnout záruku jejich co nejefektivnějšího využití. Je tomu tak proto, že tyto subjekty jsou schopny nabídnout nejvyšší rizikově očištěnou cenu, tj. nejvyšší možnou odměnu za zapůjčené finanční prostředky při zohlednění rizika spojeného s jejím dosažením.

Jak již bylo řečeno, dochází na finančním trhu stejně jako na ostatních trzích ke střetávání nabídky a poptávky a na jeho základě ke stanovení rovnovážných tržních cen. V této souvislosti hovoříme o **cenotvorné, resp. oceňovací funkci** finančního trhu. Ceny, které jsou zde stanoveny, jsou nositeli důležitých informací, a to jak pro investory a subjekty poptávající volné finanční prostředky, tak i pro banky a další finanční zprostředkovatele. Kromě toho mají vysokou informační hodnotu pro další instituce, především pak pro centrální banku a vládu, případně pro zahraniční subjekty.

2.3 Subjekty vstupující na finanční trh

2.3.1 Subjekty vytvářející primární nabídku a primární poptávku po dočasně volných finančních prostředcích

Subjekty vstupujícími na finanční trh jsou v první řadě:

- domácnosti
- podniky
- vláda (stát)
- zahraniční subjekty

Z tohoto výčtu je zřejmé, že uvedené subjekty mohou být současně jak přebytkovými, tak i nedostatkovými. Jak již bylo řečeno, vytvářejí přebytkové subjekty nabídku finančních prostředků obchodovaných na finančním trhu, proto bývají označovány jako investoři či věřitelé, naproti tomu nedostatkové subjekty představují stranu poptávky a bývají nazývány dlužníky.

Domácnosti jsou primárně spotřebními jednotkami. Jako věřitelé či investoři nespotřebovávají veškeré své příjmy, ale vytvářejí úspory, které přeměňují na finanční aktiva, přičemž usilují o optimalizaci vztahu mezi výnosem, likviditou a rizikem svých investic. Principy jejich rozhodování budou předmětem výkladu v další části této učebnice. Zde pouze připomeňme, že finanční trh stimuluje domácnosti k tvorbě úspor, na druhé straně však pro ně také představuje motivaci, aby využívaly nabídky volných finančních prostředků a aby jako dlužníci čerpali spotřební, hypoteční a další typy úvěrů, což jim umožňuje dočasně nerespektovat jejich rozpočtová omezení.

Podobně jako domácnosti mohou také **podniky** vstupovat na finanční trh jako věřitelé i jako dlužníci. Jako věřitelé mohou například prodávat zboží na úvěr svým obchodním partnerům resp. zákazníkům či docilovat přebytků na svých účtech u bank či jiných finančních institucí (především v podobě nerozdělených zisků). Jako dlužníci mohou získávat volné finanční prostředky buď na základě výše zmíněných obchodních či jiných typů úvěrů, a to jak od svých dodavatelů, tak i od bankovních či jiných institucí - tato forma má dominantní postavení na evropských finančních trzích – nebo na principu vydávání (emise) vlastních cenných papírů a jejich prodeje věřitelům, což je forma převládající např. v USA.

I když jsou v současné době **vlády, resp. státy** ve své většině v dlužnickém postavení, nebylo tomu tak vždy, a je naprosto zřejmé, že by tomu tak nemělo být ani v budoucnosti. Jako dlužníci si na finančním trhu půjčují finanční prostředky, a to jak pro překlenutí

dočasného nesouladu mezi příjmy a výdaji státního rozpočtu, tak i pro krytí rozpočtových schodků a následně i vládního dluhu. S čerpáním úvěrů je spojena jejich správa, postupné umořování a splácení úroků, což představuje tzv. dluhovou službu, která znamená další nároky na čerpání finančních prostředků ze státního rozpočtu.

Na domácí finanční trh mohou vstupovat vedle výše uvedených subjektů také **subjekty zahraniční,** které jsou tzv. nerezidenty ve smyslu devizových předpisů dané země. To např. podle devizového zákona platného v ČR[4] znamená, že jde (s určitými výjimkami) o právnické osoby, které nemají v ČR své sídlo, a o fyzické osoby, které zde nemají trvalé bydliště nebo se zde nezdržují minimálně po dobu jednoho roku. Mohou jimi být např. zahraniční centrální, resp. obchodní banky, finanční instituce, podniky či domácnosti, které mohou v tuzemsku vystupovat jako věřitelé i jako dlužníci.

2.3.2 Základní formy spojení mezi subjekty vstupujícími na finanční trhy

K přesunu finančních prostředků mezi přebytkovými a deficitními subjekty dochází vždy dobrovolně a na smluvním základě. Nositeli smluvních vztahů jsou finanční aktiva. Jak již bylo uvedeno, je vzhledem ke specifikům finančního trhu mimořádně důležité právní zajištění smluvního vztahu. Podle formy spojení mezi přebytkovými a nedostatkovými subjekty rozlišujeme:

- přímé financování
- nepřímé financování
- polopřímé financování

Při **přímém financování** dochází k převodu finančních prostředků bezprostředně mezi přebytkovými a nedostatkovými subjekty. V tomto případě uvedené subjekty vstupují navzájem do finančních vztahů a uzavírají smlouvy o úvěrech, resp. přímé financování může mít formu nákupu cenných papírů přímo od emitenta (subjektu, který ho vydává) apod. Jde o zdánlivě nejjednodušší způsob financování, je však spojen s největšími nároky na obě zúčastněné strany, především pak na přebytkové subjekty. Na jedné straně jde o vzájemné vyhledání obou smluvních partnerů, o navázání kontaktu mezi sebou, o jejich prověření, sladění požadavků (rozsah transakce – množství za(vy)půjčených finančních prostředků, cena, doba, na kterou byly poskytnuty apod.), na druhé straně jde o relativně vysoké náklady na vytvoření odpovídajících finančních instrumentů splňujících veškeré právní nároky. Finanční trhy, na nichž dochází k přímému kontaktu mezi věřiteli a dlužníky,

[4] Rozdíly v pojetí devizových cizozemců mezi jednotlivými zeměmi se mohou týkat především zahraničních dělníků, studentů, diplomatů, vojenských přidělenců, filiálek zahraničních společností v tuzemsku apod.

jsou označovány jako primární finanční trhy, a instrumenty na nich obchodované představují primární finanční instrumenty.

Nepřímé financování představuje formu, v níž rozhodující úlohu při přesunu volných finančních prostředků hrají **finanční zprostředkovatelé** (banky, spořitelny, záložny, spořitelní a úvěrová družstva, pojišťovny, investiční, podílové či penzijní fondy apod.). Finanční zprostředkovatelé jednak usnadňují přesun finančních prostředků od přebytkových subjektů k subjektům nedostatkovým, jednak přispívají k jejich co nejefektivnější alokaci, k vyšší likviditě a ke snižování transakčních a informačních nákladů; napomáhají také ke snižování rizika. Finanční trh, na němž působí finanční zprostředkovatelé, je označován jako **zprostředkovatelský finanční trh.**

Při **polopřímém financování** dochází ke spojování přebytečných a nedostatkových subjektů přes prostředníky, kteří jim mohou buď pouze poskytovat informace o různých možnostech investování (především do cenných papírů) či zprostředkovat jejich vzájemné obchody (např. brokerské firmy), nebo mohou na vlastní účet nakupovat cenné papíry a ty poté dále prodávat zájemcům v menších objemech.

2.4 Finanční zprostředkovatelé a jejich působení na finančních trzích

2.4.1 Finanční zprostředkovatelé a jejich funkce

Definice

Finanční zprostředkovatelé

Finanční zprostředkovatelé poskytují finanční služby oběma skupinám hospodářských subjektů vstupujících na finanční trh. Od dlužníků nakupují jejich (primární) finanční instrumenty a na jejich základě emitují pro věřitele vlastní (sekundární) finanční instrumenty.

Finanční zprostředkovatelé plní řadu významných funkcí. V první řadě je třeba zdůraznit, že jejich působení nemalou měrou přispívá ke **snižování informačních nákladů.** Ty jsou spojeny jednak s vyhledáváním vhodných dlužníků na jedné a věřitelů na druhé straně. Tento problém řeší finanční zprostředkovatelé shromažďováním volných peněžních prostředků a jejich přeměnou na úvěry třetím osobám, přičemž mohou provádět **různé formy transformace.** Při kvantitativní transformaci mohou například z řady vkladů s relativně nízkou nominální hodnotou poskytnout úvěr většího rozsahu. Vklady v domácí měně mohou například transformovat do úvěru v nějaké cizí měně a naopak. Je zcela