

UNIVERZITA PARDUBICE
FAKULTA EKONOMICKO–SPRÁVNÍ
ÚSTAV EKONOMIKY A MANAGEMENTU

OBCHODOVÁNÍ NA KAPITÁLOVÝCH
TRZÍCH V USA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Autor: Bc. Jiří Fiedler, DiS.

Vedoucí práce: Doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.

2006

UNIVERSITY OF PARDUBICE
FACULTY OF ECONOMICS AND ADMINISTRATION
INSTITUTE OF ECONOMY AND MANAGEMENT

TRADING IN CAPITAL MARKETS
OF USA

THESIS

Author: Bc. Jiří Fiedler, DiS.

Supervisor: Doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.

2006

Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně Univerzity Pardubice.

Pardubice, 19. května 2006

Bc. Jiří Fiedler, DiS.

Děkuji vedoucímu mé diplomové práce, panu Doc. Ing. Pavlu Duspivovi, CSc., za všestrannou pomoc, poskytnutí informací, cenných rad a připomínek ke zpracování diplomové práce.

Dále bych rád poděkoval zástupci společnosti zaměstnavatele, Dr. Ing. Vítězslavu Hálkovi, MBA, který mi umožnil využít prostředků, s jejichž pomocí bylo možné provést sběr informací a následně zpracovat diplomovou práci.

Souhrn

Diplomová práce Obchodování na kapitálových trzích v USA se zabývá problematikou finančních trhů, a to jak v obecné rovině, tak v užším pojetí charakteristikou předních akciových trhů ve Spojených státech, přístupů k investování do cenných papírů a výběru titulů do portfolia akcií.

Stěžejním cílem diplomové práce je objasnění nezbytných kroků nejen pro samotné umožnění obchodování, ale též pro selekci akcií konkrétních společností, ze kterých bylo následně sestaveno portfolio.

V teoretické části obsahuje diplomová práce popis finančního trhu, včetně nástrojů, které jsou zde obchodovány, a investičního procesu. V rámci praktické části pak kroky, které jsou nezbytné k umožnění elektronického obchodování, a informace, které jsem získal provedením analýzy konkrétního titulu.

Summary

Thesis Trading in Capital Markets of USA deals with relevant questions of financial markets in general level and in a strict sense with characterization of foremost stock exchanges in The United States of America as well, with approaches to investments in securities and with selection of concrete stocks into portfolio.

Hinge objective of this work is the explication of necessary steps not only for enabling of trading but for selecting of shares of particular companies too. Selected stocks consequently create portfolio.

In the theoretic part of the thesis is contained description of financial market, including instruments which are traded here and investment process. Within the framework of practical part then inevitable precautions to electronic trading and information that I have acquired by carrying out of analysis.

OBSAH

Seznam obrázků	11
Seznam tabulek	12
Úvod	13
1 Členění a funkce finančních trhů	14
1.1 Členění finančního trhu	14
1.2 Funkce finančního trhu	17
2 Nástroje kapitálového trhu	19
2.1 Hlediska členění nástrojů kapitálového trhu	19
2.2 Typy nástrojů kapitálového trhu	20
3 Hlavní akciové trhy v USA	23
3.1 New York Stock Exchange (NYSE)	23
3.2 The NASDAQ Stock Market (NASDAQ)	25
3.3 American Stock Exchange (AMEX)	27
4 Investiční proces	28
4.1 Investiční filozofie a strategie	28
4.1.1 Růstová filozofie	28
4.1.2 Hodnotová filozofie	29
4.1.3 Časování trhu	30
4.1.4 Arbitráž	31
4.1.5 Aktivní obchodování	32
4.1.6 Technická analýza	32
4.2 Analýza cenných papírů	33
4.2.1 Fundamentální analýza	33
4.2.2 Technická analýza	38
4.2.3 Psychologická analýza	42
4.3 Modely teorie portfolia	45
4.3.1 Selektivní Markowitzův model	45

4.3.2	Jednoduchý indexní model	48
4.3.3	Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM).....	50
4.3.4	Model arbitrážní cenové teorie (APT).....	52
4.4	Správa a revize portfolia.....	54
5	Elektronické obchodování na trzích USA v praxi (e-Broker).....	56
5.1	Zřízení klientského účtu e-Broker	56
5.2	Možnosti aplikace e-Broker.....	56
6	Výběr titulů a sestavení portfolia akcií.....	64
6.1	Fundamentální analýza	64
6.2	Technická analýza	75
6.3	Realizace investice	84
6.4	Sestavení portfolia	87
7	Daně, inflace a transakční náklady	89
	Závěr	91
	Použitá literatura a informační zdroje	92
	Seznam příloh	94

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Budova NYSE.....	23
Obrázek 2: Obchodní parket na NYSE.....	23
Obrázek 3: Budova NASDAQ	26
Obrázek 4: MarketSite Studio	26
Obrázek 5: Čárový graf	38
Obrázek 6: Sloupkový graf.....	38
Obrázek 7: Rostoucí trendová linie	39
Obrázek 8: Klesající trendová linie	39
Obrázek 9: Linie podpory (support)	40
Obrázek 10: Linie odporu (resistance)	40
Obrázek 11: 25denní klouzavý průměr	41
Obrázek 12: Nákupní a prodejní signály	41
Obrázek 13: Bollingerova pásma	42
Obrázek 14: Výchozí pozice PowerScreener	64
Obrázek 15: Graf vývoje akcie společnosti Agrium Inc.	75
Obrázek 16: Graf indikátoru Accumulation/Distribution.....	76
Obrázek 17: Graf indikátoru Average True Range	77
Obrázek 18: Bollingerova pásma	78
Obrázek 19: Graf Chaiking Oscillator.....	79
Obrázek 20: Graf indikátoru CCI.....	79
Obrázek 21: Graf – Directional Movement.....	80
Obrázek 22: Graf – MACD	80
Obrázek 23: Graf – On Balance Volume.....	81
Obrázek 24: Graf – Rate-of-Change.....	81
Obrázek 25: Graf – RSI.....	82
Obrázek 26: Graf – Stochastic Oscillator	82
Obrázek 27: Graf – Ultimate Oscillator	83
Obrázek 28: Graf – Volume Oscillator.....	83
Obrázek 29: Okno nákupu titulu	86
Obrázek 30: Okno čerpání úvěru.....	86
Obrázek 31: Okno centrální objednávkové knihy	87

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Přehled podúčtů (A)	58
Tabulka 2: Přehled podúčtů (B)	59
Tabulka 3: Přehled podúčtů (C)	59
Tabulka 4: Přehled podúčtů (D)	59
Tabulka 5: Přehled podúčtů (E).....	60
Tabulka 6: Přehled podúčtů (F).....	60
Tabulka 7: Přehled podúčtů (G)	60
Tabulka 8: Přehled podúčtů (H)	61
Tabulka 9: Přehled podúčtů (I).....	61
Tabulka 10: Přehled podúčtů (J).....	62

ÚVOD

Obdobně jako v bakalářské práci i v případě diplomové práce se věnuji finančním trhům. Důvodem je jednak skutečnost, že i nadále považuji tuto oblast ekonomické teorie i praxe za nejzajímavější, a jednak fakt, že jsem v průběhu posledních dvou let měl možnost aktivně působit jako účastník trhu, tedy prakticky.

Ve středu mého zájmu stojí především kapitálové trhy, konkrétně akciové, provozované různými burzami ve Spojených státech amerických. Vysvětlením je mé přesvědčení, že se trhy v USA řadí mezi ty s nejvyšší likviditou na světě, a dále fakt, že požadavky Security Exchange Commission (SEC; Komise pro cenné papíry v USA) na informační povinnost emitentů jsou velmi náročné, tudíž i „malý“ investor má možnost dokonale se seznámit s podnikáním jednotlivých společností, jejichž akcie na základě pozitivního zhodnocení zahrne do svého portfolia.

Diplomová práce se nejprve zabývá členěním a funkcemi finančních trhů obecně. Dále jsou popsány nástroje kapitálového trhu, a to opět jak jejich členění, tak konkrétní typy. Vzhledem k tématu diplomové práce jsem považoval za vhodné uvést několik málo informací o předních akciových burzách ve Spojených státech. Samotný proces investování by měl začínat rozhodnutím investora, který z přístupů k alokaci svých finančních aktiv zvolí. Z tohoto důvodu jsem stručně charakterizoval jednotlivé strategie, z nichž má investor na výběr. Též jsou charakterizovány běžně užívané přístupy k výběru akcií, tedy zejména na základě fundamentální a technické analýzy.

Cílem diplomové práce je uvést nejdůležitější informace o finančních trzích, které jsou nezbytností pro případný vstup na reálný trh. V souvislosti s tímto je však nutné zdůraznit, že i přes pokus o shromáždění informací, o jakýchsi hlavních proudech investičního smýšlení v současné době, není možné s ohledem na rozsah diplomové práce uvést vše, co považuji za zajímavé a prakticky využitelné.

Hlavním cílem diplomové práce je objasnění nezbytných kroků nejen pro samotné umožnění obchodování, ale též pro výběr titulů, ze kterých bylo následně sestaveno portfolio. Informace, se kterými jsem pracoval, a metody, které uplatňuji při investování na kapitálových trzích, jsou zcela aktuální, resp. převzaté z reality.

1 ČLENĚNÍ A FUNKCE FINANČNÍCH TRHŮ

1.1 Členění finančního trhu

Stěžejní a v podstatě nejhrubší pohled na rozdělení finančního trhu je s ohledem na délku doby splatnosti obchodovaných nástrojů, konkrétně na **peněžní trhy** (se splatností do jednoho roku – depozitní certifikáty, směnky, státní pokladniční poukázky atd.) a **kapitálové trhy** (dlouhodobé finanční operace s povahou investice – akcie, dluhopisy a jiné). Dále se pod pojem finanční trh (v obecnější rovině) zahrnují poněkud specifické trhy, nazývané devizové a trhy drahých kovů.

Ponechám-li nyní stranou **trhy devizové** a **trhy drahých kovů** (ve své podstatě se jedná o komoditní trhy – obchody s ropou, kávou, mědí, které existují vedle trhů finančních), lze peněžní i kapitálový trh členit na úvěrový (vztah věřitele a dlužníka) a cenných papírů (vztah vlastníků – investorů mezi sebou na sekundárních trzích nebo vztah vlastníků – investorů a managementu firmy od úpisu akcií).

Peněžní trh tedy lze za daného pohledu na problematiku dělit na trh krátkodobých úvěrů a krátkodobých cenných papírů. Obdobně kapitálový je představován trhem dlouhodobých cenných papírů a dlouhodobých úvěrů.

Na devizových trzích jsou obchodovány nejvýznamnější světové konvertibilní měny. Hlavními účastníky jsou komerční banky a v některých případech i banky centrální (emisní).

Poslední uváděnou (relativně samostatnou) částí finančního trhu jsou trhy drahých kovů. Obecně je to zejména trh se zlatem a stříbrem, avšak s rapidně vzrůstající likviditou trhů s platinou a paladiem v posledních dvaceti letech lze i tyto v současné době považovat za významné.

Vzhledem k tématu mé diplomové práce je následující komentář věnován výhradně trhům kapitálovým, tedy trhům s dlouhodobými (investičními) instrumenty, a to konkrétně trhu cenných papírů.

Trhy cenných papírů lze členit z mnoha hledisek. Za základní lze považovat rozdělení na **primární** a **sekundární**. Na primárním trhu cenných papírů dochází k prvotnímu prodeji určitého instrumentu, např. k prodeji nově emitovaných dluhopisů či akcií [14].

Na sekundárním trhu se obchoduje s již dříve emitovanými instrumenty. Znamená to tedy, že investoři mohou svá práva vyplývající z instrumentu zakoupeného na primárním (i sekundárním) trhu dále prodávat za tržní cenu jiným subjektům na trhu sekundárním.

Obchody na primárních i sekundárních trzích se odehrávají buď na trzích veřejných nebo neveřejných – též smluvních [13]. Na veřejném trhu mohou obchodovat všichni potenciální zájemci, zatímco na neveřejném existuje pouze omezený počet účastníků (realizace přímých obchodů).

Trhy sekundární veřejné lze dále dělit na trhy organizované a neorganizované.

Organizovaný trh je zpravidla reprezentován burzou nebo jinými mimoburzovními organizátory veřejného trhu, přičemž burza je považována na instituci vrcholovou. Za **neorganizovaný trh** lze považovat tzv. obchody přes přepážku (OTC¹ trh), kdy prodejcem je nejčastěji fyzická osoba a kupcem licencovaný obchodník s cennými papíry.

Členění trhu cenných papírů lze provádět i z jiných hledisek. Akciové trhy, kde se obchoduje s různými druhy akcií, dluhopisové trhy, kde se obchoduje s vládními a podnikovými dluhopisy, a trhy finančních derivátů, kde se obchoduje s kontrakty na podkladová aktiva nebo celé koše podkladových aktiv.

Na trzích finančních derivátů se obchoduje s termínovými kontrakty. Kotují se zde odvozené finanční instrumenty, pro něž je charakteristické, že mezi datem uzavření obchodu a jeho vypořádáním uplyne delší časový úsek. „Delší časový úsek“ je relativní pojem, ale vždy se jedná o dobu vypořádání delší než u promptních obchodů.

Další nepřehledné množství pohledů na trh, které uvádí odborná literatura, se převážně vztahuje na trhy sekundární veřejné. Jejich začlenění do přehledu (příloha A diplomové práce) je však v mnoha případech komplikované – z důvodu, že je tyto možné zařadit do více než jedné (výše komentované) oblasti.

Za další členění sekundárních veřejných trhů cenných papírů lze například považovat rozdělení na **prezenční a elektronické**.

¹ over-the-counter

Prezenční burzy představují klasickou techniku obchodování, při kterém se burzovní účastníci scházejí ve stanovenou dobu na burzovním parketu, kde vzájemně uzavírají obchody [11]. Prezenční burzy mají různé modely stanovení kurzů obchodovaných instrumentů.

Jedná se o:

- **system řízení příkazy** (založen na centralizaci nákupních a prodejních příkazů, stanovení ceny na základě maximalizace objemu transakcí; cena může být stanovena buď jednou za den nebo průběžným způsobem – v určených intervalech; stále užíván na promptních prezenčních burzovních trzích v Německu),
- **system řízený cenou** (používá decentralizované uspořádání, cena je určována vzájemně si konkurujícími burzovními zprostředkovateli, kteří obchodují na klientův, ale též svůj účet; obchoduje se po stanovenou burzovní dobu průběžným způsobem; stále užíván na New York Stock Exchange, dříve též na London Stock Exchange) a
- **aukční system** (realizace obchodů přímo mezi obchodníky, tedy bez zprostředkovatelů, a to za „veřejného křiku“²; používán na světových burzách finančních derivátů – Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade).

Pro účely urychlení burzovního obchodování, zvýšení transparentnosti kurzů a snížení transakčních nákladů jsou klasické burzovní parkety postupně nahrazovány elektronickými burzami. Opět existuje několik forem elektronických burzovních obchodních systémů:

- **system řízení kvótami** (v podstatě představuje elektronický prezenční obchodní system řízený cenou; používán na NASDAQ³),
- **system centrální objednávkové knihy** (obchodníci uzavírají obchody přímo mezi sebou bez zprostředkovatelů, cena kotována dle stanovených pravidel – zejména časových a cenových priorit; užíváno na Tokijské burze),
- **system jednotné cenové aukce** (existuje centrální objednávková kniha, cena je zveřejňována pouze jedenkrát za dané období, používáno na málo likvidních trzích) a
- **kombinovaný obchodní system** (spojuje výše popsané elektronické obchodní systémy; užíván např. na Frankfurtské burze).

² open outcry

³ National Association of Securities Dealers Automated Quotations

1.2 Funkce finančního trhu

V reálné ekonomice je většina subjektů velmi často vystavována situaci, kdy buď disponuje přebytkem finančních prostředků nebo jejich nedostatkem [14]. Systém finančních trhů pak umožňuje přemísťovat finanční prostředky od přebytkových subjektů k deficitním, a to cestou vytváření a následným obchodováním finančních instrumentů.

Bez existence finančních trhů by přebytkové subjekty měly pravděpodobně menší motiv pro tvorbu úspor, a naopak deficitní subjekty by mohly ztrácet motivy pro vypůjčování si finančních prostředků.

Ve vyspělých státech existují dva základní kanály alokace finančních prostředků mezi přebytkovými a deficitními subjekty – privátní finanční trh a zprostředkovatelský finanční trh.

1. privátní finanční trh

Na privátním finančním trhu jsou finanční prostředky alokovány od přebytkových subjektů k deficitním prostřednictvím různých druhů cenných papírů. Deficitní subjekty emitují různé typy krátkodobých nebo dlouhodobých cenných papírů a přebytkové subjekty investují do těchto instrumentů své úspory. Efektivnost popsané alokace je zvyšována přímou či nepřímou asistencí investičních bank a dalších obchodníků s cennými papíry.

2. zprostředkovatelský finanční trh

Na zprostředkovatelském finančním trhu vystupuje finanční zprostředkovatel (banka, pojišťovna, investiční nebo penzijní fond), který emituje sekundární finanční instrumenty (depozita, pojistné smlouvy, podíly, penzijní smlouvy).

Protí privátnímu finančnímu trhu obsahuje transakce na trhu zprostředkovatelském dvě separátní, ale zároveň probíhající transakce:

- a) zprostředkovatel emituje sekundární finanční instrumenty, přičemž tyto jsou nakupovány přebytkovými subjekty, nebo
- b) zprostředkovatel nakupuje primární finanční instrumenty, které emitují deficitní subjekty.

Přebytkový subjekt při alokaci svých přebytečných finančních prostředků využívá služeb finančních zprostředkovatelů, kteří shromážděné zdroje alokují na svůj vlastní účet a riziko.

Význam alokace finančních prostředků prostřednictvím jednotlivých kanálů (tedy buď přes privátní nebo zprostředkovatelský finanční trh) se podstatně liší v jednotlivých finančních systémech. Zprostředkovatelské finanční trhy (s charakterem bankovních trhů) mají dominantní postavení především na evropských trzích, kde privátní finanční trhy nabývají většího významu až ve druhé polovině 80. let 20. století. Naopak podstatně významnější roli hrají privátní finanční trhy ve Spojených státech, Kanadě a Japonsku.

Český finanční trh lze přiřadit k modelu, kde převážná část finančních prostředků je alokována prostřednictvím bankovních zprostředkovatelských finančních trhů, i když kuponová privatizace zajisté přispěla významným způsobem ke zvýšení alokace prostřednictvím finančních trhů privátních. Navíc je nutné uvést, že v poslední době dochází k poměrně razantnímu nárůstu spravovaných prostředků různými obchodníky s cennými papíry a jejich úloha se bude ve finančním systému zajisté zvyšovat.

2 NÁSTROJE KAPITÁLOVÉHO TRHU

2.1 Hlediska členění nástrojů kapitálového trhu

V literatuře se nejčastěji setkáváme s členěním cenných papírů dle různých hledisek s tím, že obchodovaný nástroj na kapitálovém trhu může spadat i do několika kategorií. Navíc jsou realizovanými finančními inovacemi téměř nepřetržitě vytvářeny další investiční nástroje, které je sice možno do některé již existující kategorie zařadit, nicméně zařazení má většinou jen formální význam.

B. Sekerka ve své práci „Cenné papíry a kapitálový trh“ klasifikuje cenné papíry podle [16]:

- formy, která vyjadřuje hledisko převoditelnost (cenné papíry na doručitele, na řad a na jméno),
- zosobnění majetkového či jiného práva na cenné papíry vyjadřující dlužnické peněžní závazky, majetková práva členská nebo podílnická, dispoziční práva a práva věcného obsahu, poskytující zajištění pohledávky,
- charakteru důchodu (příjmu) na cenné papíry poskytující stálý příjem, proměnlivý příjem nebo příjem neposkytující,
- emise na hromadně a individuálně vydávané,
- zastupitelnosti a veřejné obchodovatelnosti na zastupitelné a nezastupitelné a z druhého hlediska na veřejně obchodovatelné (dle stávající právní úpravy „registrované“) a veřejně neobchodované.

V. Pavlát v knize „Kapitálové trhy a burzy ve světě“ rozšiřuje klasifikaci cenných papírů o další dvě kritéria, a to [12]:

- podle ekonomické klasifikace, kdy vyčleňuje cenné papíry používané v platebním styku a cenné papíry používané na kapitálovém trhu a
- podle dlužníka, kdy rozlišuje státní, municipální a soukromé cenné papíry.

Pokud uvažujeme k dělení pouze cenné papíry kapitálového trhu (tedy již pouze v užším slova smyslu), jeví se jako vhodné následující členění [14].

1. podle ztělesněného práva

- a) dluhové cenné papíry (dluhopisy, konvertibilní dluhopisy, opční dluhopisy)
- b) majetkové cenné papíry (akcie, podílové listy, kuksy a participační listy)

2. podle charakteru důhodů

- a) cenné papíry s pevným zúročením, u kterých je emitent povinen platit pravidelně peněžní částky, k nimž se zavázal
- b) cenné papíry s proměnlivým zúročením, kdy se v pravidelných časových intervalech provádí přizpůsobení nominálního zúročení aktuální úrokové úrovni
- c) cenné papíry s nulovými platbami, kde je výnos dosažen rozdílem mezi emisním a umořovacím kursem (tzv. „pod pari“ dluhopisy)
- d) cenné papíry s proměnlivým výnosem, kde jsou platby závislé na výsledku hospodaření emitenta (akcie, kuksy, podílové listy)

3. podle převoditelnosti

- a) cenné papíry na doručitele (majitele), kdy se za vlastníka považuje ten, kdo cenné papíry předloží (změna ve vlastnictví se realizuje pouhým předáním cenného papíru)
- b) cenné papíry na řad, na kterých je vyznačeno jméno vlastníka s doložkou na řad (převod práva se uskutečňuje zvláštním písemným prohlášením, zpravidla na rubu cenného papíru indosamentem)
- c) cenné papíry na jméno, na kterých je uvedeno jméno oprávněného a převod vlastnického práva se uskutečňuje cesí (postoupením), přičemž je třeba o tomto kroku uvědomit emitenta (ten však nemusí souhlasit)

2.2 Typy nástrojů kapitálového trhu

Zákon č. 591/1992 o cenných papírech Sb. nejprve v § 1 uvádí příkladný výčet jednotlivých druhů (typů) cenných papírů, na které se jeho ustanovení vztahují [21] – zejména akcie, zatímní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny (součást kuponového archu), opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy.

Původně bylo součástí zákona o cenných papírech též taxativní vyjmenování investičních instrumentů (§ 8). Po novele zákona, účinné od roku 2006, byly tyto pojmy přesunuty do zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu (s účinností od 1. dubna 2006; dále jen zákon o podnikání na kapitálovém trhu).

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu v § 3 vymezuje následující typy investičních instrumentů [22].

- investiční cenné papíry
- cenné papíry kolektivního investování
- nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu)
- deriváty

Investičními cennými papíry dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu jsou:

- a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- c) cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů uvedených v písmenu a) nebo b), se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu s výjimkou platebních nástrojů a
- d) ostatní cenné papíry, se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích, s výjimkou platebních nástrojů.

Deriváty se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu rozumí:

- a) opce na investiční nástroje uvedené v odst. 1 písm. a) až c) předmětného zákona,
- b) finanční termínové smlouvy (zejména futures, forwardy a swapy) na investiční nástroje uvedené v odst. 1 písm. a) až c) předmětného zákona,
- c) rozdílové smlouvy a obdobné nástroje pro přenos úrokového nebo kurzového rizika,
- d) nástroje umožňující přenos úvěrového rizika a
- e) jiné nástroje, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota se odvozuje zejména z kurzu investičního cenné papíru, indexu, úrokové míry, kurzu měny nebo ceny komodity.

V odst. 5 § 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu je dále uvedena charakteristika cenných papírů kolektivního investování – rozumí se jimi podílové listy podílového fondu, akcie investičního fondu a obdobné cenné papíry vydávané v zahraničí.

V rámci výše charakterizovaných skupin, které jsou obsaženy v příslušných právních normách, dále existují specifické nástroje. U akcií se jedná o kmenové, prioritní, zaměstnanecké atd. V případě dluhopisů je to členění zejména na státní, municipální a soukromé.

3 HLAVNÍ AKCIOVÉ TRHY V USA

Přední americké akciové trhy mají dlouhou tradici. Je možné o nich získat spoustu informací, avšak s ohledem na rozsah diplomové práce jsem nucen uvést pouze ty nejzajímavější (dle mého názoru). Akciové trhy jsou ve Spojených státech organizovány mj. na New York Stock Exchange, The NASDAQ Stock Market a American Stock Exchange.

3.1 New York Stock Exchange (NYSE)

Nejprve několik historických mezníků o jedné z nejznámějších burz (akciových) na světě.

- poprvé zorganizována (první burzovní seance) 17. května 1792
- uzákoněna 8. března 1817
- dne 18. února 1971 založena právnická osoba s názvem New York Stock Exchange, Inc. (nezisková organizace)
- nedávno, dne 7. března 2006, proběhla transformace na ziskovou společnost s obchodní firmou NYSE Group.



Obrázek 1: Budova NYSE



Obrázek 2: Obchodní parket na NYSE

zdroj: www.nyse.com

Zájem o obchodování, vyjádřený počtem převedených akcií za den, neustále roste. Nejvyšší jednodenní objem představuje 3,1 mld. kusů akcií, čehož bylo dosaženo 24. června 2005. Obdobně hodnota indexu Dow Jones Industrial Average⁴ (DJIA) za posledních sto let mnohonásobně vzrostla. V následující tabulce jsou uvedeny roky, v nichž alespoň jedenkrát za den bylo dosaženo významné hodnoty charakterizovaných údajů.

⁴ Jedná se o nejznámější index zveřejňovaný předmětnou burzou (existuje jich celá řada – např. odvětvově orientované)

Dosažení hranice		Dosažení hranice	
v objemu (ks)	roku	body indexu	dne
1 mil.	1886	100	12. února 1906
5 mil.	1928	500	12. března 1956
10 mil.	1929	1 000	14. listopadu
50 mil.	1978	2 000	8. února 1987
100 mil.	1982	3 000	17. dubna 1991
500 mil.	1987	5 000	21. listopadu
1 miliarda	1997	8 000	16. července
2 miliardy	2001	10 000	19. března 1999
3 miliardy	2005	11 000	16. července

Nedávno jsme se stali svědky jak vzniku, tak splasknutí, internetové („dot.com“) bubliny. Následující údaje jasně dokládají davové nákupy a následné prodeje na burzách v roce 2000. Největší jednodenní nárůst v historii hodnoty indexu DJIA byl o 499,19 bodu (+4,93 %), a to dne 16. března 2000. Naopak největší pokles (co do počtu bodů) byl zaznamenán již 14. dubna 2000 – konkrétně o 617,78 bodu (-5,66 %).

NYSE je burzou s velmi dlouhou a silnou tradicí, která navíc disponuje nepřehledným množstvím různých zajímavostí. Spíše bych však dále zmínil charakteristiku členů burzy, kteří jako jediní mají právo obchodovat přímo na burze (tedy prezenčně). Na obchodním parketu působí dva typy členů.

1. Floor Brokers

Volným překladem „parketní brokeři“ fungují jako tradiční agenti, kteří vykonávají nákupní a prodejní pokyny na účet klienta. V některých případech však tento člen obchoduje i ve svůj vlastní prospěch. Floor Brokers lze dále dělit na House Brokers a Independent Brokers.

House Brokers jsou pracovníky různých brokerských domů a dealerů cenných papírů, kteří zajišťují přímo na obchodním parketu realizaci nákupu a prodeje dle přání klienta (na cizí účet) nebo společnosti zaměstnavatele (na vlastní účet).

Independent Brokers (většinou fyzická osoba) jsou běžně známi jako „dvoudolaroví brokeři“. Jedná se externí pracovníky těch největších finančních společností, které si je najímají. Napomáhají brokerům předchozího typu řídit pokyny v náročných dnech, vykonávají služby přímo pro veřejnou společnost (zájemce) nebo zajišťují výjimečné požadavky klientů (např. objemný jednorázový nákup nebo prodej). Jejich příjem je odvozem výhradně z poplatků (provize). Vzhledem ke značnému vzestupu oblíbenosti investovat se jejich počet na NYSE v posledních 10 letech zdvojnásobil.

2. Specialisté

Specialista zastává jednu z pěti následujících funkcí, a to s konkrétními tituly, které mu byly přiděleny rozhodnutím příslušného burzovního orgánu.

- **řídí aukční proces**, tj. udržuje likvidní trh akcií konkrétních společností, stanovuje otevírací cenu pro jím obchodovaný titul a následně (v průběhu dne) kotuje (určuje) nákupní a prodejní ceny pro brokery
- **realizuje pokyny pro Floor Brokers**, tj. může vykonat pokyn buď bezprostředně po obdržení nebo až např. při dosažení určité ceny akcie – dle přání klienta; pokud je specialistou dealer cenných papírů, jeho další funkcí je zabraňovat náhlým propadům (tzv. tvůrce trhu)
- **působí jako „katalyzátor“** (urychlovač) – specialista je prostředníkem mezi kupujícími a prodávajícími brokery, jejichž pokyny „dává dohromady“, což umožňuje provedení transakce, která by jinak nebyla možná (ne v takovém počtu brokerů, v tak krátkém čase)
- **poskytuje kapitál** – v případě významného převýšení nabídky poptávkou (a též naopak poptávky nabídkou) je povinen použít kapitál vlastní společnosti (zaměstnavatele), za účelem obnovení (alespoň částečné) rovnováhy
- **stabilizuje ceny**, tj. zajišťuje hladký průběh změn kurzů, se snahou o zamezení fluktuacím (prostřednictvím obchodů proti trendu), vzniklých např. panickým prodáváním.

3.2 The NASDAQ Stock Market⁵ (NASDAQ)

NASDAQ je největší elektronický trh ve Spojených státech, který denně zrealizuje obchody ve větším objemu než kterýkoliv jiný trh (včetně prezenčních). Index burzy NASDAQ Composite obsahuje akcie společností ze všech oblastí podnikání (technologie, maloobchod, komunikace, finanční služby atd.).

Následuje několik fakt z nedávné minulosti a charakteristik tohoto trhu:

- na NASDAQ jsou obchody prováděny sofistikovanou počítačovou a telekomunikační sítí, která zajišťuje přesun včasných informací, důležitých pro rychlé rozhodování všech obchodníků,

⁵ Běžně používána zkratka NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations

- v roce 2005 se na tomto trhu uskutečnilo 126 prvotních emisí (tzv. IPO⁶), což představuje 59 % všech IPO na všech trzích Spojených států (v absolutním vyjádření se jednalo o 12,3 mld. USD),
- průměrný denní zobchodovaný počet akcií dosáhl v roce 2005 1,8 mld. kusů (více než NYSE i AMEX⁷),
- NASDAQ disponuje otevřenou tržní strukturou, která nabízí bezkonkurenčně nejvyšší průhlednost ze všech amerických trhů, a schopností vyřizovat pokyny obchodníků na více úrovních ceny zároveň a u jednoho titulu, což pomáhá (těm nekrátkodobějším investorům – spekulantům) při určování intradenních trendů.



Obrázek 3: Budova NASDAQ



Obrázek 4: MarketSite Studio

zdroj: www.nasdaq.com

Budova trhu NASDAQ byl vybudována v roce 1999, na známém náměstí Times Square v New Yorku. Do provozu byla uvedena přesně na přelomu roku. Následně, po několika dnech, proběhla první obchodní seance. Místo, kde jsou zveřejňovány dosažené ceny akcií a hodnoty indexů, se nazývá MarketSite studio, které se zanedlouho stalo „tvář“ trhu NASDAQ – viz výše uvedené obrázky.

Na NASDAQ se obchoduje ve všech pracovních dnech, přičemž průběžné kurzy jsou zveřejňovány na výše zobrazené „zdi“ a „věži“. Kromě kurzů jsou publikovány informace, které poskytují např. CNBC, CNN, Bloomberg, Reuters a další.

⁶ Initial public offering (veřejný úpis nově emitovaných akcií)

⁷ American Stock Exchange (viz dále)

3.3 American Stock Exchange (AMEX)

Na AMEX nejsou obchodovány takové objemy akcií jako v případě předešlých dvou trhů. Trh AMEX disponuje několika burzovními systémy, v rámci nichž je možné realizovat pokyny. Jedná se o následující:

- aukční (elektronický) systém (AEMI),
- ANTE (Amex New Trading Environment) a
- automatizované zpracování objednávek.

1. AEMI

Od dubna 2004 pracovníci AMEX rozvíjí existující software, užívaný na tomto trhu, za účelem vytvoření hybridního tržního systému, který bude dokončen tento rok. V současné době je úspěšně otestováno 5 z 9 softwarových aplikací, které budou zajišťovat hladký průběh obchodování.

Hybridní tržní systém bude představovat spojení všech doposud samostatně fungujících segmentů burzy. Bude tedy obchodníkům dávat možnost zvolit si, kterou cestou zrealizují své nákupní a prodejní pokyny, a to dle momentálních uvážení brokerů.

2. ANTE

Jedná se o novou platformu AMEX, která je zaměřena na obchody s opcemi. ANTE kombinuje aukční systém řízený cenou, který je pro efektivnější a rychlejší fungování doplněn o elektronickou platformu.

Tento systém burzy AMEX je již zcela úspěšně zaveden – nahradil všechny předchozí obchodní technologie, které zajišťovaly provedení opčních obchodů.

3. automatizované zpracování objednávek

Lze ho použít pouze v případě, že je daná finanční instituce smluvním partnerem burzy AMEX. Jedná se o různé brokery, kteří poskytují např. internetové aplikace na připojení k burze (v ČR též Fio brokerská, a. s.). Pokyny jsou automatickým systémem předávány specialistům nebo „parketním brokerům“ k realizaci.

4 INVESTIČNÍ PROCES

Obsahem této části je stručný popis různých investičních strategií a přístupů, dále analýzy cenných papírů, modelů teorie portfolia a konečně správy a revize portfolia cenných papírů (součástí tedy nejsou reálné neboli hmotné investice).

4.1 Investiční filozofie a strategie

Hned na úvod je nutné uvést, že je nezbytné, aby investor měl určitou investiční strategii předem definovanou a jasně danou. Většina investorů, včetně profesionálních portfolio manažerů, se nedrží jasně definované investiční filozofie, ale spíše toho, co momentálně zdánlivě přináší kladné výsledky jiným manažerům a jsou připraveny kdykoliv změnit kurz, když se jim bude zdát, že tato cesta již nepřináší dříve dosahované výsledky [7].

Jak již bylo zmíněno, je velmi důležité vědět, jaký investiční přístup bude investor uplatňovat a tento pokud možno v delším časovém horizontu (roky) skutečně realizovat. S trochou nadsázky se dá říci, že existuje tolik investičních strategií, kolik existuje na světě investorů. V následujícím textu jsou charakterizovány ty nejzákladnější.

4.1.1 Růstová filozofie

Růstová filozofie je založena na investicích do akcií, jejichž cena podhodnocuje budoucí růstový potenciál. Úspěch této strategie závisí na dvou faktorech. Za prvé, na schopnosti investora předpovídat budoucí toky hotovosti a jejich růst, a za druhé, na schopnosti přisoudit předpovězenému růstu správné ocenění. Takovýto přístup s sebou nese velkou dávku spekulace z důvodu, že vše, co se týká budoucnosti, je již ze samotné definice spekulativní.

Pokud se zaměříme na vnitřní hodnotu akcie, opírá se její kalkulace (v rámci tohoto investičního přístupu) výhradně o předpokládaný růst zisků dané společnosti v budoucnosti. U rychle rostoucích společností často bývá vztah mezi historickým růstem zisků a budoucím růstem zisků minimální, což je další překážka, která znemožňuje vyjádřit se o predikci kterékoliv mikroekonomické veličiny (růst zisku, tržeb apod.) jako o pravděpodobné.

Za nevýhodu růstové filozofie lze dále považovat skutečnost, že čím větší je míra růstu budoucích čistých příjmů podniku, tím citlivější je jejich současná hodnota na pohyb úrokových sazeb a diskontní míry obecně. Akcie růstových společností se většinou obchodují

za vysoké násobky jejich účetních hodnot. Důsledkem toho je velká závislost investora na fluktuacích akciového trhu.

Literatura uvádí, že největším nepřítelem investora vyznávajícího tuto strategii je on sám. Ve většině případů jsou zárodkem problému nepřiměřeně optimistické předpoklady ohledně rychlosti budoucího růstu společnosti a ohledně délky doby, po kterou společnost takto poroste. V případě ohlášení výsledků společnosti, které nejsou na tak vynikající úrovni, jak předpokládal investor, zpravidla následuje dramatický vývoj ceny titulu. Výrazný pokles (i trendový) je dán tím, že vnitřní hodnota akcie závisí plně na tom, zda bude skutečně dosaženo vysoce nadprůměrného očekávaného růstu.

Z uvedeného vyplývá, že je růstová filozofie z převážné většiny založena na správnosti předpokladů budoucích mikroekonomických veličin. J. M. Keynes byl kromě průkopnického ekonomů též úspěšným portfolio manažerem, který na toto téma řekl, že by bylo hloupé, při formování našich očekávání, přikládat velkou váhu věcem, které jsou velmi nejisté.

Před několika málo lety nás vývoj na světových akciových trzích opět poučil, že očekávaný nadprůměrný růst zisku, který je implicitně obsažen v neobvykle vysokých cenách akcií, nebyl nikdy naplněn. Jsou to spíše ceny akcií, které svým výrazným poklesem srovnaly tuto nerovnováhu.

Pokud jsem se doposud věnoval predikci (často) nadprůměrného růstu zisku společností (optimistický pohled), je namístě též zmínit opačný pohled na budoucnost, a to pesimistický. Tento představuje situaci v dobách výrazných poklesů trhu, kdy investoři mají tendenci vidět budoucnost příliš černě, skepticky.

V případě růstové filozofie, pro kterou je budoucí růst alfou a omegou oceňování akcií, je vnitřní hodnota akcie nesmírně citlivá na růstové projekce. Všechny předpoklady týkající se budoucnosti v sobě nesou určitou míru spekulace. Ta bývá často větší, než by se mohlo zdát.

4.1.2 Hodnotová filozofie

Hodnotová filozofie bývá často dávána do protikladu s filozofií růstovou. Není to tak úplně správné tvrzení, protože investor se nemusí nutně rozhodnout mezi růstem nebo hodnotou. Růst je i v hodnotové filozofii součástí vnitřní hodnoty akcie. Obě filozofie jsou tak spojeny v základech. To, čím se jedna liší od druhé, je důraz, který je kladen na přínos z budoucího růstu.

Zatímco růstová filozofie je v podstatě celá založen na budoucím růstu, hodnotová filozofie bere budoucí růst spíše jako určitý bonus. Vnitřní hodnota není na tomto jakémsi bonusu příliš závislá, a pokud se růst dostaví, pak to bude cosi navíc. Investoři vyznávající hodnotovou filozofii mají snahu kupovat akcie, které mají takové vlastnosti, jako je např. nízké price-to-earnings ratio⁸ (P/E), nízké price-to-book⁹ (P/B) nebo vysoký dividendový výnos.

Investoři uplatňující hodnotový přístup jsou mnohem konzervativnější v odhadech týkajících se budoucnosti. Nesnaží se účastnit honu na rychle rostoucí akcie z přehnaně vysokých cen, ale naopak se spíše někdy až zdánlivě snaží hledat hodnotu jinde. Zejména u akcií společností, které momentálně vykazují takové zisky, že jsou pro investory zklamáním, a dále u akcií, které stojí v dané době z různých důvodů na okraji zájmu investorů.

Jestliže nebezpečí u růstové filozofie plyne z toho, že budeme investovat do populárních akcií předražených na základě přílišného optimismu, pak hodnotová filozofie vychází z toho, že jiné akcie jsou neopodstatněně levné na základě přílišného pesimismu.

Otevření „dobré“ pozice je v případě hodnotové strategie zaměřeno z převážné části na minulost než na projekci budoucnosti. I když minulost není nikdy možno jednoduše extrapolovat do budoucnosti a často mezi minulostí a budoucností není žádný použitelný vztah, minulost přece jen má jednu důležitou vlastnost. Je to soubor fakt, čísel, událostí, o jejichž existenci není pochyb. Minulost v sobě nenesé žádné prvky spekulace. A jako taková poskytuje určitou „kotvu“ pro úvahy o budoucnosti.

4.1.3 Časování trhu

Investiční filozofie, která se snaží o časování trhu, je v mnohém zcela odlišná od předchozích dvou. V případě tohoto přístupu se investor snaží předpovídat, kam se trh jako celek bude v nejbližší budoucnosti pohybovat. Podle toho pak celý trh (například prostřednictvím kontraktů na index) nakupuje nebo prodává.

Úspěch celé strategie je založen na schopnosti předvídat krátkodobé pohyby trhu. Již ze znění této věty je zřejmé, že přístup časování trhu nese několik spekulativních prvků. Ty nejdůležitější jsou – samotné kupování celého trhu a snaha o predikci krátkodobého

⁸ cena ku zisku na akcii

⁹ cena k účetní hodnotě na akcii

vývoje. Různé statistické simulace ukazují, že investor by musel správně předvídat budoucí vývoj trhu v 70 % až 80 % případů, aby vůbec dosahoval zisku¹⁰. Navíc se v rámci těchto simulací abstrahovalo od poplatků a daní.

Vyznavači časování trhu používají pro své odhady mnoho rozličných indikátorů, od makroanalýzy, přes technickou analýzu, až po analýzy psychologického charakteru (např. chování mas).

Benjamin Graham dělí investiční přístup k fluktuacím na trhu na „timing“ (časování) a „pricing“ (oceňování). Timing je založen na tom, že se investor snaží profitovat ze samotného pohybu cen na trhu. Když si myslí, že ceny půjdou nahoru, nakupuje; v opačném případě prodává. Pricing je založen na tom, že investor kupuje akcie tehdy, je-li jejich cena hluboko pod vnitřní hodnotou, a prodává, pokud je jejich cena nad vnitřní hodnotou. Timing je ze své podstaty spekulativní a nutně vede ke špatným výsledkům.

4.1.4 Arbitráž

Možnost arbitráže se na trzích může vyskytnout ve třech základních podobách – tzv. čistá arbitráž, přibližná arbitráž a spekulativní arbitráž.

Pro čistou arbitráž je nezbytná existence dvou aktiv se shodným cash flow, jejich rozdílných cen a jistoty, že se ceny obou instrumentů v budoucnosti srovnají. Je sice teoreticky možné, aby tyto podmínky byly splněny, především na derivátových trzích, ale nestává se tak příliš často. Příkladem čisté arbitráže může být např. následující transakce.

Investor zjistí, že zlato má na trhu v New Yorku vyšší cenu než na trhu v Chicagu. Proto současně koupí zlato v Chicagu a prodá stejné množství v New Yorku. Tím si zajistí okamžitý zisk bez rizika a bez nutnosti investovat prostředky. Je však logické, že na trzích, kde operuje obrovská spousta investorů, se takové příležitosti (pokud vůbec) vyskytnou velmi zřídka.

Navíc zisk z arbitrážních operací bývá někdy tak malý (v relativním vyjádření), že má smysl arbitráž provádět jen ve velkých objemech s pomocí půjčených peněz (tzv. pákový efekt; leverage). Takovéto podmínky může splnit pouze úzká skupina profesionálních institucionálních investorů, přičemž pro běžného investora jsou v podstatě nedosažitelné.

¹⁰ viz DAMODARAN, A.: *Investment Philosophies*. New York: John Wiley And Sons Ltd. 2003. ISBN 0471345032

Pro běžného investora je dostupná spekulativní arbitráž. Realizuje se v menších objemech, ale již podle definice nezaručuje zisk. Příkladem může být například párování akcií, což znamená, že investor nakoupí určitý titul (např. Volkswagen) a prodá jiné akcie (např. BMW). Většinou tedy jde o takové páry akcií, jejichž ceny měly v minulosti podobné pohyby a v současnosti se odchýlily. Arbitráž je pak založena na domněnce, že se jejich ceny opět časem přiblíží.

Arbitráž je poměrně často používanou strategií mezi profesionálními investory, zejména hedge fondy a bankami. Avšak jak již bylo uvedeno, mohou ji uplatňovat jen ti investoři, kteří splní náročné podmínky.

4.1.5 Aktivní obchodování

Každá informace, která se týká akcií a akciového trhu, má dopad na jejich ceny. Filozofie aktivního obchodování se zakládá na tom, že se snaží z těchto dopadů těžit. Opět se v tomto přístupu objevují určité problémy – zejména dostupnost a použití samotných informací, které lze rozdělit na veřejné a neveřejné, přičemž obchodovat na základě neveřejných informací je často ilegální.

Aktivní obchodování se může provádět třemi způsoby, a to snažit se předvídat informace a obchodovat ještě před tím, než jsou zveřejněny, nebo se snažit těžit z toho, že trh zveřejněné informace vyhodnocuje špatně, a nebo se snažit důkladnou analýzou informací získat výhodu nad ostatními účastníky trhu.

Z uvedeného je zřejmé, že aktivní obchodování s sebou nese významný znak rizika a spekulace, tudíž je často (minimálně pro začátečníky) považována za nevhodnou. Navíc v důsledku častého obchodování (jak tomu u aktivního přístupu je) narůstají transakční a daňové náklady.

4.1.6 Technická analýza

Technická analýza zaujímá poněkud zvláštní postavení mezi investičními filozofiemi. Nezabývá se vůbec fundamentálními faktory, které mají vliv na cenu a vnitřní hodnotu akcie. Techničtí analytici se snaží předvídat nabídku a poptávku po jednotlivých akciích čistě na základě dat obsahujících minulé pohyby cen a objemy obchodů. Používají k analýze různé grafy, simulace a modely, aby identifikovali různé trendy v chování trhu a na jejich základě pak odhadují budoucí vývoj.

Závěrem této podkapitoly bych rád uvedl mnou zvolený výběr investičního přístupu, který jsem uplatnil v praktické části diplomové práce. Jedná se o hodnotovou filozofii. Důvody jsou zejména následující:

- hodnotová strategie klade menší důraz na budoucí růst a více se opírá o hodnotu aktiv společnosti,
- klade menší nároky na čas; pomocí tzv. screeningu (viz dále) je možné zpracovat obrovské množství dat, zatímco růstová strategie je velmi pracná,
- neklade vysoké nároky na technickou vybavenost a
- též s ohledem na fakt, že největších (dlouhodobých) úspěchů dosáhli právě investoři, kteří uplatňovali hodnotovou filozofii (W. E. Buffet, G. Soros, Ch. Munger a další)

4.2 Analýza cenných papírů

Následující text je věnován přístupům k analýze cenných papírů, kdy tuto lze rozdělit do třech stěžejních oblastí:

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

4.2.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza může být v zásadě prováděna dvěma způsoby, a to

- tzv. top-to-down neboli od úrovně globální (makroekonomické) až na úroveň určité konkrétní společnosti (mikroekonomickou) nebo
- tzv. down-to-top, která ve své podstatě znamená opačný postup, tedy od úrovně mikroekonomické k makroekonomické.

Přístup „top-to-down“

Globální analýza

Prvním krokem je zhodnocení vývoje makroekonomických veličin země, ve které investor hodlá na trhu investovat. Mezi hlavní faktory, které působí na makroekonomické úrovni patří růst hrubého domácího produktu (reálného), fiskální politika vlády, stávající fáze hospodářského cyklu, výše agregátní cenové hladiny a její růst, objem peněžní nabídky,

pohyb úrokových sazeb, vývoj zahraničního obchodu, schodky a nerovnováha, cenové regulace a černý trh, politické a ekonomické šoky nebo korupce a hospodářská kriminalita [13].

Vývoj akciových kurzů je vždy velmi silně ovlivňován jak vývojem ekonomiky (měřeno reálným výstupem v dlouhém a středním období) státu, tak i vývojem ekonomiky světové.

Zatímco v dlouhém období je růst HDP i akciových trhů rostoucí (o jednotky procent ročně), z hlediska střednědobého je možné vyzorovat značné sepětí s jednotlivými etapami hospodářského cyklu. Vzhledem k tomu, že poptávka a nabídka na akciovém trhu odvisí velkou měrou nikoliv od skutečných, ale od očekávaných výsledků, je možno považovat za prokázanou skutečnost, že vývoj akciových kurzů ze střednědobého hlediska „předbíhá“ ve vyspělých ekonomikách (zpravidla) o několik měsíců vývoj jejich výstupu (HDP). Předznamenává tedy změny dalšího ekonomického vývoje.

Fiskální politika vlády ovlivňuje hospodaření podniků v jednotlivých odvětvích, a to prostřednictvím uvalení různých daní nebo realizací vládních nákupů (statků a služeb). Ponechám-li nyní stranou vládní nákupy, daně jsou bezpochyby významným nástrojem k ovlivňování motivace k podnikání a následnému růstu konkrétních společností (a jejich akcií). Navíc nelze zapomenout na zdanění kapitálových a dividendových výnosů v případě porušení délky doby držení instrumentu.

Peněžní nabídka je obecně považována za jeden z nejvýznamnějších faktorů ovlivňujících chování cen akcií. Vysvětlení existuje několik – první uvádí, že při zachování stávající konstantní poptávky po reálných peněžních zůstatcích bude jejich přebytek investován na akciových trzích. Druhý přístup postuluje, že v důsledku zvýšení peněžní nabídky budou investoři hojně nakupovat dluhopisy, což sníží jejich výnosy a budou nakupovat alternativní nástroje (akcie). Třetím vysvětlením je, že zvýšením peněžní nabídky klesají úrokové sazby, které jsou dalším důležitým kurzotvorným faktorem.

Tímto jsem zmínil další makroekonomický nástroj a ukazatel – úrokové sazby. Jak již bylo v úvodu globální analýzy uvedeno, existuje jich celá řada. Ukazatele spolu navíc (mnohdy i bezprostředně) souvisí, čímž chci poukázat na komplexnost dopadu globálních faktorů na vývoj akciových trhů. Rozsah práce však neumožňuje zabývat se touto úrovní analýzy cenných papírů podrobněji.

Odvětвовá analýza

Jednotlivé sektory (např. finance, technologie, maloobchod atd.) a v užším slova smyslu odvětví (textilní, chemický, potravinářský aj. průmysl) nejsou shodně citlivá na celkový vývoj ekonomiky; existuje u nich různá míra zisku, jsou různě regulovány státem a existují u nich mnohdy i značně rozdílné perspektivy dalšího rozvoje [13].

Odvětвовá analýza se zaměřuje v první řadě na identifikaci charakteristických znaků jednotlivých odvětví. Konkrétně se jedná o analýzu citlivosti odvětví na hospodářský cyklus, o zkoumání typu odvětvové struktury nebo např. již zmíněná míra regulace.

Z pohledu citlivosti na hospodářský cyklus lze každé odvětví zařadit do jedné z následujících skupin – odvětví cyklická, neutrální nebo anticyklická. Z názvů je zřejmé, že první skupina podniků je pozitivně korelována s vývojem výstupu ekonomiky, zatímco druhá je charakteristická nulovou lineární závislostí. Posledním případem jsou společnosti, kterým se nejvíce daří v období recese, avšak v období expanze se potýkají s určitými problémy.

Dále považuji za účelné podrobněji popsat problematiku státní regulace. Její aspekty mohou být jak negativní (např. určování maximálních cen, což snižuje ziskovou marži), tak pozitivní (např. omezováním vstupu do odvětví formou licenčních podmínek, což do jisté míry chrání existující subjekt proti konkurenci).

Závěrem odvětvové analýzy několik poznámek k prognózování budoucího vývoje jednotlivých odvětví. Stěžejní úlohu mají historická data, kdy se sledují časové řady různých veličin. Tyto jsou následně srovnávány s vývojem kurzů konkrétních titulů. V projekci by měla být zohledněna též změna struktury, což je úzce spjato s předpokládanými inovačními procesy.

Analýza na úrovni konkrétních společností (titulů)

Vzhledem k neustálému vývoji samotných společností dochází pochopitelně k určitému vývoji cen jejich akcií na trhu. Investor se (obecně řečeno) snaží zjistit vnitřní hodnotu akcie, aby ji porovnal s hodnotou tržní, tedy danou poptávkou a nabídkou po cenném papíru. Vnitřní hodnotou akcie lze chápat jako stavovou veličinu, která udává, jaká by měla být její spravedlivá cena. V krátkém časovém období (až měsíce) lze považovat vnitřní hodnotu akcie za stabilní.

V dlouhém časovém období již má pro úspěch investora vyšší význam. V souvislosti s tímto je však nutné říci, že jsou různé přístupy a modely ke stanovení jakési vnitřní hodnoty.

V předcházejícím textu byla uvedena charakteristika např. růstové filozofie, která pracuje z převážné většiny s predikovanými údaji. Pokud tedy investor dospěje svými výpočty (ať už dividendovým diskontním, ziskovým nebo bilančním modelem) – a zdůrazníme s použitím předpokládaných údajů např. na 5 let – k velmi atraktivní vnitřní hodnotě akcie ve srovnání s cenou na trhu, je namístě nepřikládat jí vysoký význam.

Vedle výše zmíněných modelů, které vyčíslují vnitřní hodnotu akcie, existuje poměrně nový přístup, který je nesrovnatelně rychlejší a dokonce s sebou nenese takové riziko. Tento nový způsob analýzy umožnily rozvíjející se informační technologie a internet. V podstatě se jedná o opak analýzy „top-to-down“ (od makro po mikroekonomické veličiny); možné též nazývat „down-to-top“.

Přístup „down-to-top“

Přístup je založen převážně na historických datech, kdy prvním krokem analýzy je vyhledání konkrétních společností pomocí tzv. „screeningu“ (volně přeloženo filtrováním), který pracuje výhradně s historickými údaji finanční analýzy (jak absolutními, tak relativními). Tyto filtry jsou k dispozici na nejrůznějších informačních serverech, které se zabývají finanční problematikou (Reuters, MarketWatch, MSN a další – zmiňuji ty, které jsou zdarma).

Tyto databáze disponují u společností, jejichž tituly jsou obchodovány na burzách v USA a Kanadě, pětiletou historií výkazů, aktuálními hodnotami finanční analýzy (desítky ukazatelů), ohlášením výsledků v historii, zveřejňovanými aktualitami ze strany předmětných subjektů a dalšími informacemi.

Screening umožňuje vybírat mezi více než 8.000 společnostmi kotovaných na trzích Severní Ameriky, a to formou stanovení předem zvolených kritérií. Zvolením kritérií tedy docílíme výběru těch podniků, které disponují námi hledanými vlastnostmi. Výše jsem před termín „vnitřní hodnota“ vložil „jakási“. V případě screeningu se nevyčísluje explicitně „jedno číslo“ představující (dle názoru investora) spravedlivou cenu akcie.

V rámci stanovení výběrových kritérií je samozřejmě pro výběr dobrých titulů nezbytné, aby tyto byly na dostatečně náročné úrovni. Kritéria jsou tedy nejdůležitějším krokem, na základě něhož vybíráme jednotlivé společnosti. Jednotlivých kritérií může být více, mohou se vyskytovat v různých obměnách a kombinacích.

Po selekci konkrétních titulů, která je z praktického pohledu vysvětlena v kapitole 6.1 – Fundamentální analýza, nedochází k jejich okamžitému nákupu. Screening dává pouze výsledky splnění našich kritérií, což ještě nic neříká o tom, že se jedná o vhodnou investici.

Rozhodnutí o nákupu je možné až po důkladné analýze, zaměřené na činnost společnosti, její postavení na trhu, výsledky v minulých letech (příp. čtvrtletích), vyhlídky, vedení apod. Tyto informace jsou zcela podrobně uvedeny ve zprávách, které musí veřejně obchodované společnosti předkládat Security Exchange Commission (Komise pro cenné papíry ve Spojených státech). Nejdůležitější z těchto výkazů jsou tzv. ¹¹FORM 10-K a FORM 10-Q, obsahující roční, resp. čtvrtletní finanční výkazy, popis rizik spojených s podnikáním, údaje o konkurenci, předpokládaných výsledcích atd.

Jedná se o poměrně rozsáhlé dokumenty, sestávající z desítek, v některých případech i stovek, stran. Všechny informace nejsou pro investora zcela využitelné. Po několika analýzách takovýchto výkazů investor sám uzná, co je pro něho důležité a co může ze svých analýz vypustit.

Ještě před samotným nákupem je účelné zjistit, jak se vyvíjejí ceny vstupů, které námi zkoumaná společnost využívá k produkci (např. ropa, zemní plyn, měď, pšenice). Dále též situaci a nedávný vývoj odvětví, ve kterém příslušný podnik působí. Konečnými informacemi, které by neměly být opomenuty, jsou makroekonomické indikátory, které byly charakterizovány výše.

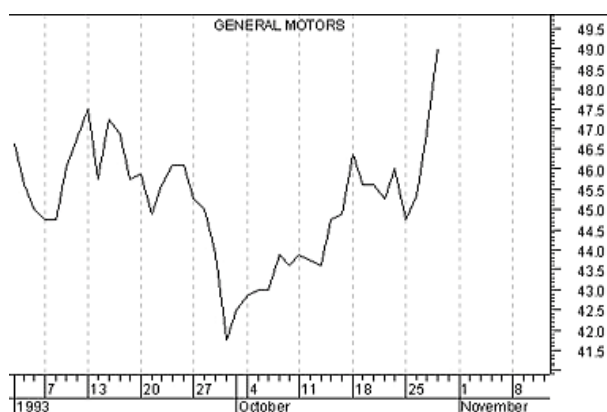
Z uvedeného je zřejmé, že v rámci přístupu „down-to-top“ nedochází k výběru titulů výhradně na základě fundamentálních údajů o podnicích (i když tyto představují základní východisko), ale též s ohledem na situaci v sektoru a národní ekonomice, ve které dané subjekty působí.

¹¹ Pro zahraniční společnosti, kotované na amerických trzích (tzv. ADR – American Depository Receipts), je obdobného složení výkaz 20-F.

4.2.2 Technická analýza

Technická analýza pracuje se dvěma metodami, a to grafickými modely (vývoj kurzu tvoří formace, které jsou pro daný trh nebo období typické) a technickými indikátory (metody určení vhodného okamžiku k otevření nebo uzavření pozice).

Na úvod považuji za nezbytné uvést charakteristiky nejpoužívanějších forem grafů.

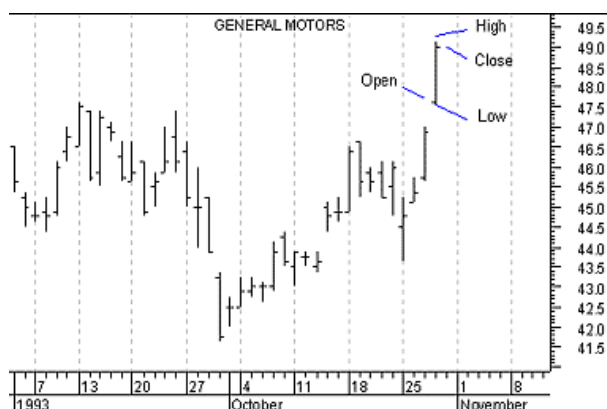


Obrázek 5: Čárový graf

Čárové grafy jsou nejjednodušším typem, ve kterém jsou uzavírací kurzy akcií, dosažené v jednotlivých obchodních dnech, spojovány čarou.

Tohoto typu grafu využívají především ti, kteří považují uzavírací ceny za nejdůležitější kurzy burzovního dne.

zdroj: www.stockcharts.com



Obrázek 6: Sloupkový graf

Druhým typem jsou grafy sloupkové neboli OHLC grafy (též bar graf). Jsou již poněkud složitější – zahrnují v sobě tři (čtyři) druhy akciových kurzů za určité období (nejčastěji jeden den; viz graf). Výše sloupku je určena rozpětím nejvyššího a nejnižšího kurzu za den. K vytvořenému sloupku jsou přidány vodorovné čárky v místě otevíracího a uzavíracího kurzu.

zdroj: www.stockcharts.com

Point and figure graf nerespektuje rozdíl od předchozích faktor času a znázorňuje pouze změny v ceně. Pohyb kurzů je rozkládán do krátkých trendů, přičemž každý z nich je znázorněn pomocí jednoho sloupku. Kurzový vývoj se při vzestupu označuje symbolem „X“ a při poklesu symbolem „O“. Při konstrukci tohoto grafu platí zásada, že každá změna trendu vývoje kurzu vede automaticky k založení nového sloupce.

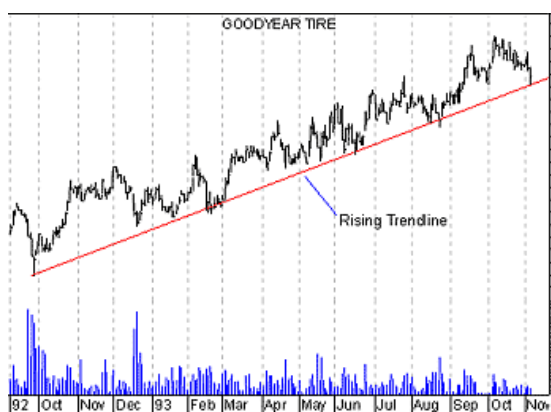
Posledním nejpoužívanějším typem jsou tzv. svícnové grafy (candle sticks). Pochází z Japonska a je tvořen z otevíracích, maximálních, minimálních a zavíracích cen. Jednodenní graf je ohraničen otevírací a uzavírací cenou, které vytváření „tělo“ svíce a maximální a

minimální cena určují délku „knotů“. Pokud je zavírací cena vyšší než cena otevírací, pak je tělo svíce bílé. Pokud je tomu naopak, má černou barvu.

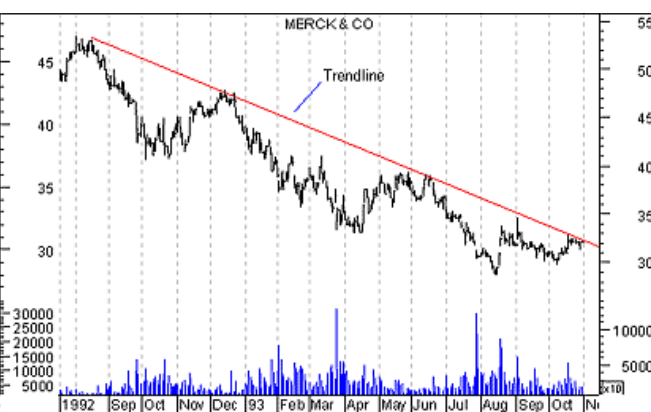
Grafické formace jsou představovány reverzními formacemi, konsolidačními formacemi a mezerami. Mezi reverzní formace zahrnujeme vrchol a dno, dvojitý vrchol a dvojité dno, formaci hlava a ramena nebo obdélník. Konsolidačními formacemi jsou trojúhelníky a vlajky (praporky). Pokud se jedná o mezery, tak literatura¹² uvádí běžné, pádící, prolamující, ostrov zvratu a mezeru vyčerpání.

Nedostatkem formací je obtížná identifikovatelnost cenového rámce. Různí analytici mohou identifikovat v grafu různé cenové rámce a často při tom mohou dojít k různým výsledkům. Důvodem této subjektivity je, že skutečné formace mnohdy nenabývají zcela zřetelných podob. Za další problém tohoto přístupu je považováno rozpoznání formace až na samotném konci jejího utvoření, kdy již zpravidla nezbyvá čas na profitování z kurzového pohybu v jejím rámci.

Za velmi účinný nástroj technické analýzy se považují trendy. Na akciových trzích dochází k permanentnímu střídání v podstatě dvou základních typů trendů – vzestupného (býčí) a sestupného (medvědí). Zmíněné souvisí s trendovými liniemi, která se v případě býčího trendu zakresluje jako spojnice dvou nebo více kurzových minim a v případě medvědího trendu jako spojnice dvou nebo více maxim, vždy však v časové posloupnosti vzniku kurzů (viz následující obrázky).



Obrázek 7: Rostoucí trendová linie



Obrázek 8: Klesající trendová linie
zdroj: www.stockcharts.com

¹² viz REJNUŠ, O.: *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press 2001. ISBN 80-7226-571-7

Stejně významnými jsou hranice podpory (support) a odporu (resistance), které určují, kdy se dá na trhu očekávat změna kurzu. Prolomení linie odporu je nákupním signálem, prolomení linie podpory je signálem k prodeji – viz grafy.



Obrázek 9: Linie podpory (support)



Obrázek 10: Linie odporu (resistance)
zdroj: www.stockcharts.com

Vzhledem k rozsáhlosti problematiky grafických formací, trendů a trendových kanálů, hranic podpory a odporu odkazují na literaturu nebo webové stránky různých serverů¹³ zabývajících se touto tematikou.

Metody založené na technických indikátorech analyzují tržní, objemové nebo cenové charakteristiky buď celkového akciového trhu, nebo jednotlivých akcií [13]. Indikátory technické analýzy jsou obecně rozděleny do tří skupin podle používaných dat.

Nejvýznamnější a nejpoužívanější jsou indikátory cenové, které využívají pouze cenu. Další skupinou jsou objemové indikátory vycházející s informací o zrealizovaných objemech obchodů. Poslední skupinou jsou cenově objemové indikátory využívající informaci o vývoji objemu i ceny.

Mezi základní indikátory lze zařadit:

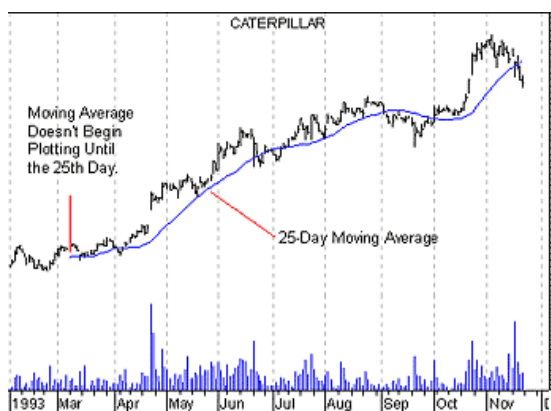
- indikátor šíře trhu,
- nová maxima a nová minima,
- klouzavé průměry,
- pásmovou analýzu,
- anticyklické indikátory,
- index důvěry a
- různé oscilátory.

¹³ www.stockcharts.com, www.marketwatch.com

Indikátory šíře trhu lze rozdělit na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé. Jejich podstatou je analýza kvantitativního pohybu trhu, tedy jako celku. Existuje několik různých verzí těchto ukazatelů, kupř. ABI (Absolute Breadth Index), který při vysokých hodnotách poukazuje na tržní aktivitu, zatímco nízké hodnoty indikují nedostatek změn, nebo Advance/Decline Ratio, vyjadřující poměr počtu rostoucích a klesajících titulů.

Indikátor nových maxim a minim sleduje počet akcií, jejichž kurz dosáhl nového vrcholu, a počet těch, které zaznamenaly nové dno v ceně. Pokud je počet akcií s novými maximy větší než počet akcií s novými minimy, je tato situace podle technických analytiků signálem vzestupného trhu a naopak.

Klouzavé průměry jsou pravděpodobně nejpoužívanějšími indikátory, přičemž je lze použít na jednotlivé tituly i celý trh zároveň. Klouzavé průměry se používají pro identifikaci směru a míry pohybu kurzů. Podle jejich konstrukce jsou v praxi využívány klouzavé průměry jednoduché, vážené, exponenciální, triangulární a variabilní. Nákupní signál („buy“) nastává v momentě, kdy křivka kurzu akcie (ceny) protne klouzavý průměr zdola nahoru. Naopak prodejní („sell“) v případě protnutí křivky průměru křivkou kurzu akcie shora dolů.

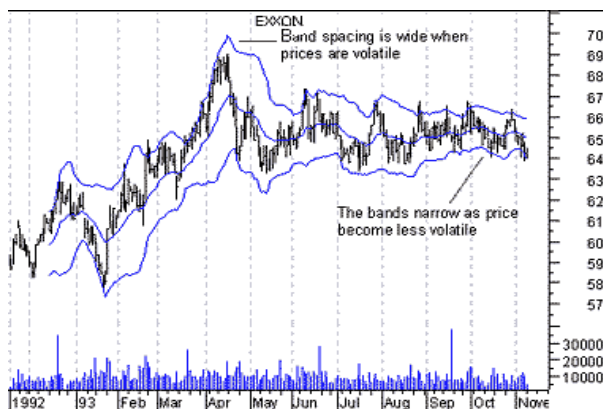


Obrázek 11. 25denní klouzavý průměr



Obrázek 12: Nákupní a prodejní signály
zdroj: www.stockcharts.com

Pásmová analýza patří k nástrojům, které jsou rovněž založeny na klouzavých průměrech. Její princip spočívá v pohybu ceny vzhledem k určitému pásmu (kanálu). Vyskytují se zde vždy tři křivky: kurz akcie, horní hranice pásma a dolní hranice pásma. Do pásmové analýzy spadá opět řada metod, mezi kterými je možno uvést např. procentní pásma, Bollingerova pásma nebo parabolický systém. Jako příklad uvádím na následujícím grafu Bollingerova pásma.



Obrázek 13: Bollingerova pásma

zdroj: www.stockcharts.com

Tvůrce indikátoru k němu poznamenal: prudké cenové změny se vyskytují po zúžení kanálu (důsledek snížení volatility); v případě protnutí křivky kanálu kurzem akcie je potvrzen stávající trend, pohyb vznikající v jedné části kanálu (např. spodní) projde zpravidla ve stejném směru až do druhé (horní), což je využitelné při stanovení cenových cílů.

Anticyklické indikátory tvoří poměrně neobvyklou skupinu indikátorů, které zkoumají široké investorské publikum, přičemž vycházejí z předpokladu, že úspěšný investor by se měl chovat anticyklicky, tedy „jít proti davu“. Mezi základní lze zařadit teorii neúplných jednotek obchodování, analýzu krátkých (prázdných) prodejů a poměr mezi prodejními a kupními opcemi. Pro podrobnější informace odkazují na příslušnou literaturu¹⁴.

Oscilátory jsou skupinou technických indikátorů, které měří změnu kurzu za zvolené časové období. Využívá se jich především k analýze postranního typu trhu, což je přechodový trend mezi dvěma významnými trendy (sestupným a vzestupným). Na trhu s probíhajícím sestupným či vzestupným trendem dávají oscilátory většinou předčasné signály. Oscilátorů existuje značné množství (minimálně desítky), avšak neexistuje jejich zcela jednotná klasifikace. Lze je proto členit různě, např. takto:

- oscilátory s nestandardizovaným pásmem oscilace (např. Momentum),
- oscilátory se standardizovaným pásmem oscilace (např. RSI) a
- oscilátory postavené na klouzavých průměrech (např. MACD).

4.2.3 Psychologická analýza

Psychika obchodníků hraje na trzích významnou úlohu, a to ve dvojitým smyslu: jako součást obchodního aktu a též jako prvek davové psychózy obchodujících skupin lidí [6].

Stav individuální psychiky obchodníka (investora) má nemalý vliv na jeho obchodní taktiku a strategii i na úspěšnost (neúspěšnost) jeho obchodních aktivit. Ovlivňuje i jeho další

¹⁴ viz REJNUŠ, O.: *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press 2001. ISBN 80-7226-571-7

setrvávání v obchodování, jeho stupeň spokojenosti (nespokojenosti) s vlastní prací a se zvolenými pracovními postupy.

Jednání účastníků trhu může být pro nezávislého pozorovatele někdy těžko pochopitelné. Z historie jsou známy již zmíněné „spekulativní bubliny“, které vedly ke zruinování velkých skupin lidí. Vedle „dot.com bubliny“ na přelomu 20. a 21. století jich v historii existovalo několik. Např. z dnešního pohledu nepochopitelná „tulipánová mánie“ v 17. století v Holandsku nebo „tichomořská bublina“, která splaskla v roce 1720 v Anglii.

Mezi nejznámější přístupy k psychologické analýze patří Spekulativní rovnovážná hypotéza, (J. M. Keynes), Kostolanyho burzovní psychologie, Teorie spekulativních bublin a Drasnarova koncepce psychologické analýzy.

Spekulativní rovnovážná hypotéza

Tato teorie, jejíž základy položil J. M. Keynes, je nejstarší teorií psychologické analýzy, která se zabývá chováním kurzů na akciových trzích [13]. Považuje poprvé v historii za hlavní faktor ovlivňující kurzy akcií spekulativní chování investičního publika.

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

- struktura vlastnictví akcií; zde konstatuje neustále se zvyšující počet osob, které vlastní akcie, aniž by měly potřebné znalosti k jejich obchodování,
- nadměrné reakce vývoje ceny na určité události; investiční publikum tedy reaguje na některé informace buď velmi pozitivně nebo přehnaně negativně, i když nejsou nikterak významné,
- ovlivnění investorů kolektivní psychologií velkého počtu neinformovaných jednotlivců; čím vyšší je podíl nekvalifikovaných obchodníků na investičním publiku, tím vyšší je i jejich vliv na kurzy akcií,
- zaměření se investora na budoucí chování investičního publika; pokud budou mít neinformovaní obchodníci na kurzy akcií větší vliv než profesionální investoři, je zřejmé, že pro dosažení zisku na akciových trzích v krátkém období bude nezbytné pokusit se odhadnout budoucí chování investičního publika.

Keynes dále definoval pojmy spekulace a podnikavost. Spekulací je podle jeho názoru investiční rozhodování, které je založeno na prognózování kolektivní psychologie.

Podnikavostí míní činnost vyplývající z předvídání budoucího výnosu akciového instrumentu po celou dobu jeho životnosti, a to na základě fundamentálních analýz.

Kostolanyho burzovní psychologie

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

Pro tuto teorii burzovní psychologie je stěžejní rozdělení investičního publika na dvě skupiny – hráče a spekulanty.

Pro hráče je charakteristické, že chtějí velmi rychle dosáhnout kurzových zisků, a proto nejednají na základě znalostí fundamentálních údajů, ale pouze reagují na nové informace a události. Chovají se emocionálně a jdou vždy s proudem (neboli kupují, když ostatní kupují, prodávají, když ostatní prodávají). Právě tato část obchodníků představuje 90 % účastníků burzovních obchodů – jednájí krátkodobě, orientují se na malé zisky.

Naproti tomu spekulanti realizují dlouhodobější transakce a počítají s rozsáhlejšími kurzovými pohyby. Na rozdíl od hráčů mají vlastní myšlenky, představy a prognózy. Spekulanti rozhodují o nákupu na základě konkrétních argumentů, které sice nemusí být vždy správné, ale vycházejí z řady fundamentálních údajů. Zkušenosti Kostolanyho ukazují, že spekulanti (v tomto smyslu pojetí) jsou na burzách jednoznačně úspěšnější než hráči.

Vedle rozdělení účastníků trhu na dvě výše charakterizované skupiny Kostolany vyvinul koloběh akciových trhů. S ohledem na rozsah odkazují na příslušnou literaturu¹⁵.

Teorie spekulativních bublin

Spekulativními bublinami se rozumí vývoj na trhu, kdy kurzy cenných papírů po určitou dobu neustále rostou, aniž by bylo možné pro jejich růst nalézt rozumné fundamentální vysvětlení. Tento růst se však po určité době náhle a neočekávaně zastaví a kurzy zamíří velice prudce dolů. Výskyt spekulativních bublin je vysvětlován masovou psychologií. Teoreticky je jejich vznik spojen s nadměrnou reakcí na nějakou událost nebo řadu událostí, které mohou,

¹⁵ viz Kostolany, A.: Kostolanyho burzovní seminář pro kapitálové investory a spekulanty, 2. vydání. Praha: Mirage Distribution, s. r. o. 2004. ISBN 80-238-5969-2

prostřednictvím informací o nich podaných, ovlivnit chování investorů a změnou jejich nabídky a poptávky nastanou též podstatné změny kurzů, a to v obou směrech.

Vznik spekulativní bubliny, po níž následoval Velký krach v říjnu roku 1929, vysvětlují Samuelson a Nordhaus následovně: „Nejpozoruhodnější věcí na této spekulativní mánii je, že se lidem vyplňuje to, co si sami slibují. Jestliže lidé nakupují protože si myslí, že ceny akcií porostou, pak tím, že nakupují, vyhánějí ceny akcií nahoru. To je vede k tomu, aby nakupovali dále, a tento závratný tanec se dostává do dalšího kola. Ale na rozdíl od lidí, kteří hrají karty či kostky, nikdo neztrácí to, co vítězové získávají. Odměňován je každý. Všechny odměny jsou samozřejmě pouze na papíře a zmizely by, kdyby se je každý pokusil zpeněžit. Ale proč by si někdo přál prodat takové lukrativní cenné papíry?“.

Drasnarova koncepce psychologické analýzy

Drasnar vysvětluje zhodnocování a znehodnocování kurzů akcií jako důsledek působení dvou protichůdných vlastností, kterými údajně disponuje každý člověk. Jde o chamtivost, která představuje touhu vlastnit v době růstového trhu pokud možno co nejvíce kusů daného titulu, a strach (paniku) ze ztráty nabytého bohatství z období růstu, což způsobí náhlý převis nabídky nad poptávkou a propad ceny.

4.3 Modely teorie portfolia

Modely teorie portfolia představují různé přístupy ke kalkulaci rizika a výnosnosti portfolia. V následujícím textu jsou charakterizovány modely, jejichž výskyt je v literatuře nejčastější.

4.3.1 Selektivní Markowitzův model

Základní myšlenkou teorie portfolia je taková alokace aktiv, při které je dosažen přiměřený výnos ve vztahu k riziku. Teorii portfolia vytvořil v 50. letech 20. století Harry Markovitz. Markovitz poprvé formálně stanovil koncepci diverzifikace portfolia [14]. Ukázal, proč a jak diverzifikace portfolia redukuje rizika investorů. Selektivní model je založen a následujících předpokladech:

- investoři jsou rizikově averzní,
- všichni investoři investují na stejně dlouhé období,
- investiční rozhodování je realizováno na základě očekávaných užitků,

- investoři rozhodují na základě očekávaného výnosu a rizika, které stanovují prostřednictvím směrodatných odchylek,
- existují perfektní (dokonalé) kapitálové trhy.

Markowitz pohlíží na novou investici ve světle toho, jak přispívá ke změně výnosu a rizikovitosti celkového portfolia. Celková rizikovitost portfolia závisí na míře korelace pohybu výnosů jednotlivých aktiv v něm obsažených, přičemž rozlišuje:

- aktiva s perfektně pozitivně korelovanými výnosy, jejichž vývoj je zcela identický (při investování do těchto aktiv investor nesnižuje riziko);
- aktiva s perfektně negativně korelovanými výnosy jsou charakteristická inverzním pohybem kurzů, přičemž právě z těchto titulů by se dle Markowitze portfolio mělo skládat;
- aktiva s nekorelovanými výnosy, jejichž výnosy nejsou v žádném vztahu (korelační koeficient výnosů těchto aktiv se blíží nule).

Obdobně jako u jednotlivých instrumentů, tak i u celkového portfolia se investor rozhoduje na základě očekávaných výnosů a rizika. Očekávaný výnos portfolia se vypočítá jako vážený průměr očekávaných individuálních výnosů jednotlivých instrumentů, které jsou obsaženy v portfoliu, přičemž vahami jsou podíly investic na celkovém portfoliu. Matematicky vyjádřeno takto:

$$E(r_p) = X_1 \times E(r_1) + X_2 \times E(r_2) + \dots + X_n \times E(r_n),$$

kde:

$E(r_p)$ očekávaný výnos portfolia,
 X_1podíl 1. investice na celkovém portfoliu,
 $E(r_1)$ očekávaný výnos 1. investice,
 X_2podíl 2. investice na celkovém portfoliu,
 $E(r_2)$ očekávaný výnos 2. investice,
 X_npodíl n-té investice v celkovém portfoliu,
 $E(r_n)$ očekávaný výnos n-té investice.

Riziko portfolia není určováno pouze váženým průměrem rizik v portfoliu obsažených instrumentů; je navíc ovlivňováno vzájemným vztahem jejich výnosů. Pokud předpokládáme, že portfolio obsahuje pouze (např.) dva tituly, pak jeho riziko vyčíslené směrodatnou odchylkou vyjadřujeme následovně:

$$\sigma_p = \sqrt{X_1^2 \sigma_1^2 + X_2^2 \sigma_2^2 + 2 X_1 X_2 r_{12} \sigma_1 \sigma_2}$$

kde:

σ_p směrodatná odchylka (riziko) portfolia,

X_1podíl 1. investice na celkovém portfoliu,
 σ_1^2rozptyl prognózovaných výnosů 1. investice,
 X_2podíl 2. investice na celkovém portfoliu,
 σ_2^2rozptyl prognózovaných výnosů 2. investice,
 r_{12}korelační koeficient 1. a 2. investice,
 σ_1směrodatná odchylka 1. investice,
 σ_2směrodatná odchylka 2. investice.

Korelační koeficient, obsažený v uvedené formuli, měří vzájemný vztah mezi dvěma investicemi. Nabývá hodnot od -1 do +1 a je definován následovně:

$$r_{12} = \frac{COV_{12}}{\sigma_1 \sigma_2},$$

kde:

r_{12}korelační koeficient 1. a 2. investice,
 COV_{12}kovariance,
 σ_1směrodatná odchylka 1. investice,
 σ_2směrodatná odchylka 2. investice.

V matematickém vztahu korelačního koeficientu byla použita kovariance, která vyjadřuje absolutní měřítko směru vzájemného pohybu investic. Následující vzorec představuje matematický zápis kovariance mezi 1. a 2. investicí:

$$COV_{12} = \sum [r_{i1} - E(r_1)] [r_{i2} - E(r_2)] \times P_i,$$

kde:

COV_{12}kovariance,
 r_{i1}prognózované jednotlivé výnosové míry z 1. investice,
 $E(r_1)$průměrná očekávaná výnosová míra z 1. investice,
 r_{i2}prognózované jednotlivé výnosové míry z 2. investice,
 $E(r_2)$průměrná očekávaná výnosová míra z 2. investice,
 P_ipravděpodobnost výskytu jednotlivých prognózovaných výnosových měř.

Kovariance může nabývat:

- pozitivní hodnoty, což znamená, že se výnos z obou investic pohybuje stejným směrem,
- negativní hodnoty, která vyjadřuje inverzní vztah mezi výnosy z těchto investic, nebo
- nulové hodnoty, což značí, že se výnosy z obou investic pohybují nezávisle.

Poslední oblastí Markowitzova modelu je určení efektivní hranice a následný výběr optimálního portfolia (nalezením bodu dotyku indifferenční křivky a efektivní hranice; též zvané tangenciální portfolio).

Závěrem tedy k selektivnímu modelu Markowitze: je-li portfolio vhodně sestaveno, může být jeho riziko nižší, než je vážený průměr rizik jednotlivých instrumentů, které jsou v něm obsaženy. Jeho praktická využitelnost je však spojena s jedním velkým problémem, a tím je výpočet korelačních koeficientů. Na současných finančních trzích, kde se obchodují tisíce instrumentů, je praktická využitelnost tohoto modelu i s použitím moderní výpočetní techniky velmi omezená (muselo by být vyčísleno $N(N - 1)/2$ korelačních koeficientů, což znamená několik milionů; N je počet investic). V praxi se proto používá zjednodušené verze původního modelu Markowitze, která se nazývá jednoduchý indexní model.

4.3.2 Jednoduchý indexní model

Výsledky empirického zkoumání ukazují, že pokud je celkový trh rostoucí (měřeno tržním indexem), většina cen akcií má tendenci se zvyšovat [4]. Naopak, pokud trh míří dolů, klesá též většina akcií. Jednoduchý indexní model tedy prosazuje korelaci (míru těsnosti lineární závislosti) akcií na pohybech celkového trhu, přičemž tato je vyčíslitelná z údajů cenového vývoje titulu a bodového vývoje indexu. Výnos z pohybu kurzu akcie tedy může být zapsán:

$$R_i = a_i + \beta_i R_m,$$

kde:

- R_i výnos i -té akcie,
- a_i komponenta i -té investice, která je nezávislá na výkonu celého trhu (náhodná veličina)
- β_i konstanta měřící očekávanou změnu R_i v závislosti na změně R_m
- R_m míra výnosu tržního indexu (náhodná proměnná)

Z rovnice je patrné, že výnos akcie je dán dvěma složkami – jednou, která není závislá na pohybu trhu, a druhou, u které lze závislost vypočítat.

Dále je vhodné poznamenat, že očekávanou komponentu a_i lze dále rozdělit na část představující očekávanou hodnotu (α_i) a náhodnou složku (e_i). Náhodná složka e_i má očekávanou hodnotu nula. Rovnice výnosu akcie tedy může být po tomto rozložení napsána:

$$R_i = a_i + \beta_i R_m + e_i,$$

kde:

- R_i výnos i -té akcie,
- a_i komponenta i -té investice, která je nezávislá na výkonu celého trhu (náhodná veličina)
- β_i konstanta měřící očekávanou změnu R_i v závislosti na změně R_m
- R_m míra výnosu tržního indexu (náhodná proměnná)
- e_i náhodná složka

Opět uvádím, že jsou komponenty R_m a e_i náhodné veličiny, které mají určité rozdělení pravděpodobností, střední hodnotu a směrodatnou odchylku. Kovariance mezi R_m a e_i je dle předpokladu modelu nulová. Jestliže je tedy $\text{cov}(R_m, e_i)$ nulová, indikuje to, jak dobře výše uvedená rovnice popisuje závislost výnosu kteréhokoliv cenné papíru na výnosu trhu. Ještě poznamenám, že odhady α_i , β_i a σ_{ei}^2 (disperze náhodné složky e_i) jsou nejčastěji získávány sériovou (časově) regresní analýzou.

Klíčovým předpokladem jednoduchého indexního modelu je nezávislost e_i a e_j , a to pro všechna „i“ a „j“, což implikuje, že jediným důvodem společného pohybu i-tého a j-tého cenného papíru je jejich shodná citlivost na pohyb celkového trhu.

Dále jsou odvozovány očekávané výnosy, směrodatné odchylky a kovariance, jestliže se použije jednoduchý indexní model k demonstraci společného pohybu cenných papírů. Výsledkem jsou následně tyto tři veličiny:

- průměrný výnos; $\bar{R}_i = \alpha_i + \beta_i \bar{R}_m$,
- rozptyl výnosů jednotlivých titulů; $\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2$,
- kovariance výnosů i-tého a j-tého cenného papíru; $\sigma_{ij} = \beta_i \beta_j \sigma_m^2$.

Nyní přistoupím ke kalkulaci očekávaného výnosu a rozptylu jakéhokoliv portfolia za použití jednoduchého indexního modelu. Očekávaný výnos portfolia (jakéhokoliv) je dán vztahem:

$$\bar{R}_p = \sum_{i=1}^N X_i \bar{R}_i,$$

kde:

R_p průměrný očekávaný výnos portfolia,

X_i váha i-tého instrumentu v portfoliu, závislá na výkonu celého trhu (náhodná veličina)

R_i průměrný výnos i-tého instrumentu.

Disperze portfolia akcií je pak dána:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij},$$

kde:

σ_p^2 disperze portfolia (zbývající značení shodné s předešlým textem).

Existuje mnoho způsobů, jak odhadnout parametry jednoduchého indexního modelu. Očekávaný výnos a riziko mohou být odhadnuty pro jakékoliv portfolio, jestliže disponujeme odhady α_i , β_i a σ_{ei}^2 pro každou akcii a dále odhadovaným průměrným výnosem (průměrný R_m) a disperzí (σ_m^2) trhu.

Celkem se tedy jedná o $3N + 2$ odhadů. Pro instituci, která má v portfoliu mezi 150 až 250 tituly vyžaduje jednoduchý indexní model mezi 452 a 752 odhady. Ve srovnání s Markowitzovým modelem tedy došlo ke zjednodušení. I přes tuto skutečnost je jednoduchý indexní model velmi pracný a v praxi použitelný se značným omezením.

4.3.3 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM¹⁶)

V souvislosti s tímto modelem je nezbytné uvést charakteristiky dvou termínů. Jedná se o přímku kapitálového trhu a přímku trhu cenných papírů.

Přímka kapitálového trhu (CML¹⁷) je lineární efektivní množinou modelu CAPM [17]. Všechna portfolio, která by používala jiné než tržní portfolio a bezrizikové vypůjčení a zapůjčení, by ležela pod CML (některá velmi těsně). Protože bod určující přímku na vodorovné ose je r_f (bezrizikový výnos), má přímku charakterizující CML následující rovnici:

$$\bar{r}_p = r_f + \sigma_p \left(\frac{\bar{r}_m - r_f}{\sigma_m} \right),$$

kde:

- r_p průměrný očekávaný výnos efektivního portfolia,
- r_fvýnos bezrizikového cenného papíru (např. dlouhodobé státní dluhopisy),
- σ_psměrodatná odchylka efektivního portfolia,
- r_m průměrný výnos tržního portfolia (indexu),
- σ_msměrodatná odchylka tržního portfolia.

CML je tedy vyjádřením lineárního vztahu mezi rozptylem (rizikem) na vodorovné ose a výnosem na ose svislé. Jinými slovy, reprezentuje rovnovážný vztah mezi očekávanou výnosností a směrodatnou odchylkou.

Přímka trhu cenných papírů (SML¹⁸) vyjadřuje vztah mezi kovariancí (i-tého cenného papíru a tržního indexu) a očekávanou výnosností i-tého cenného papíru. Matematicky lze tento vztah zapsat:

¹⁶ Capital Assets Pricing Model

¹⁷ Capital Market Line

¹⁸ Security Market Line

$$\bar{r}_i = r_f + (r_m - r_f) \beta_i,$$

kde:

- r_i průměrný očekávaný výnos i-tého cenného papíru,
- r_f výnos bezrizikového cenného papíru (např. dlouhodobé státní dluhopisy),
- r_m průměrný očekávaný výnos trhu (indexu),
- β_i koeficient vyjadřující kovarianční riziko i-tého cenného papíru.

Člen β_i je definován:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2},$$

kde:

- σ_m^2 rozptyl (riziko) tržního portfolia,
- σ_{im} kovariance i-tého cenného papíru a tržního portfolia.

Protože β je podle CAPM důležitou mírou rizika cenného papíru, je dále zkoumán vztah mezi tímto faktorem a celkovým rizikem cenného papíru. Závěrem analýzy je zjištění, že celkové riziko i-tého cenného papíru (měřené jeho směrodatnou odchylkou σ_i) lze rozložit na dvě komponenty, a to na riziko tržní (systematické) a jedinečné (nesystematické). Matematicky je vztah rozptylu (celkového rizika) i-tého cenného papíru (σ_i^2) vyjádřen následovně:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_i}^2,$$

kde první část pravé strany rovnice vyjadřuje riziko systematické a druhá část riziko jedinečné i-tého cenného papíru.

Dále je součástí CAPM předpovídání výnosnosti cenných papírů. Používají se přístupy rovnovážných očekávaných výnosností a procesů generujících výnosnost.

Celkové riziko portfolia je váženým průměrem beta koeficientů jednotlivých cenných papírů, přičemž vahami je jejich podíl na celkovém portfoliu. Celkové riziko portfolia měřené směrodatnou odchylkou jeho výnosnosti se zapíše:

$$\sigma_p = \left(\beta_p^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_p}^2 \right)^{\frac{1}{2}},$$

kde,

$$\beta_p^2 = \left(\sum_{i=1}^N X_i \beta_i \right)^2$$

představuje složku systematického rizika portfolia a

$$\sigma_{\varepsilon P}^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_{\varepsilon i}^2$$

představuje jedinečnou složku rizika portfolia.

Shodně jako v předcházejících modelech je stěžejním cílem CAPM snaha o diverzifikaci portfolia za účelem snížení jeho celkové rizikovosti (odpovídající profilu investora). Redukce rizika (vhodným složením) portfolia je však možná pouze v případě rizika jedinečného, zatímco systematické riziko bude mít přibližně stejnou výši.

Problémem CAPM je nemožnost empirického testování tohoto modelu. Dle této teorie by totiž tržní portfolio mělo obsahovat všechna riziková aktiva¹⁹ (akcie, obligace, půdu, zlaté mince, lidský kapitál), a proto je samotné testování na základě reálných údajů velmi obtížné, ne-li nemožné. Přesto je uvedený model v akademických kruzích velmi oblíben. Bezesporu přináší důležité a zajímavé poznatky, nicméně při praktickém užití se doporučuje značná opatrnost.

4.3.4 Model arbitrážní cenové teorie (APT²⁰)

Odlišností modelu arbitrážní cenové teorie od CAPM je, že nepředpokládá averzi k riziku a zejména nepředpokládá, že by investoři prováděli svá rozhodnutí v rámci pravidla „střední hodnota – rozptyl“ [9]. Místo toho předpokládá, že jsou míry výnosu cenných papírů R_i definovány vztahem:

$$R_i = E(R_i) + \beta_i [I - E(I)] + e_i,$$

kde:

- R_i očekávaná míra výnosu i-tého cenného papíru, se střední hodnotou $E(R_i)$,
- I hodnota faktoru určujícího výnosy i-tého cenného papíru, se střední hodnotou $E(I)$,
- β_i koeficient, který měří vliv změny faktoru I na míru výnosu i-tého cenného papíru (R_i),
- e_i náhodná odchylka (složka).

Za faktory I , které jsou v rovnici uvedeny, jsou považovány např. růst hrubého domácího produktu, akciového indexu apod. Lze však uvažovat v podstatě kterýkoliv faktor, o kterém se domníváme, že bude vhodný pro určení míry výnosu i-tého cenného papíru.

Základní myšlenkou modelu APT je to, že investoři mohou vytvořit portfolio s nulovým koeficientem beta, s nulovou čistou investicí (odtud název „arbitrážní“ cenová teorie).

¹⁹ viz MAYERS, D.: *Non-marketable Assets and the Capital Market Equilibrium under Uncertainty, Studies in Theory of Capital Markets*. New York: Praeger 1972.

²⁰ Arbitrage Pricing Theory

Znamená to, vytvořit portfolio s takovými proporcemi p_i (podíl i -tého instrumentu v celkovém portfolio), že:

$$\sum_{i=1}^N p_i \beta_i = 0,$$

tedy za podmínky

$$\sum_{i=1}^N p_i = 0,$$

což si vyžaduje nezbytnost využití možnosti krátkých prodejů. Používá se zejména koncepce krátkodobých prázdných prodejů a dlouhodobých dlouhých pozic.

Výše uvedený vztah očekávané míry výnosu obsahuje průměrný výnos $E(R_i)$, který lze přepsat jako lineární kombinaci 1 a koeficientu citlivosti β_i takto:

$$E(R_i) = a_0 + a_1 \beta_i,$$

kde:

a_0, a_1parametry přímky.

Budu-li nadále předpokládat portfolio s nulovým koeficientem beta, je jeho průměrná míra výnosu portfolio rovna parametru a_0 . V případě koeficientu beta rovného 1 dostaneme následující vztah pro průměrný výnos portfolio $E(R_p)$:

$$E(R_p) = E(R_z) + a_1,$$

kde:

$E(R_p)$ očekávaná míra výnosu portfolio

$E(R_z)$očekávaná míra výnosu portfolio s nulovým beta koeficientem.

Substitucí a_0 a a_1 v rovnici $E(R_i) = a_0 + a_1 \beta_i$ dostaneme:

$$E(R_i) = E(R_z) + [E(R_p) - E(R_z)] \beta_i,$$

kde:

$E(R_p)$ očekávaná (průměrná) míra výnosu portfolio s koeficientem beta rovným 1,

$E(R_z)$průměrná míra výnosu portfolio s nulovým koeficientem beta.

V procesu určování výnosu se však musí průměrná míra výnosu portfolio s koeficientem $\beta_i = 0$ rovnat průměrnému indexu $E(I)$, vyjádřenému ve vhodných standardizovaných jednotkách. Substitucí $E(I)$ za $E(R_p)$ získáme vztah riziko-výnos, který předpokládá APT:

$$E(R_i) = E(R_z) + [E(I) - E(R_z)] \beta_i.$$

Základním předpokladem modelu APT je, že investoři drží ve svých portfoliích velmi velký počet aktiv. Dále se jedná podmínku, že průměrná odchylka portfolia je rovna nule. Třetím předpokladem je možnost realizovat (již zmíněné) krátké prodeje, přičemž všechny výnosy z nich připadají investorovi.

Narozdíl od CAPM je model arbitrážního oceňování aktiv testovatelný. Důvodem je, že můžeme za I dosadit jakýkoliv ukazatel, nikoliv nezbytně tržní portfolio. Hlavní výhodou modelu APT je tedy nevázanost (výhradní) na tržní portfolio. Do procesu určování výnosů lze zahrnout libovolný počet faktorů. V případě dvou faktorů by tedy model v matematickém vyjádření představoval rovinu.

4.4 Správa a revize portfolia

Doposud jsem s v rámci této kapitoly zabýval přístupem k výběru konkrétních cenných papírů a následnými úvahami o sestavení portfolia. Správa a revize takto vytvořeného portfolia v podstatě znamená posouzení, zda se vyvíjí dle našich představ ohledně vývoje jeho růstu. Nepřímo se tedy naskytá otázka, kdy prodávat jednotlivé komponenty (instrumenty) portfolia.

Zaměřím-li se pouze na akcie a ponechám-li nyní stranou např. snahu získat hotovost pro spotřebu, existují tři základní důvody, proč by měl investor prodat akcii, kterou původně vybral podle různých zásad.

Zprv je to chyba na straně investora, která se samozřejmě může stát, a to i za předpokladu užití metodického postupu kteréhokoliv přístupu (filozofie) k investování. Zkrátka časem se ukáže, že předpokládaná fundamentální kvalita společnosti je mnohem nižší, než se původně jevila. V takovém případě je nezbytné, aby investor bez sebemenšího zaváhání danou akcii prodal, a to i za cenu určité ztráty.

Druhým důvodem k prodeji akcie je stav, kdy se její cena dostane na určitý strop, který je vzhledem k ocenění titulu na trhu nepřekonatelný (z technického pohledu toto signalizuje rezistence).

Třetím hlavním důvodem prodeje akcie je situace, kdy se podaří nalézt lepší investici ve srovnání s jinou (vybranou) z celkového portfolia. V případě dlouhodobých (pozičních) obchodníků by však k tomuto mělo docházet velmi zřídka, protože kvalitní obchodník by měl

vybírat jen ty akcie, kterými si je maximálně jist (nenadálé a významné události však mohou zapříčinit např. stagnaci ceny titulu nebo dokonce pokles).

Tuto podkapitulu jsem pojal obecněji z důvodu, že v případě např. modelu CAPM je úkolem portfolio manažera identifikovat množinu jednotlivých revizí, které budou po odečtení transakčních nákladů v souhrnu maximalizovat zlepšení charakteristik riziko-výnosnost aktuálního portfolia. Pro identifikaci množiny jednotlivých revizí jsou však zapotřebí opět komplikované postupy (např. kvadratické programování), aby bylo možné porovnat odpovídající náklady na revizi portfolia a prospěchu z její realizace²¹.

²¹ viz ALEXANDER, G. J., FRANCIS, J. C.: *Portfolio Analysis*. Prentice Hall 1986, str. 221 – 228

5 ELEKTRONICKÉ OBCHODOVÁNÍ NA TRZÍCH USA V PRAXI (E-BROKER)

Pátá kapitola pojednává o zřízení a charakteristikách (možnostech) klientského elektronického účtu, který je pro obchodování na trzích USA nezbytný. Jedná se o aplikaci e-Broker, poskytovaného společností FIO, burzovní společnost, a. s.

5.1 Zřízení klientského účtu e-Broker

Založení účtu je velmi jednoduchou záležitostí, kdy postačí navštívit obchodníka s cennými papíry FIO, burzovní společnost, a. s., sepsat komisionářskou smlouvu (včetně dodatku, kde se dohodne autorizační kód, který je nezbytný pro změnu hesla pro telefonickou komunikaci) a případně další smlouvy, které se mohou týkat úvěru v různých měnách (pro účely fixace kurzu, pokud investor obchoduje v zahraničí) nebo problematiky maržových a krátkých obchodů.

Poplatek za založení klientského účtu činí Kč 150,--, přičemž tento není spojen s umožněním elektronického obchodování, ale se založením účtu ve Středisku cenných papírů (SCP). Jinými slovy, pokud má investor v SCP veden účet (např. z kuponové privatizace) je založení e-Brokera zcela zdarma.

5.2 Možnosti aplikace e-Broker

Celá aplikace je ve vícejazyčné verzi (čeština, angličtina, polština), disponující on-line kurzy českých, amerických i německých cenných papírů. Jejím prostřednictvím lze vstupovat v reálném čase na české, americké a německé kapitálové trhy.

E-Broker nabízí:

- zdarma aktuální kurzy z trhu NASDAQ, NYSE, AMEX, XETRA²², BCPP²³, RM-SYSTÉM²⁴,
- možnost podávat pokyny na všechny uvedené trhy v reálném čase,
- sledování historického vývoje portfolia a jeho zhodnocení,
- sledování historického vývoje kurzů a srovnání vývoje různých cenných papírů,

²² systém burzy v SRN (Frankfurt nad Mohanem)

²³ Burza cenných papírů Praha

²⁴ mimoburzovní trh České republiky

- přehledné podrobné informace o všech podaných pokynech a vypořádaných obchodech a o stavu finančních prostředků,
- výpočet rizika – poskytuje údaje o riskované hodnotě u jednotlivých cenných papírů, která je počítána z historických dat na základě volatility, ale i u celého portfolia, kde jsou počítány korelace mezi jednotlivými cennými papíry,
- zpravodajství, analýzy, doporučení, aktuální zprávy z trhu,
- prostředek k efektivnímu řízení toku finančních prostředků včetně převodu finančních prostředků mezi různými měnami a účty a
- využívání krátkých prodejů a maržových obchodů.

Za největší přednost e-Brokera je považováno umožnění přístupů na všechny trhy z jedné aplikace, aniž by se klient musel obracet na různé brokery a starat se o převod finanční prostředků mezi bankami, které trvají i několik dnů. Prostřednictvím e-Brokera tedy lze například prodávat cenné papíry na RM-Systému a ihned po prodeji zrealizovat nákup na trzích ve Spojených státech.

Popis celé aplikace e-Broker nelze s ohledem na značnou detailnost uvést, nicméně obecně se dá říci, že obsahuje okna na podávání pokynů, poskytuje přehledy o všech zrealizovaných i zrušených (nebo neuskutečněných) pokynech, veškeré obchody za zvolené období (včetně poplatků), stav portfolia k určitému datu a jeho vývoj za stanovené období. Dále aplikace poskytuje informace o jednotlivých titulech (fundamentální analýza, technická analýza), v některých případech i finanční výkazy konkrétních společností nebo taktéž jakousi zjednodušenou formu screeningu (v sekci Vyhledávání).

Rád bych však charakterizoval možnost fixace kurzu prostřednictvím úvěru na cizí měnu a využívání maržových a krátkých obchodů, které jsou klientovi dostupné za předpokladu uzavření smluv k těmto konkrétním produktům.

1. Úvěr na cizí měnu

Cílem produktu je uspokojit dva požadavky, a to poskytnout účinný a cenově dostupný nástroj k zajištění proti riziku ztráty vlivem změn kurzů na devizových trzích a umožnit vypořádání obchodu v jiné měně, než má klient aktuálně k dispozici na obchodním účtu (např. klient vlastní české koruny, avšak chce obchodovat na trzích USA, tedy v amerických dolarech).

Zajištění proti kurzovým ztrátám je dosaženo tak, že dojde k půjčení jedné měny (USD) oproti poskytnuté záruce v měně druhé (Kč). Půjčka se přistavuje dle devizového kurzu nákup/prodej, dle směru operace. Po přistavení půjčky se investor rozhodne, zda využije kurzového zajištění a půjčku si ponechá, nebo chce spekulovat na růst devizových kurzů a půjčku splatí z poskytnuté záruky. Své rozhodnutí může přizpůsobit aktuálnímu vývoji devizových kurzů a splatit úvěr ze záruky také kdykoliv během jeho čerpání.

Za předpokladu čerpání a splacení v rámci jednoho dne se neúčtuje žádný úrok a splacení se provádí dle stejného kurzu nákup/prodej, tudíž dojde k plnému uhrazení přistavené půjčky.

V případě, že investor využije (po nějakém čase) zajišťovacího efektu půjčky, vrátí cizí měnu přesně v tom kurzu, za jaký si ji původně půjčil. V průběhu půjčky je účtován úrok z půjčené měny, přičemž u USD tato činí 2 % p. a. z půjčené částky a u EUR se jedná o 3 % p. a. z půjčené částky.

Praktické využití a výsledný efekt obou modelů (splacení vs zajištění) demonstruje následující příklad. Předpokládejme počáteční kapitál Kč 100.000,--, za který hodláme uskutečnit nákup v USA. Dále si stanovme, že spread mezi nákupem a prodejem USD činí Kč 1,--, tedy nákup za Kč 28,--/1 USD a prodej za Kč 29,--/1 USD (kurzy nákup/prodej jsou stanovovány denně poskytovatelem úvěru, společností BaFio, a. s.). Délka investice bude 3 měsíce, zisk z nákupu a prodeje akcií bude nulový a po uzavření pozice chceme mít k dispozici opět české koruny.

Čerpání se současným splacením (prostá směna)

Počáteční stav obchodního účtu v korunách je Kč 100.000,--. Pokynem k „Čerpání měnového úvěru“ je převedeno do záruky Kč 100.000,-- a poskytnuta půjčka USD 3.448,28 (Kč 100.000,--/Kč 29,--). Následně je realizován nákup cenných papírů za USD 3.448,28. Stav na účtech klienta je tedy následující.

Tabulka 1: Přehled podúčtů (A)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	0,00	0,00
Úvěrový účet	100 000,00	-3 448,28

zdroj: www.fio.cz

Pokynem ke „Splacení úvěru ze záruky“ dojde ke splacení dle stejného kurzu, jakým byl úvěr přistaven, tudíž dojde k plnému pokrytí, stav na účtech klienta je (po nákupu cenných papírů v hodnotě USD 3.448,28) v následující výšich.

Tabulka 2: Přehled podúčtů (B)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	0,00	0,00
Úvěrový účet	0,00	0,00

zdroj: www.fio.cz

Předpokládejme, že po třech měsících byly cenné papíry prodány s nulovým ziskem, tedy za cenu USD 3.448,28. Existují tři možnosti, jak se mohl kurz koruna/dolar vyvíjet.

a) nedošlo ke změně devizového kurzu

Stav účtů po prodeji cenných papírů vykazuje následující zůstatky.

Tabulka 3: Přehled podúčtů (C)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	0,00	3 448,28
Úvěrový účet	0,00	0,00

zdroj: www.fio.cz

Klient však chce mít k dispozici na obchodním účtu koruny, tudíž pokynem k „Čerpání měnového úvěru“ převede do záruky USD 3.448,28, přičemž mu je poskytnuta půjčka v Kč, avšak za kurz Kč 28,--/USD 1,--, tedy Kč 96.551,84 ($3.448,28 \times 28,--$). Pokynem ke „Splacení úvěru ze záruky“ dojde ke splacení dle stejného kurzu, jakým byl úvěr přistaven, tudíž dojde k plnému pokrytí. Stav na účtech klienta je tedy následující.

Tabulka 4: Přehled podúčtů (D)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	96.551,84	0,00
Úvěrový účet	0,00	0,00

zdroj: www.fio.cz

Závěr k této první variantě je, že i přes nulovou ztrátu z pozice (pohybu akciového kurzu) dosáhl investor ztrátu cca 3,5 %, která je způsobena rozpětím mezi devizovým kurzem nákup/prodej.

b) došlo k oslabení dolaru

Dolar např. oslabil ke Kč 26,--/USD 1,-- (nákup), ke Kč 27,--/ USD 1,-- (prodej). Stav účtů po prodeji cenných papírů je tedy následující.

Tabulka 5: Přehled podúčtů (E)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	0,00	3 448,28
Úvěrový účet	0,00	0,00

zdroj: www.fio.cz

Klient však chce mít opět na obchodním účtu koruny, tudíž pokyny k „Čerpání měnového úvěru“ (záruka v USD, úvěr v Kč). V důsledku oslabení dolaru je klientovi poskytnuta půjčka ve výši Kč 89.655,28 ($3.448,28 \times 26,--$). Pokynem ke „Splacení úvěru ze záruky“ dojde ke splacení dle stejného kurzu, jakým byl úvěr přistaven (v rámci jednoho dne), tudíž dojde k plnému pokrytí – viz zůstatky účtů klienta v tabulce.

Tabulka 6: Přehled podúčtů (F)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	89 655,28	0,00
Úvěrový účet	0,00	0,00

zdroj: www.fio.cz

Závěr z těchto operací je, že i přes nulovou ztrátu z akciové pozice dosahuje celková ztráta klienta cca 11,5 %, přičemž je způsobena oslabením dolaru vůči koruně a dále devizovým spreadem poskytovatele úvěru.

c) došlo k posílení dolaru

Nyní předpokládám posílení USD na Kč 30,--/USD 1,-- (nákup) a na Kč 31,--/USD 1,-- (prodej). Stav na obchodním účtu klienta po prodeji cenných papírů je již zmíněných USD 3.448,28. Opět však chce investor disponovat korunami, tudíž obdobným způsobem jako ve výše uvedených případech konvertuje dolary na koruny. Při uvážení posílení USD vůči Kč tedy bude zůstatek klientových účtů následující.

Tabulka 7: Přehled podúčtů (G)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	103.448,40	0,00
Úvěrový účet	0,00	0,00

zdroj: www.fio.cz

Posílení dolaru tedy způsobilo zisk klienta ve výši cca 3,5 % (zisk z akciové pozice je nulový). Na zisku se posílení dolaru neprojeví nikdy v plné výši, vždy je zisk snížen o rozpětí mezi kurzem nákup a prodej. Zisku se tedy dosáhne pouze tehdy, když posílení dolaru je větší než devizový spread.

Závěrem k čerpání se současným splacením uvádím, že celkový zisk (ztráta) z pozice je závislý na vývoji devizového kurzu. Při očekávání oslabení, stagnace či pouze mírného posílení dolaru se částečně snižují dosažené zisky na akciové pozici. Pouze v případě výrazného růstu dolaru může investor profitovat na změně devizového kurzu.

Zajištění – čerpání úvěru

Předpokládám-li opět, že klient vlastní k určitému datu na svém účtu Kč 100.000,--, pokynem k Čerpání měnového úvěru“ je tato částka převedena do záruky a poskytnuta půjčka ve výši USD 3.448,28. Následně je realizován nákup cenných papírů za celkovou částku USD 3.448,28. Stav na účtech klienta je tedy následující.

Tabulka 8: Přehled podúčtů (H)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	0,00	0,00
Úvěrový účet	100 000,00	-3 448,28

zdroj: www.fio.cz

I v tomto případě demonstruji situaci, kdy byly (po 3 měsících) cenné papíry prodány s nulovým ziskem, tedy za celkovou částku USD 3.448,28. Stav na účtech klienta pro prodej je zachycen v tabulce.

Tabulka 9: Přehled podúčtů (I)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	0,00	3 448,28
Úvěrový účet	100 000,00	-3 448,28

zdroj: www.fio.cz

Klient má nyní na výběr, zda splatí poskytnutý úvěr ze záruky (tedy v Kč) nebo z obchodního účtu (tedy v USD). Příklad splacení ze záruky je v podstatě prostá směna která byla popsána výše. Předpokládejme tedy, že dojde ke splacení úvěru z obchodního účtu, čímž je zrealizována fixace kurzu platného v den nákupu cenných papírů. Je tedy zřejmé, že aktuální devizový kurz není v tomto okamžiku důležitý. Po splacení půjčky věřitel (BaFio, a. s.) vrátí záruku (Kč 100.000,--) zpět na obchodní účet klienta – viz následující tabulka podúčtů.

Tabulka 10: Přehled podúčtů (J)

Účet	koruny české	americké dolary
Obchodní účet	100 000,00	0,00
Úvěrový účet	0,00	0,00

zdroj: www.fio.cz

Nákladem je v tomto případě pouze úrok poskytnutého úvěru, tedy za předpokladu půjčky v USD 2 % p. a. K uzavření pozice došlo po 3 měsících, tedy po čtvrtině roku. Nákladové úroky tedy činí 0,5 % z poskytnuté částky, konkrétně USD 17,24.

Závěr tedy je, že celkově máme z daného obchodu ztrátu ve výši 0,5 %, což odpovídá úroku za poskytnutý úvěr. Pohyb devizového kurzu však neměl na popisovaný obchod žádný vliv.

Závěrem k produktu úvěru na cizí měnu konstatuji, že využití splacení je pro investora výhodné pouze za předpokladu výrazného posílení dolaru (minimálně nad částku spreadu). V ostatních případech dochází ke znehodnocování zisků dosažených na akciových trzích, a tudíž je vhodnější využít půjčky měny. Též důležitou skutečností je, že za uzavření smlouvy a poskytnutí úvěrového rámce klient neplatí žádný poplatek – je představován pouze úrokem z čerpaného objemu úvěru.

2. Maržové a krátké obchody

Princip maržového (též „margin“) obchodování spočívá v pořízení určité části portfolia z vypůjčených prostředků. Jako zajištění poskytnutého úvěru slouží nakoupené cenné papíry. Formou úvěru může být kryto až 50 % pořizovací hodnoty portfolia.

Výhodou je efekt finanční páky, která znásobuje výnosnost vložených prostředků (možnost až zdvojnásobení kupní síly), nebo flexibilita v používání cizího kapitálu (možnost okamžitého čerpání libovolné části přistaveného úvěrového rámce či okamžitého splacení libovolné části půjčených prostředků).

Krátké prodeje („short sales“) umožňují situaci, kdy investor spekuluje na pokles tržní hodnoty cenných papírů tím, že prodává akcie vypůjčené od třetí osoby. Pokud se očekávání investora ukáže jako správné, dokoupí příslušné akcie zpět za nižší tržní cenu, než za kterou je prodal, a následně tyto vrátí majiteli. Ziskem investora je rozdíl mezi prodejní a nákupní cenou (samozřejmě sníženou o poplatky a případné daně – viz dále). Otevřená krátká pozice musí být plně zajištěna vlastními prostředky investora, a to penězi, cennými papíry nebo

jejich kombinací. Na otevřenou krátkou pozici je nahlíženo jako na úvěr v objemu aktuální tržní hodnoty prodaných cenných papírů.

Výhodou je možnost profitovat na klesajícím trhu otevíráním Krátkých pozic, flexibilita v půjčování cenných papírů a možnost okamžitého zapůjčení a prodeje, resp. okamžitého dokoupení a vrácení cenných papírů v průběhu obchodování.

Naopak jistou nevýhodou tohoto produktu jsou finančně náročnější poplatky. Každé čtvrtletí je poskytovateli odváděn poplatek ve výši 0,47 % z úvěrového rámce. Dále je to ve vztahu ke konkrétnímu obchodu součet:

- referenční sazby poskytovatele (v současné době 8,20 % p. a.) a
- pevné sazby 2 % p. a. (vztahuje se na USD)

z objemu čerpaných prostředků. Tyto poplatky jsou pro maržové i krátké obchody shodné.

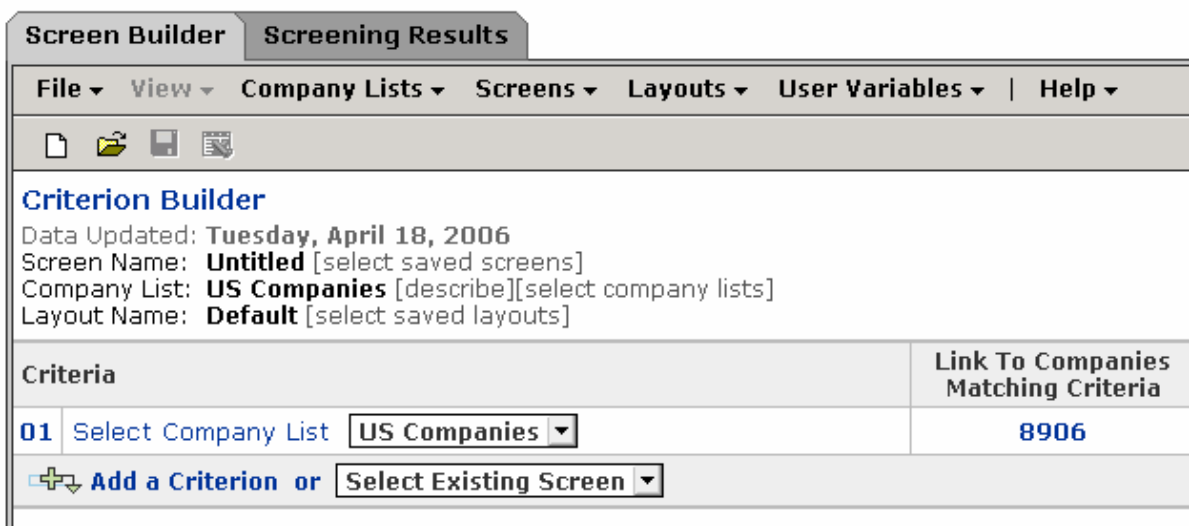
Závěrem k těmto produktům následující: umožňují znásobení výnosnosti vložených prostředků při úspěšné investici, ale též znásobují ztrátu v případě chybného odhadu vývoje ceny titulu. Je-li neúspěšná investice do krátkého prodeje (kurz dané akcie roste), ztráta může převýšit velikost investovaných prostředků klienta (důvodem je teoreticky neomezený růst akcie).

6 VÝBĚR TITULŮ A SESTAVENÍ PORTFOLIA AKCIÍ

Jak již z názvu této kapitoly vyplývá, v jejím rámci jsem se zabýval jsem selekcí konkrétních titulů pro vytvoření portfolia. Stěžejní roli v rámci mého přístupu zastupuje fundamentální analýza. Uplatňuji výše popsany přístup „down-to-top“, a to s ohledem na jeho rychlost a přesnost. Pokud se jedná o filozofii, jsem zastáncem hodnotové strategie, tedy vybírání titulů se silnými fundamentálními charakteristikami na období měsíců, popř. i let. Důvodem je jistá empirická zkušenost, kterou jsem v souvislosti s tímto přístupem zaznamenal a též skutečnost, že aktivní obchodování s sebou nese nutně vyšší transakční a daňové náklady, které představují při mnou investovaných částkách poměrně významné podíly na realizovaných obchodech.

6.1 Fundamentální analýza

Prvním krokem fundamentální analýzy je realizace screeningu neboli jakéhosi filtrování. Osobně používám PowerScreener (dříve MultexInvestor), který je zdarma (k registraci postačí e-mailová adresa a uživatelem zvolené heslo) dostupný na webových stránkách mediální skupiny Reuters. Ukázka výchozí pozice v rámci předmětného screeningu tvoří přílohu č. 2 této diplomové práce (podotýkám, že se jedná o starší verzi, novější nese název PowerScreener 3.0 – dostupná též na internetu²⁵).



Obrázek 14: Výchozí pozice PowerScreener

zdroj: www.reuters.com

²⁵ www.reuters.com

Z výchozí pozice je zřejmé, že investor má možnost prostřednictvím svých kritérií filtrovat 8.906 společností (v současné době). V následujícím řádku tabulky zvolím, zda chci přidat kritérium („add a criterion“) nebo vybrat některý z dříve uložených screeningů („select existing screen“).

V rámci screeningu je možné např. vybírat mezi akciami pouze jednoho odvětví nebo zvolit, zda má být selekce zrealizována pouze z podniků s malou kapitalizací nebo naopak tou největší („blue chips“).

Vedle těchto všeobecných kritérií je možné téměř 9 tisíc společností třídit dle následujících oblastí informací a ukazatelů:

- popisné (počet zaměstnanců, trh, již zmíněné odvětví apod.),
- cenové (hodnota koeficientu beta, nejvyšší cena za poslední rok apod.),
- odhady analytiků (tržeb, zisku atd. za následující čtvrtletí nebo rok),
- hodnotové (cena k zisku, cena k tržbám, cena k volnému peněžnímu toku apod.),
- dividendové (dividendový výnos, výše dividendy),
- růstové (růst tržeb, zisku za společnost, zisku na akcii, a to čtvrtletně, ročně, za posledních 5 let atd.),
- finančního zdraví (likvidita, zadluženost apod.),
- ziskovosti (marže na různých úrovních, rentabilita aktiv, vlastního kapitálu atd.),
- peněžních toků,
- položek vztahujících se k akcii (tržní kapitalizace, free float, vývoj krátkých prodejů a další),
- vlastnictví institucionálními věřiteli a jiné.

Na základě různých kritérií tedy vyfiltruji několik společností, které jsou dle mého názoru z fundamentálního hlediska dostatečně kvalitní.

Vzhledem ke strategii (hodnotová filozofie), kterou uplatňuji při investování na kapitálových trzích, volím na prvním místě vždy hodnotové ukazatele, a to konkrétně cenu k zisku (P/E) a cenu k účetní hodnotě (P/B). V rámci aplikace PowerScreener je možné sloučit zmíněné dva ukazatele do jednoho. Pokud chci např. P/E do 15 a P/B do 1,5, je zřejmé, že při jejich vynásobení je maximální (pro mě přípustná) hranice 22,5. V rámci stanovení kritérií tedy vyberu ukazatel P/E (vyčísleno na základě čistého zisku na akcii za poslední 4 čtvrtletí), vložím znaménko násobení, vyberu v hodnotových kritériích položku P/B, následně vložím

relační znaménko „menší rovno“ a hodnotu 22,5. Konečným krokem pro výběr podniků splňujících dané kritérium je stisknutí tlačítka „Run“. Komentované kritérium splnilo z původně téměř 9 tisíc subjektů pouze 976 společností. Ukázka zadaného kritéria tvoří přílohu B diplomové práce.

Obdobným způsobem přidávám další požadavky na fundamentální charakteristiky jednotlivých titulů. Provedením screeningu jsem tedy získal určitý počet podniků, které splňují všechna mnou stanovená kritéria zároveň.

Nyní je nutné každou společnost posoudit zvlášť a již podrobně analyzovat její podnikatelskou činnost, postavení na trhu, finanční výkazy (zda se např. neobjevují určité excesy či pochybné praktiky), dále zhodnotit vyhlídky a perspektivy podniku, spolehlivost a výkonnost managementu atd.

Informace o společnostech jsou k dispozici v předepsaném rozsahu a struktuře (nařízením SEC²⁶). Vedle těchto dokumentů mají informace o svém hospodaření samotné společnosti na webových stránkách – v dnešní době téměř každá. Zde je možné pořídit „stravitelnější“ údaje ke zjištění situace společnosti. Jedná se o následující:

- finanční výkazy v rozsahu rozvaha, výkaz zisků a ztrát, výkaz o peněžních tocích a o změnách vlastního kapitálu,
- poznámky k účetní závěrce a finančním výkazům (příloha k účetní závěrce) a
- velmi důležitý tzv. MD&A²⁷, kde jsou uvedeny informace o dlouhodobé strategii subjektu, o odvětví, ve kterém společnost působí, o rizicích spojených s působením v daném odvětví, s konkurencí, geografická struktura odbytu a mnoho dalších.

Vedle uvedených informačních celků existují i další, které jsou však doplňujícího charakteru – osobně je nepovažuji za rozhodující (např. organizační struktura společnosti, koncernu, dopisy předsedů představenstva akcionářům apod.).

²⁶ Security Exchange Commission (komise cenných papírů v USA)

²⁷ Management Discussion and Analysis

V následujícím textu provedu analýzu výše uvedených dokumentů, a to u kanadské společnosti Agrium Inc. (dále jen AGRIMUM). Zvolil jsem tento titul z důvodu, že disponuje propracovanými informacemi, které by měly být pro každého potenciálního kupujícího nezbytností²⁸. Analýza vychází z údajů za roky 2004 a 2005.

Společnost AGRIMUM je vedoucím producentem a obchodníkem zemědělských výrobků, přičemž hlavními trhy jsou Severní a Jižní Amerika. AGRIMUM vyrábí zejména následující tři skupiny produktů – dusičnany, fosfát a potaš (uhličitan draselný). Jedná se o hnojiva používaná v zemědělství.

Ještě před analýzou účetních výkazů a dalších dokumentů pro zhodnocení samotného podniku AGRIMUM, upřednostňuji provedení srovnání ukazatelů finanční analýzy tohoto subjektu s totožnými ukazateli odvětví.

Toto je možné provést opět na stránkách skupiny Reuters²⁹. V záhlaví zadám symbol (ticker), který je v případě společnosti AGRIMUM „AGU“. Zobrazí se základní údaje o společnosti, nedávno zveřejněné zprávy, graf atd. Na postranní levé liště je odkaz „Ratio“ (ukazatele), kde se nachází výše zmiňované srovnání s odvětvím a sektorem (uvedeny průměrné údaje za odvětví, resp. sektor).

Aktuální (polovina dubna 2006) hodnoty společnosti AGRIMUM, sektoru a odvětví jsou uvedeny v příloze C diplomové práce (též dostupné na webu³⁰). Z porovnání údajů za odvětví (na rozdíl od sektoru užší pojetí, tudíž srovnávám s daty odvětví) a údajů za společnosti AGRIMUM je zřejmé, že v oblasti hodnotových ukazatelů je na tom výrazně lépe, tedy že dosahuje podstatně nižších hodnot než odvětví.

Naopak v oblasti dividend za průměrem trhu zaostává, vyplácené dividendy a jejich případný růst je výrazně pod úrovní odvětví. Zde je samozřejmě na investorovi, jaké požadavky jsou pro něho prioritou, a tedy jaká kritéria zvolí (může být stanoven např. minimálně 10% dividendový výnos).

Růstové ukazatele obecně vykazují mírně nadprůměrné hodnoty, které však byly v případě nákupu v prosinci 2005 příznivější.

²⁸ http://www.agrium.com/investor_information/5634.jsp

²⁹ www.reuters.com

³⁰ <http://www.investor.reuters.com/MG.aspx?ticker=AGU&target=%2fstocks%2ffinancialinfo%2fratios%2fvaluation>

Takto posuzují jednotlivé oblasti ukazatelů, což mnoho napoví – zejména jak si subjekt stojí v rámci celého odvětví.

S ukazateli se dá pracovat velmi podrobně, s příslušným vyvozením částečných závěrů pro rozhodnutí o případné koupi titulu. Nebudu však zevrubně popisovat své přístupy – zejména z důvodu, že jsou v jednotlivých případech společností značně individuální.

Nyní přistoupím k analýze účetních výkazů – rozvahy, výsledovky, o peněžních tocích a vlastním kapitálu. Tyto jsou buď součástí výročních zpráv nebo též dostupné na internetu.

Přílohy D až F diplomové práce tvoří následující výkazy společnosti AGRIMUM:

- výkaz zisků a ztrát za posledních 5 čtvrtletí,
- výkaz zisků a ztrát za posledních 5 let,
- rozvaha za posledních 5 let.

V rámci finančních výkazů zkoumám vývoj mezi jednotlivými obdobími (roky, čtvrtletími) za účelem zjištění cykličnosti (sezónnosti), resp. stability vývoje. V případě výkazu zisků a ztrát by mělo investora bezpochyby zajímat zvyšování tržeb, čistého zisku na akcii atd. V rozvaze se pak jedná o vývoj vlastního kapitálu, zadluženosti nebo např. zvyšování bilanční sumy společnosti.

V případě společnosti AGRIMUM lze uvést, že se její tržby za poslední čtyři účetní období (tzv. „fiscal year“) stabilně zvyšují o cca 400 mil. USD. Kladná čísla, pokud jde o čistý zisk, zaznamenal podnik až v roce 2004. V minulém roce (2005) na toto navázal a vytvořil obdobnou výši čistého zisku. Z uvedeného je zřejmé, že se AGRIMUM ještě před třemi nebo pěti lety potýkala s určitými problémy, které se odrazily v jejích výsledcích hospodaření a potažmo kurzu akcií na trhu.

V posledních dvou letech dochází ke zlepšování hospodaření, které je navíc využíváno (investováno) v rámci expanze firmy cestou akviziční politiky. Lze tedy říci, že společnost AGRIMUM disponuje určitým růstovým potenciálem, který pozitivně působí na její hodnocení ohledně potenciální koupě.

Obdobným způsobem se posoudí čtvrtletní výkazy zisků a ztrát i rozvahy. Rozvaha je k dispozici též za posledních 5 čtvrtletí, nicméně s ohledem na (zpravidla) minimální změny v bilančních sumách nebo jejich jednotlivých složkách tyto neuvádím.

Než přejdu k mnohem důležitějšímu dokumentu s názvem Management Discussion & Analysis, uvádím stěžejní údaje o společnosti AGRIUM, které jsou převzaty z její výroční zprávy (uvádím aktuální informace, za účetní období roku 2005). Jedná se o následující:

- bylo dosaženo rekordních tržeb (3,3 mld. USD; růst o 16 % vs rok 2004) a mírného růstu čistého zisku (283 mil. USD; růst o 7 % vs rok 2004),
- ke konci roku došlo k jednáním ohledně akvizic 4 společností (velkoobchodní řetězec, výrobce hnojiv, produkce zemního plynu a ropy), jejichž realizace je naplánována v první polovině roku 2006,
- zajištění dalších (cenově výhodných) dodávek zemního plynu (provozem Kenai – Aljaška), nezbytného pro výrobu dusičnanů nebo např.
- splacení dluhů v celkové výši 301 mil. USD (stávající zadluženost cca 30 %).

AGRIUM provozuje jak maloobchodní řetězce, tak zajišťuje velkoobchodní zásobování. Podíl maloobchodu na tržbách roku 2005 činil 38 %, zatímco velkoobchod zbývajících 62 %.

V rámci maloobchodu je očekáváno v roce 2006 zvýšení o cca 60 %. Důvodem je akvizice společnosti Royster-Clark, Inc. v únoru 2006 (jedná se o společnost, která disponuje rozsáhlou maloobchodní sítí se zemědělskými produkty, příjmy za rok 2005 přesáhly 1 mld. USD). V rámci maloobchodu se AGRIUM hodlá zaměřit na zvýšení prodeje osiv – zejména z důvodu stabilně se zvyšujících prodejních cen (globálně). Navíc se podniku daří snižovat nákladovost těchto produktů, což se (za předpokladu nárůstu prodejních cen) pozitivně odráží v ziskovosti.

Velkoobchod je dále ve výroční zprávě za rok 2005 členěn na severoamerický trh a jihoamerický trh. EBIT³¹ společnosti AGRIUM dosáhl z velkoobchodních operací v Severní Americe 408 mil. USD (ve srovnání s 349 mil. USD za rok 2004). Zvyšující se ceny vstupů, nezbytných k výrobě, byly vykompenzovány zvyšujícími se cenami zemědělských polotovarů (hnojiva apod.), což se tedy pozitivně odrazilo v již zmíněném nárůstu EBIT.

Velkoobchod v Jižní Americe dosahuje podstatně nižšího obrátu, nicméně jsou i zde zřejmé obdobné tendence, tedy nárůst prodejních cen, ale na druhé straně též zvyšující se ceny vstupů. S ohledem na nižší úspory z rozsahu produkce nebylo v rámci jihoamerických divizí dosaženo takového nárůstu (EBIT vzrostl ve srovnání s rokem 2004 pouze o 2 %).

³¹ Earnings before interest and taxes (zisk před úroky a zdaněním)

V rámci informací o vývoji maloobchodu a velkoobchodu v roce 2005 jsou dále k dispozici údaje o výstupu v naturálních jednotkách, o průměrných měsíčních cenách jednotlivých produktů (dusičnany, fosfát, potaš), o nákladech jednotlivých vstupů (zemní plyn atd.) a mnoho dalších – z důvodu rozsáhlosti této problematiky ji však neuvádím.

Považuji však za nezbytné zmínit vybrané informace z odhadu budoucího vývoje v roce 2006 a 2007 (ve vztahu k produktům společnosti AGRIMUM).

Analyzovaný podnik očekává zvýšení cen zrnin v roce 2006 i 2007, i když je všeobecně očekávána jejich výše mírně pod pětiletým průměrem. Analytiky (zabývajícími se zemědělstvím) je předpokládáno mírné snížení osetých ploch kukuřicí (ku prospěchu sojových bobů), avšak pokles by neměl v roce 2006 přesáhnout 3 %.

Společnost dále predikuje zvyšující se ceny všech zrnin jako reakci na zvyšující se ceny pohonných hmot. Důvodem je, že jsou z biomasy produkována biologická paliva, u nichž je kladen čím dál větší důraz na zvyšování podílu na celkové spotřebě. Např. plocha osetá kukuřicí pro tyto účely v USA zaznamenává v posledních letech dynamický nárůst (do 5 let by měla tato dosáhnout 17 mil. akrů). Toto zvýšení představuje pouze za USA nárůst poptávky po dusičnanech o 350 tisíc tun.

Následují předpoklady o prodejních cenách a poptávce u třech nejdůležitějších produktů – dusičnany, potaš a fosfát.

Dusičnany

Celosvětová poptávka po dusičnanech pro zemědělské účely se v posledních 10 letech zvyšuje průměrným tempem 2,2 % ročně. Významným hráčem na celosvětovém poli dusičnanů je Čína, která navíc v posledních měsících roku 2005 snížila exportní clo na ně uvalené ze 30 % na 15 %. Společnosti AGRIMUM by se však toto nemělo výrazněji dotknout z důvodu, že se od ledna 2006 exportní clo na předmětné produkty zvýšilo zpět na původních 30 %.

Potaš

Globální poptávka po uhličitanu draselném se v poslední dekádě zvyšovala v průměru 3,3 % ročně, avšak za poslední tři roky dosáhl růst přes 6 %. Nárůst cen byl způsoben zvyšující se poptávkou, zejména pak z Číny, Jižní Ameriky a Indie. V roce 2006 je předpokládán nárůst poptávky po tomto produktu okolo 3 % (vyplývá ze studií různých analytiků; dojde tedy

k poklesu dynamiky). Prodejní ceny jsou s ohledem na tyto předpoklady očekávány minimálně ve výši roku 2005, ale spíše vyšší.

Tři provozy společnosti AGRIUM v Kanadě již zahájily rozšiřování svých kapacit na výrobu potaše. Do konce 3. čtvrtletí 2006 je naplánováno zvýšení výroby tohoto produktu o 310 tis. tun. Vedle tohoto rozšíření je ve výstavbě zcela nová divize, která navíc zajistí výrobu dalších 750 tis. tun potaše (ročně).

Fosfát

Obdobně jako v případě předchozích produktů došlo i v případě fosfátu k nárůst celosvětové poptávky, a to o průměrných 2,4 % ročně (v posledních deseti letech). V roce 2006 je očekávána neměnná úroveň růstu nebo mírně nižší. Důvodem je snižující se poptávka ze strany Brazílie a Číny, která by však měla být kompenzována zvýšenými požadavky Indie.

Nedílnou součástí analýzy, kterou provádím, je vždy zhodnocení rizik, které souvisí s podnikáním společnosti a se situací v daném odvětví. Tyto jsou ve většině případů převzaty (pokud jde o odvětví) od specializovaných institucí, tudíž predikce mají celkem reálný základ a výsledky se dají považovat za objektivní. V následujícím textu uvedu podnikatelská rizika, vztahující se výhradně k posuzovanému subjektu (pramenem je i nadále výroční zpráva za účetní období roku 2005).

Charakteristiky různých rizik, které vypracovali zástupci společnosti AGRIUM, jsou výsledkem postupu, který podnik uplatňuje. Podstatou sběru dat je zjistit každodenní (běžná) rizika a jejich příčiny. Rizikům jsou následně stanoveny priority podle dopadu na společnost a určena pravděpodobnost jejich výskytu. Níže jsou uvedeny oblasti, které byly (dle těchto priorit) určeny pracovníky posuzovaného subjektu.

1. Ceny výrobků, marže

Vzhledem k nestálosti poptávky a nabídky v jednotlivých lokalitách Ameriky, společnost značně využívá mezinárodní diverzifikaci. Ta redukuje dopady slabých ekonomických výsledků nebo nepříznivého počasí v jednotlivých zemích. Dále AGRIUM využívá nedávno zavedených termínových kontraktů na dusíkaté a fosfátové produkty.

Výhodou podniku AGRIUM je rozsáhlá maloobchodní síť (ve stávajícím roce se navíc významně rozšíří po akvizici společnosti Royster-Clark, Inc.), která zajišťuje stabilitu peněžních toků a příspěvku zisku.

Též je nutné zmínit, že aktivity společnosti jsou rozloženy do několika v podstatě odlišných oblastí. Jsou to hnojiva, chemikálie, osiva a služby v oblasti aplikace produktů. Je tedy zřejmé, že existuje určité rozložení rizika nejen z geografického pohledu, ale též z pohledu výstupů společnosti AGRIMUM.

2. Suroviny

V podstatě největším rizikem je pohyb cen zemního plynu, který je nezbytný k výrobě dusičnanů. V případě podniku AGRIMUM je to surovina, která představuje nejvyšší nákladovou položku (ve velkoobchodní činnosti). Dalším nákladným a volatilním vstupem je síra pro výrobu fosfátů, avšak ta nepředstavuje v relativním vyjádření významné riziko.

Opatření, která AGRIMUM přijala, jsou:

- uzavřené kontrakty na dodávky zemního plynu s fixní cenou (zejména společnosti z Aljašky, nepodléhající severoamerickým cenám),
- v krátkém období jsou realizovány zajišťovací obchody na termínových burzách,
- výroba dusičnanů je situována v západní Kanadě, kde jsou ceny plynu (ve srovnání s konkurencí) nejnižší ze Severní Ameriky,
- střednědobé kontrakty s dodavateli síry a kyselin z ní odvozených.

3. Počasí

Anomálie počasí jednotlivých regionů Ameriky způsobují náhlé a nepředvídatelné změny v poptávce, což se následně též promítá do uplatňovaných cen společností AGRIMUM. Opět uvádím, jak podnik dané riziko řeší:

- rozsáhlou, ale koordinovanou, distribuční sítí, umožňující přemístění výrobků v relativně krátkém čase do míst, kde je poptávka nejsilnější (pochopitelně rychlost reakce na neočekávanou změnu je limitována),
- již zmíněná geografická diverzifikace odbytu i výroby,
- užití derivátů k řízení rizika spojeného s výkyvy počasí (tyto jsou však velmi nákladné, tudíž k jejich realizaci dochází jen v případech, kdy je potenciální příjem významně vyšší než náklad na jejich nákup).

4. Doprava

Dle společnosti AGRIUM jsou právě dopravní náklady a zajištění spolehlivosti dodávek zákazníkům klíčovými faktory jejich velkoobchodních operací. Opatření, která podnik používá jsou:

- detailní plány pohybu výrobků, a to pro každé výrobní zařízení a veškeré způsoby dopravy,
- dlouhotrvající smlouvy s hlavními přepravci (nájemními),
- některá výrobní zařízení disponují možnostmi využít více způsobů dopravy (silniční, železniční, vodní), což umožňuje volit v daném čase tu nejlevnější variantu,
- existence skladišť v místech dopravních uzlů, které jsou schopny rychle nahradit dodávku, která nedorazí na místo určení ve sjednaný čas (např. nehoda).

5. Riziko země

Společnost provozuje svou činnost převážně v Kanadě, Spojených státech a Argentině. I nadále hodlá expandovat, nicméně v souvislosti s mezinárodní diverzifikací též vznikají rizika typu změn zahraniční politiky, regulací, konvertibility domácí měny za měnu světovou (platí pro Argentinu) atd.

Zajištění proti tomuto riziku, resp. jeho redukce, je prováděno formou:

- hledání partnerů z domácí země, kteří zde mají dostatečné zkušenosti ve shodné oblasti podnikání jako AGRIUM,
- pro vyjednávání jsou též najímáni konkrétní lidé, kteří představují zprostředkovatele a vyjednavče,
- bankovní účty jsou vedeny výhradně u mezinárodních bank a v amerických dolarech.

Následují další typy rizik – např. změna devizového kurzu, daňové legislativy, zvyšující se požadavky na bezpečnost, čistotu životního prostředí atd. Tyto však s ohledem na rozsah diplomové práce necharakterizují.

Vzhledem k prioritě výše uvedených bodů (jedná se o 5 nejdůležitějších) považuji pro úsudek o potenciální koupi titulu výběr za dostatečný.

Závěrem fundamentální analýzy se tedy dá konstatovat, že jsem na základě screeningu vybral několik společností, které splňovaly stanovená kritéria. Z původně téměř 9 tisíc titulů se vyfiltrovalo několik málo společností, které je následně nutné již podrobně posoudit. V rámci výročních zpráv je mnoho cenných informací – nejen o podniku, ale též o celém odvětví nebo celosvětové situaci v daném oboru podnikání.

V rámci přístupu „down-to-top“ tedy neopomenu žádný z postupných kroků přístupu „top-to-down“. Navíc informace výročních zpráv jsou uváděny v souvislostech, s konkrétním dopadem na posuzovaný subjekt.

Uvedl jsem stručnou analýzu (fundamentální) veřejně dostupných informací převzatých z různých webových stránek, a to konkrétně společnosti AGRIMUM (AGU). Dle mého názoru se jedná o zdravý podnik se zajímavými vyhlídkami na nejbližší období (1 až 2 let), zejména pak v oblasti akvizic, rozšiřování výroby nebo obrany proti rizikům.

Závěrem každé analýzy je rozhodnutí o případné koupě. S ohledem na výše uvedené (fundamentální) informace a jejich následné posouzení bych doporučil tento titul k nákupu.

Rozhodnutí o vhodném okamžiku uskutečnění koupě je pro střednědobého investora (měsíce) zpravidla posuzována na základě nejjednodušších nástrojů technické analýzy. Vzhledem k tomu, že ve své podstatě zastávám hodnotovou strategii, tedy výběr fundamentálně silných titulů a delší dobu držení akcií (1, 2 roky), není přesnost nákupu tak zásadní jako např. u intradenních obchodníků nebo tzv. „swing-traderů“ (drží otevřenou pozici maximálně několik dní). Přesto v následující podkapitole uvádím podrobnější přehled mnou používaných instrumentů technické analýzy, a to pro demonstrační účely.

6.2 Technická analýza

V rámci fundamentální analýzy jsem rozhodl o vhodnosti investice z fundamentálního hlediska. Z pohledu technické analýzy pracuji s výše popsanými nástroji – zejména pak trendy, hladiny podpory (support) a odporu (rezistence) a různými indikátory (vývoje trhu, přeprodanosti, překoupenosti titulu atd.). Všechny grafy, které jsem užil v této podkapitole, jsou převzaty z webových stránek³² (bezplatně). Nejprve uvádím graf vývoje titulu AGRIMUM za poslední 2 roky.



Obrázek 15: Graf vývoje akcie společnosti Agrium Inc.

zdroj: www.stockcharts.com

V průběhu posledních dvou let je zřejmý vzestupný primární trend (trendová linie je vyznačena modře). Dále jsem do grafu zakreslil sekundární trendovou linii (vyznačena červeně). Již z těchto základních nástrojů technické analýzy se dá vyčíst několik informací:

- v případě dlouhodobého vývoje je průběh kurzu stabilně rostoucí, trend byl potvrzen 5 body dotyku grafu ceny linie trendu,
- z krátkodobého hlediska (od počátku prosince 2005) je zřejmý výrazněji rostoucí trend, což opět potvrzuje několik bodů dotyku grafu ceny linie sekundárního trendu a

³² www.stockcharts.com

- pokles ceny pod linii sekundárního trendu, což indikuje prodej (protnutí trendové linie indikuje změnu trendu).

Ke grafu uvádím, že představuje vývoj ceny akcií společnosti AGRIMUM k datu 18. dubna 2006. Dále konstatuji, že ve spodní části grafu jsou uvedeny realizované objemy obchodů v jednotlivých dnech, přičemž na levé svislé ose jsou uvedeny počty kusů v milionech.

Z posledního výše zmíněného bodu je tedy zřejmé, že trendové linie nepoukazují na nákup titulu AGU. I když bývají trendové linie jedny z nejučinnějších nástrojů technické analýzy a často napoví, zda otevřít (uzavřít) pozici či nikoliv, neukončím technickou analýzu s výsledkem zdržet se nákupu, ale uvedu další instrumenty – indikátory.

V praxi využívám zejména následující indikátory technické analýzy (jedná se ukazatele za konkrétní titul, nikoliv celého trhu): Accumulation/Distribution (krátkodobý), Average True Range (střednědobý), Bollinger Bands (střednědobý), Chaikin Oscillator (střednědobý), Commodity Channel Index, Directional Movement (krátkodobý), MACD (střednědobý), On Balance Volume (krátkodobý), Rate-of-Change (krátkodobý), RSI, Stochastic Oscillator (střednědobý), Ultimate Oscillator (střednědobý) a Volume Oscillator (střednědobý). V následujícím textu uvedu grafy těchto indikátorů, a to opět ve vztahu k vývoji kurzu akcie AGU.

Důležitým prvkem technické analýzy je posouzení toho, jak dobře indikátor splňuje svou funkci u daného titulu. Je nutné vycházet z minulosti, u níž posoudíme správnost signalizace nákupů, resp. prodejů, a to srovnáním vývoje ceny po konkrétním signálu.

Accumulation/Distribution



Obrázek 16: Graf indikátoru Accumulation/Distribution

zdroj: www.stockcharts.com

- indikátor, který potvrzuje změny v cenách porovnáním objemu s nimi spojených
- divergence indikátoru a ceny naznačuje blízkou změnu (cena se obvykle změní v souladu s vývojem indikátoru)

- srovnáním s vývojem kurzu se mi nejeví tento indikátor jako vhodný pro daný titul; od dubna 2005 soustavně klesá (má indikovat obrat v kurzu), avšak cena v období květen 2005 až červenec 2005 výrazně rostla, klesající sekundární trend byl založen až v polovině srpna 2005, přičemž indikátor se vyvíjel nadále v sestupné fázi (od dubna 2005)

Average True Range



Obrázek 17: Graf indikátoru Average True Range

zdroj: www.stockcharts.com

- měřítko volatility
- vysoké hodnoty ATR se objevují v čase dna ceny (panické prodávání)
- nízké hodnoty v průběhu přetrvávajících postranních vývoju cen, stejně jako na vrcholech a po konsolidačních obdobích
- užívá se 14denní klouzavý průměr
- z posouzení minulosti vyplývá, že je tento indikátor pro AGRIMUM vhodnější (byl poměrně úspěšný v krátkodobých predikcích), v současné době vykazuje nízkou hodnotu, což je důsledek postranního vývoje ceny v posledním měsíci
- závěr pro koupi je neutrální, mírně negativní

Bollinger Bands



Obrázek 18: Bollingerova pásma

zdroj: www.stockcharts.com

- pásma se rozšiřují v průběhu volatilního vývoje ceny, zužují se v případě „klidnějších“ období
- prudké cenové změny se objevují po zúžení pásem
- pokud cena prorazí hranici směrem ven, je potvrzený stávající trend
- pohyb, který vzniká v jednom pásmu obvykle „projde“ cestu až do druhého (užitečné při stanovování cenových cílů)
- užívá se 20denní klouzavý průměr, s odchylkou 2 %
- cena se nachází na spodní hranici dolního pásma; v případě proražení hranice pásma cenou bude potvrzen stávající vývoj
- závěr s nákupem několik dní počkat, jak se vyvine cena – najde oporu nebo vytvoří tzv. „lower-low“ (obchody za nižší cenu, než které bylo dosaženo v rámci posledního vývoje – krátkodobého)

Chaikin Oscillator



Obrázek 19: Graf Chaikin Oscillator

zdroj: www.stockcharts.com

- divergence mezi oscilátorem a cenou jsou velmi často vodítkem ke korekci
- nejvhodnější se jeví užití 21denního klouzavého průměru a nějakého oscilátoru přeprodaného (překoupeného) trhu spolu s tímto indikátorem
- největšího uplatnění lze dosáhnout v případě několikaměsíčních uptrendů a downtrendů (tzn. jestliže je cena nad svým 90denním klouzavým průměrem a zároveň indikátor je v uptrendu pod nulou, hovoří se o signálu ke koupi)
- cena titulu je bezpečně nad svým 90denním klouzavým průměrem; v následujícím textu je uvedeno zhodnocení indikátorů překoupenosti (přeprodanosti) trhu, které naznačují spíše přeprodanost titulu
- závěr: zřejmá divergence v posledním měsíci, indikátor naznačuje změnu sekundárního trendu (na klesající)

Commodity Channel Index



Obrázek 20: Graf indikátoru CCI

zdroj: www.stockcharts.com

- užíván ke sledování divergencí s trendem a určení překoupeného (přeprodaného) trhu
- klasická divergence je obvykle následována korekcí ceny titulu
- CCI osciluje zejména mezi +100 (překoupený trh) a -100 (přeprodaný trh)
- užívám 20denní klouzavý průměr
- indikátor nabývá hodnoty -105,06; titul začíná být předprodaný
- závěr: z minulosti je zřejmé, že u hodnot mezi -120 až -130 „našel“ jakousi podporu, tudíž s nákupem vyčkat několik dní (zda „najde“ podporu i tentokrát)

Directional Movement



Obrázek 21: Graf – Directional Movement

zdroj: www.stockcharts.com

- nejužívanější je porovnávání 14denního +DI a -DI
- pokud křivka kladného DI vzrůstá nad záporný DI, pak zvážit koupi
- zvážení spočívá v tom, že nakoupím až v momentě, kdy je cena (v následujících dnech) výše než byla high cena v den růstu +DI nad -DI
- závěr: došlo k protnutí křivky -DI křivkou kladnou (+DI), což signalizuje prodej (v případě držení titulu AGU; v našem případě nekupovat)

MACD



Obrázek 22: Graf - MACD

zdroj: www.stockcharts.com

- jedná se o „opožděný“ indikátor (vhodný pro dlouhodobé trendy)
- nákupní signál nastává, když MACD protíná svůj 9denní MA zezdola nahoru (a naopak)
- pokud je MACD nad nulou = krátkodobá (12denní) očekávání investorů jsou pozitivnější než dlouhodobá (26denní) minulá; býčí trend
- pokud je MACD pod nulou = opak; medvědí trend
- závěr: od poloviny února 2006 zřejmá jasná divergence, předpokládám obrat sekundárního trendu

On Balance Volume



Obrázek 23: Graf – On Balance Volume

zdroj: www.stockcharts.com

- sleduje pohyby cen v souvislosti s jejich objemem
- pokud cena uzavírá výše než předcházející „close“ (uzavírací kurz), uvažuje se s celkovým objemem jako se vzrůstajícím a naopak
- vhodný pro účely určení trendu
- za očekávanou změnu trendu se považuje, pokud se stávající trend změní v postranní vývoj a v tomto setrvává déle než 3 dny
- podle autora musí investor na změny ve vývoji indikátoru reagovat ihned, pokud chce dosáhnout zisku (potvrzuje krátkodobost tohoto ukazatele)
- postranní vývoj indikátoru je zřejmý v posledních 2 měsících, jemuž předcházela rostoucí
- závěr: indikátor naznačuje změnu trendu (na klesající)

Rate-of-Change (ROC)



Obrázek 24: Graf – Rate-of-Change

zdroj: www.stockcharts.com

- určuje přeprodanost (překoupenost) titulu (čím vyšší hodnota, tím více překoupený)
- indikátor, který ukazuje rozdíl mezi současnou cenou a cenou před n-obdobími
- když ceny rostou, roste též ROC (čím větší změna v ceně, tím větší změna ROC)
- nejužívanější jsou 12denní (krátkodobý, střednědobý) 25denní (dlouhodobý) MA
- extrémní hodnoty obvykle naznačují pokračování v daném trendu
- hodnoty přeprodanosti (-6,5) a překoupenosti (+6,5) jsou sice běžné, ale tyto je nutné upravit s ohledem na titul a vývoj indikátoru v minulosti

- hodnota -2,84 % indikuje přeprodanost titulu, nicméně byly v minulosti dosaženy ještě nižší hodnoty
- závěr: v případě nalezení podpory okolo -5% hranice koupit, prozatím nikoliv

RSI



Obrázek 25: Graf – RSI

zdroj: www.stockcharts.com

- užívá se 9denní, 14denní a 25denní klouzavý průměr
- hodnoty 70 a 30 indikují nastávající vrchol, resp. dno ve vývoji ceny
- indikátor vytváří formace hlava a ramena nebo trojúhelníky, které nemusí být z ceny zřejmé
- v případě divergence dochází obvykle ke korekci ceny v souladu s indikátorem
- hodnota je v neutrálním pásmu po dobu několika posledních měsíců, nelze tedy jednoznačně určit následující vývoj, divergence posledních třech měsíců indikuje pokles ceny
- závěr: nelze indikátor zcela dobře použít

Stochastic Oscillator



Obrázek 26: Graf – Stochastic Oscillator

zdroj: www.stockcharts.com

- nákupní signál nastává, když hodnota oscilátoru klesne pod 20 a následně se vrátí zpět (prodejní, když hodnota vzroste nad 80 a klesne zpět)
- dále autor doporučuje nakupovat v případě růstu %K nad %D (klouzavý průměr %K), prodávat v případě poklesu %K pod %D
- vhodný pro sledování divergencí

- z grafu je zřejmé, že signalizuje nákup a prodej poměrně často, tudíž by bylo vhodné vyčíslit indikátor z jiných parametrů
- závěr: nelze zcela dobře použít

Ultimate Oscillator



Obrázek 27: Graf – Ultimate Oscillator

zdroj: www.stockcharts.com

- autor doporučuje zahájit obchod po zjištění divergencí a průlomů oscilátoru
- jedná se o vážený průměr třech oscilátorů (podle autora jsou nejvhodnějšími parametry 7, 14 a 28)
- hodnota 30 vyjadřuje přeprodanost titulu, hodnota 80 překoupenost titulu
- velmi podrobně je popsána analýza tohoto grafu, nicméně s ohledem na rozsah diplomové práce ji neuvádím
- závěr: zřejmá divergence mezi vývojem ceny a indikátoru, očekávaná změna sekundárního trendu

Volume Oscillator



Obrázek 28: Graf – Volume Oscillator

zdroj: www.stockcharts.com

- porovnává dva klouzavé průměry
- pokud roste nad nulu, tak krátkodobý klouzavý průměr objemu je vyšší než dlouhodobý
- pokud rostou ceny a zároveň objem (nebo ceny klesají a objem též), hovoříme o býčím trendu (nebo jeho nástupu) a naopak
- pro účely odhadu trendu (pokud ceny rostou, indikátor má též rostoucí trend)

- krátkodobý průměrný objem je nižší než dlouhodobý, cena je v postranním vývoji, nicméně objemy obchodů klesají, tudíž neindikuje nástup medvědího trendu
- závěr: obrat sekundárního trendu není z indikátoru zřejmý, avšak jasný signál k nákupu neposkytuje (neutrální)

Z výše provedené analýzy indikátorů vyplývá, že se cena nenachází na úrovni vhodné ke koupi. Bylo by tedy účelné rozhodnout o nákupu (nebo o sdržení se) za několik dní.

6.3 Realizace investice

Výsledky technické analýzy sice nepoukazují (v současné době) na koupi, nicméně z pohledu nadprůměrných fundamentálních charakteristik společnosti AGRIMUM se tato jeví jako velmi dobrá investice. V následujícím textu tedy uvažuji nákup titulu.

K realizaci investice je nutné mít zřízený klientský účet u společnosti Fio, burzovní společnost, a. s., v rámci něhož mám evidovány finanční prostředky, nakoupené tituly, poskytnuté úvěry atd.

Údaje o aktuálním stavu portfolia jsou k dispozici v sekci „Portfolio“, přičemž je možno volit z Portfolio – Stav, Investice, Vývoj nebo e-SPAD.

Portfolio – Stav obsahuje nejpodrobnější informace o aktuálně vlastněných titulech. Ukázka je uvedena v příloze G diplomové práce. Ve standardním nastavení jsou zobrazeny informace částečně odlišné. Je však na uživateli, výčet jakých informací zvolí. Na výběr je z těch méně obvyklých např. informace o tom, zda je možno cenné papíry použít jako záruku úvěru, procentní změna za posledních 12 měsíců, variabilitu titulu (vyčíslí s 95% pravděpodobností, jakou částku je možné za 1 den na daném titulu ztratit; pro výpočet rizikovosti celého portfolia jsou počítány mezi jednotlivými cennými papíry).

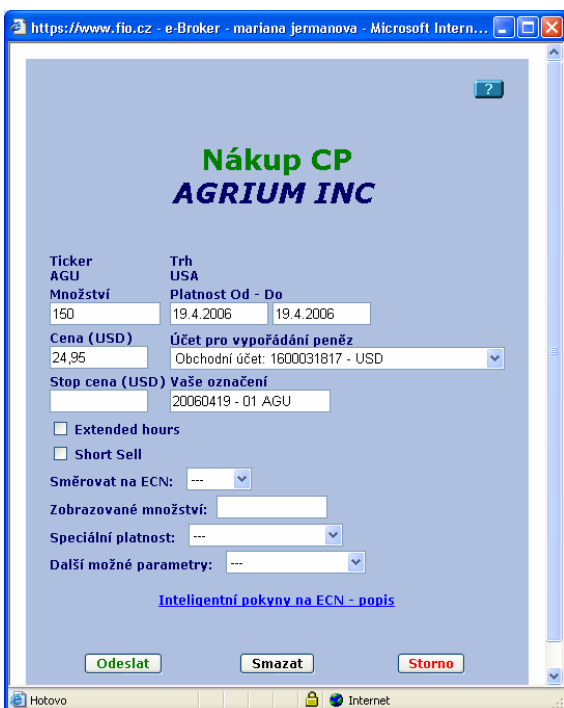
Portfolio – Investice obsahuje stručný přehled o vývoji portfolia v burzovní den, s aktuálními cenami titulů, přehledem podaných pokynů a grafem za zvolené období. Součástí jsou též všechny otevřené pozice a stav účtů (viz příloha H diplomové práce). Současně se zobrazuje aktuální zpravodajství Fio (zprávy, očekávané události v nejbližších dnech).

Portfolio – Vývoj zobrazuje výsledky investování za zvolené období (příloha I diplomové práce). Stránka se skládá ze tří částí – hlavní tabulky s vývojem portfolia, menší tabulky s přehledem pokynů a obchodů a z grafu zobrazujícího celkový vývoj portfolia. V rámci hlavní tabulky jsou k dispozici informace:

- seznam cenných papírů; v řádcích jsou tedy uvedeny tituly, které se ve sledovaném období objevily v portfoliu,
- stav portfolia na začátku; druhý blok obsahuje počáteční stav majetku zvoleného období (kurz, počet kusů a finanční vyjádření),
- změny portfolia – popis operací, které byly uskutečněny během období a způsobily změny v portfoliu,
- stav portfolia na konci – údaje obdobně členěné jako ve druhém bloku, avšak ke konci období,
- výsledek – informace o zhodnocení (znehodnocení) investic za příslušné období (zisk v absolutním i relativním vyjádření).

Jen zmíním čtvrtou část portfolia e-SPAD, která poskytuje informace pouze o titulech obchodovaných v tomto segmentu Burzy cenných papírů Praha, a. s. V nejlíživějším systému České republiky neobchodují, tudíž neuvádím ukázkou v příloze.

Po stručném shrnutí přehledů aplikace e-Broker přistoupím k realizaci investice, tedy nákupu akcií společnosti AGRIMUM. Následuje okno z aplikace e-Broker, které slouží k nákupu.



Obrázek 29: Okno nákupu titulu

zdroj: www.fio.cz

Tímto jsem tedy podal pokyn na koupi 150 akcií titulu AGRIMUM. Je možné určit platnost pokynu; max. 1 měsíc. Dále je stanovena cena, za kterou chceme nakupovat. Pro příklad jsem uvedl USD 24,95 / 1 akcie – jedná se o zavírací cenu předchozího burzovního dne. Z uvedeného okna je též zřejmý účet pro vypořádání – Obchodní účet v USD (další alternativou je Obchodní účet v CZK; v případě této možnosti by došlo zároveň s nákupem ke konverzi z Kč na USD – nebylo by tedy možné využít fixace kurzu). Další položky podrobně nekomentuji, jsou nezbytností v případě krátkých prodejů (Short Sell) nebo obchodování mimo burzou stanovené hodiny (Extended Hours).



Obrázek 30: Okno čerpání úvěru

Zmínil jsem se o konverzi Kč na USD v případě úhrady nákupu z Obchodního účtu v CZK. V případě, že obchodník přepokládá stagnaci amerického dolaru vůči koruně (nebo jeho oslabení), je výhodné využít úvěru na cizí měnu (sekce Peníze). Provede se jednoduchá operace – viz okno; uvedou se parametry čerpaného úvěru (měna úvěru, záruky a částky). Tlačítko „Dopočítej“ se používá pro přepočet částky záruky (kupříkladu Kč 60.000,--) na částku úvěru (v příslušné měně, zvolil jsem USD). Po uvedení částky záruky se stiskne „Dopočítej“ a následně se objeví výše úvěru (v našem případě USD), kterou je možné s ohledem na výši záruky poskytnout (aktuální devizový kurz společnosti BaFio, a. s.).

zdroj: www.fio.cz

Bid				Ask			
ID	Price	Size	Time	ID	Price	Size	Time
INET	25.09	200	09:41:58	ARCAEX	25.14	300	09:42:45
ARCAEX	25.07	300	09:42:48	ARCAEX	25.16	300	09:42:44
INET	25.07	100	09:42:40	INET	25.16	100	09:42:39
ARCAEX	25.06	200	09:42:40	INET	25.17	500	09:42:48
INET	25.06	200	09:41:38	ARCAEX	25.18	500	09:42:45
ARCAEX	24.93	1200	09:42:39	ARCAEX	25.28	1200	09:42:11
ARCAEX	0.01	700	09:30:00	ARCAEX	49.90	600	09:30:00
				ARCAEX	999.00	100	08:58:51

Obrázek 31: Okno centrální objednávkové knihy

zdroj: www.fio.cz

Dále považuji za účelné zmínit centrální objednávkovou knihu, kde se průběžně zobrazují aktuálně podané pokyny obchodníků. Tato je důležitá při zadávání ceny v rámci nákupního (prodejního) pokynu. Investor zřejmě nenakoupí 1 akcii za USD 25,20, pokud v centrální objednávkové knize vidí, že maximální cena poptávky činí USD 25,09 a nejnižší cena nabídky USD 25,14.

6.4 Sestavení portfolia

Předpokládejme, že jsem postupem uvedeným v předchozích podkapitolách nakoupil určitý počet titulů. Dále předpokládejme, že jsem pořídil výhradně akcie, a tedy že vlastním určité portfolio složené jen z akcií. Ukázka malého portfolia, složeného ze 4 titulů je obsahem přílohy G diplomové práce.

Údaje jsou zaznamenány k datu 18. dubna 2006. Zobrazovanou měnou jsou americké dolary (USD). Ze sloupce „Majetek“ je zřejmá skladba portfolia, vyjádřená absolutně dle jednotlivých titulů (řádky).

Společnost AGRIMUM je v portfoliu zastoupena 42% podílem. Ostatní tituly mají následující:

- Makita Corp. (japonský subjekt vyrábějící zejména různé přístroje); zastoupení 17 %,
- Canadian Superior Energy Inc. (těžba ropy, zemního plynu); zastoupení 21 % a
- Knightsbridge Tankers Inc. (námořní doprava); zastoupení 37 %.

Po sečtení výše uvedených podílů získáme hodnotu 117 %. Právě tento údaj vysvětluje stav na obchodním účtu „USD (Bafio)“, kde je záporná hodnota USD -1.549,35. K nákupu titulu VLCCF (Knightsbridge Tankers Inc.) byl využit maržový obchod (nutná sepsaná smlouva s úvěrovým rámcem), kdy cca 40 % nákupu bylo realizováno z úvěru (měsíčně jsou vyčísleny úroky, které v mém případě činí USD 13,17/měsíc).

Ze složení portfolia je zřejmé, které dva tituly preferuji. Jedná se o AGU a VLCCF, u nichž eviduji (na základě nákupních cen a počtu kusů) průměrné nákupní ceny ve výši USD 20,12/akcie, resp. USD 25,45/akcie.

Nejpozději realizovaná investice (únor 2006; VLCCF) je prozatím mírně ve ztrátě (cca -2 %), nicméně ostatní tituly se vyvíjejí poměrně pozitivně, tedy v souladu s mými očekáváními.

Vzhledem k delšímu časovému horizontu těchto investic (6 až 18 měsíců) představuje revize takového portfolia sledování čtvrtletních (a ročních) výsledků hospodaření a zpráv vztahujících se ke společnosti (konkrétně u titulů v portfoliu jich není mnoho – několik měsíčně).

Případný prodej titulu je realizován v případě vývoje kurzu akcie proti mým očekáváním – důvodem může být špatný odhad potenciálu v rámci výběru společnosti, horší výsledky hospodaření než očekává burzovní publikum, změny v legislativě atd.

Druhá možnost je dosažení určité úrovně ceny, která je pro investora dostatečná. Jinými slovy, investor dosáhl na vývoji ceny daného titulu předpokládaný zisk a pozici uzavře.

Konečnou možností (jak již bylo zmíněno v podkapitole 4.4 – Správa a revize portfolia) je nalezení vhodnější investice, než které mám v portfoliu (např. ve srovnání s tou nejméně pozitivně se vyvíjející). Bylo však výše uvedeno, že by se toto mělo stávat velmi zřídka, protože jsem-li přesvědčen o vhodnosti (potenciálu) nakupovaného cenného papíru, neměl bych měnit po několika týdnech nebo měsících své názory a akcii prodávat jen z důvodu, že nezaznamenala 30% růst, ale pouze 10% zvýšení ceny.

7 DANĚ, INFLACE A TRANSAKČNÍ NÁKLADY

Daně a inflace jsou dvě překážky na cestě k výnosům z investic, které musí investor buď překonat nebo se jim vyhnout. Pojem inflace je všeobecně znám – je interpretována jako růst cen zboží a služeb v čase (růst agregátní cenové hladiny). Na počátku transformačního procesu z centrálně plánované ekonomiky na tržní (přelom 80. a 90. let 20. století) dosahovala inflace v České republice dvojciferných hodnot. V posledních letech je již vykazována v relativně nízkých úrovních, řádově jednotek procent.

Inflaci zmiňuji z důvodu, že případné zhodnocení investic je nominální, zatímco po započítání inflace získáme zhodnocení reálné. K přepočtům je užívána tzv. Fisherova rovnice (viz literatura³³).

Dluhopisy mají k vývoji inflace inverzní vztah (při růstu inflace narůstají úrokové sazby, což zapříčiňuje pád cen obligací), a tedy jako ochrana proti znehodnocení peněz v čase rozhodně dobře neslouží. I když existují i dluhopisy indexované inflací, čímž je zajištěn kladný reálný výnos v průběhu celé jejich splatnosti.

U výnosů akcií není vztah k inflaci jednoznačný. Na první pohled by se mohlo zdát, že akcie poskytují proti znehodnocení peněz dostatečnou ochranu. Empirické výzkumy ukazují, že v dobách vysoké inflace často rostly (a to velmi slušně) i akcie. Jde však o částečnou iluzi, protože výnosy akciových trhů jsou téměř bez výjimky uváděny nominálně, nikoliv jako reálné. Franco Modigliani, nositel Nobelovy ceny za ekonomii, tento jev nazývá „money illusion“. Tím, jak se mění kupní síla peněz, mění se i měřítko pro vyčíslení hodnoty. Tuto změnu však veřejnost převážně nesprávně zaznamenává.

Druhou překážkou, která snižuje výnosy, jsou daně. Na fyzické osoby v České republice se při investování do akcií vztahují dvě základní daně. Daň z dividend a z kapitálového výnosu. Jak již bylo výše uvedeno, v případě růstu ceny titulu a držby dané akcie po dobu delší než 6 měsíců je fyzická osoba (investor) od daně z kapitálových výnosů osvobozena. I toto je důvod, proč v praxi volím dlouhodobější investiční (hodnotovou) strategii.

Pokud tedy měřím výnosy z investic, je nutné vždy hodnotit čisté reálné výnosy. Tedy výnosy po zdanění a očištěné o vliv inflace. K tomuto je nutné přizpůsobit i investiční filozofii. Vedle dlouhodobého držení akcií jako součásti strategie vedoucí k minimalizaci daní, lze daně

³³ viz REJNUŠ, O.: *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press 2001. ISBN 80-7226-571-7

minimalizovat i daňově orientovanými obchody. Ve své nejjednodušší formě jde například o prodej akcie, která je v portfoliu ve ztrátě. Záporný kapitálový výnos (ztrátu) lze následně použít jako protiváhu kladného kapitálového výnosu (zisku); do jeho výše.

Konečným elementem, který se nezbytně promítá do všech investic, jsou transakční náklady. Těmi jsou zejména poplatky za obchody, úschovní služby, poplatky správci, poskytovateli klientského účtu v oblasti informací apod.

Největší roli zpravidla hrají poplatky za jednotlivé obchody, tedy vyplnění podaných pokynů. Při každém obchodu investor zaplatí provizi svému makléři a k tomu ještě navíc poplatky trhu.

Běžný poplatek se pohybuje v řádu desetin procenta z realizovaného obchodu (ve finančním vyjádření). Čím více tedy investor nakupuje a prodává (čím je aktivnější), tím vyšší vznikají náklady v podobě poplatků.

Konkrétní poplatky u klientského účtu e-Broker jsou následující (jsou velmi podrobně členěny, s mírnými odlišnostmi dle podmínek jednotlivých trhů; uvádím pouze několik příkladů):

- úvěr na cizí měnu; 2 % p. a. z objemu půjčených finančních prostředků,
- úvěr na maržové a krátké prodeje; 10,2 % z objemu půjčených cenných papírů (ve finančním vyjádření) + čtvrtletně 0,47 % z výše úvěrového rámce (stanoveno v příslušné smlouvě mezi poskytovatelem a investorem),
- poplatek za podání pokynu osobně nebo telefonicky USD 2,00/1 pokyn,
- nákup do 500 kusů USD 9,95/1 pokyn + USD 0,005/1 akcie atd.

ZÁVĚR

Vedle stručného popisu finančních (zejména pak kapitálových) trhů, jejich funkce a přístupů k investování (včetně různých modelů portfolia) jsem se pokusil nastínit moderní přístup k obchodování na akciových trzích, který je umožněn zejména novými technologiemi jako je internet a investování elektronickou cestou.

Za stěžejní část diplomové práce považuji kapitolu 6 – Výběr titulů a sestavení portfolia akcií, kde jsem se zabýval selekcí konkrétních titulů v praxi prostřednictvím fundamentální a technické analýzy. Vzhledem k rozsáhlosti této problematiky jsem uvedl názorné příklady zhodnocení fundamentálních charakteristik a přístupu k technické analýze pouze na jednom titulu – společnosti Agrium Inc.

Domnívám se, že bylo předního cíle této diplomové práce dosaženo (reálné obchodování na trzích v USA), a to nejen v podobě výběru příslušného podniku a následného nákupu titulu na trhu, ale též v podobě alespoň nastínění možností, které investor k realizaci koupě má (využití maržových obchodů nebo zajištění proti pohybu devizového kurzu).

Posouzení výhodnosti výběru investic do portfolia, resp. jeho zhodnocení, prozatím nekomentuji. Důvodem je značná spekulativnost těchto případných predikcí, i když tituly byly vybrány za velmi přísného posouzení. Až teprve následný vývoj (v horizontu 6 měsíců a více) ukáže, do jaké míry byly mé úvahy o konkrétních investicích správné.

Bez ohledu na uvedené jsou má investiční rozhodnutí uskutečněna na základě zcela reálných údajů a veřejně dostupných informací (poskytovaných různými institucemi zdarma). Tímto bych rád poukázal na naprosto bezproblémovou aplikaci výše naznačených kroků a různých přístupů v praxi. Jako praktická „příručka“ pro začátečníky na kapitálových trzích je tedy diplomová práce zcela využitelná.

Jedinou překážkou, která by investorovi mohla stát v cestě, je neznalost angličtiny, která je pro investování na akciových trzích v USA nezbytností. Prostým důvodem je, že veškeré informace jsou zveřejňovány pouze v anglickém jazyce, vyjma společností, které sídlí mimo Spojené státy.

POUŽITÁ LITERATURA A INFORMAČNÍ ZDROJE

- [1] BLAKE, D.: *Analýza finančních trhů*. Praha: GRADA Publishing, a. s. 1995. ISBN 80-7169-201-8
- [2] BRADA, J.: *Teorie portfolia*. Praha: Vysoká škola ekonomická 1996. ISBN 80-7079-259-0
- [3] DUSPIVA, P., TETŘEVOVÁ, L.: *Kapitálové trhy I. a II. díl*. Pardubice: UP FES 2002. ISBN 80-7194-456-4, 80-7194-508-0
- [4] ELTON, E. J., GRUBER, M. J.: *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* Fifth Edition. John Wiley & Sons Inc. 1995. ISBN 0-471-00743-9
- [5] FAMOZZI, F. J., MODIGLIANI, F.: *Capital markets: institutions and instruments*. Prentice-Hall 1992. ISBN 0-13-591116-8
- [6] FANTA, J.: *Psychologie, algoritmy a umělá inteligence na kapitálových trzích*. Praha: GRADA Publishing, a. s. 2001. ISBN 80-247-0024-7
- [7] GLADIŠ, D.: *Naučte se investovat*, 2. vydání. Praha: GRADA Publishing, a. s. 2005. ISBN 80-247-1205-9
- [8] JÍLEK, J.: *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing 1997. ISBN 80-7169-453-3
- [9] LEVY, H., SARNAT, M.: *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha: GRADA Publishing, a. s. 1999. ISBN 80-7169-504-1
- [10] MUSÍLEK, P.: *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. Praha: ETC Publishing 1999. ISBN 80-86006-78-6
- [11] MUSÍLEK, P.: *Trhy cenných papírů*. Praha: EKOPRESS 2002. ISBN 80-86119-55-6
- [12] PAVLÁT, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: PROFESSIONAL PUBLISHING 2003. ISBN 80-86419-33-9
- [13] REJNUŠ, O.: *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press 2001. ISBN 80-7226-571-7
- [14] REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J. a kol.: *Peněžní ekonomie a bankovnictví*, 4. vydání. Praha: Management Press 2005. ISBN 80-7261-132-1
- [15] ROSE, P. S.: *Peněžní a kapitálové trhy*. Praha: VICTORIA PUBLISHING 1994. ISBN 80-85605-52-X
- [16] SEKERKA, B.: *Cenné papíry a kapitálový trh*. Praha: PROFESS 1996. ISBN 80-85235-41-2
- [17] SHARPE, W. F., GORDON, J. A.: *Investice*, 4. vydání. Prentice-Hall, Inc. 1990, ISBN 80-85605-47-3

- [18] SVOBODA, M.: *Indexové investice*. Brno: Dimension 2001. ISBN 80-238-7634-1
- [19] SYROVÝ, P.: *Investování pro začátečníky*. Praha: GRADA Publishing, a. s. 2005. ISBN 80-247-1366-7
- [20] VALDES, S., WOOD, J.: *An introduction to Global Financial Markets*, 4. vydání., ALGRAVE MACMILLAN 2003. ISBN 1403900124
- [21] zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (ve znění účinném od 8. března 2006)
- [22] zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (ve znění účinném od 1. dubna 2006)

www.reuters.com

www.bloomberg.com

www.fio.cz

www.stockcharts.com

www.agrium.com

www.marketwatch.com

www.nyse.com

www.nasdaq.com

www.amex.com

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha A: Členění finančního trhu

Příloha B: Výchozí pozice – PowerScreener

Příloha C: Ukazatele finanční analýzy (Agrium Inc).

Příloha D: Výkaz zisků a ztrát za posledních 5 čtvrtletí (Agrium Inc.)

Příloha E: Výkaz zisků a ztrát za posledních 5 let (Agrium Inc.)

Příloha F: Rozvaha za posledních 5 let (Agrium Inc.)

Příloha G: Portfolio – Stav

Příloha H: Portfolio – Investice

Příloha I: Portfolio – Vývoj

ÚDAJE PRO KNIHOVNICKOU DATABÁZI

Název práce	Obchodování na kapitálových trzích v USA
Autor práce	Bc. Jiří Fiedler, DiS.
Obor	Hospodářská politika a správa
Rok obhajoby	2006
Vedoucí práce	Doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.
Anotace	Práce se zabývá problematikou finančních trhů, v užším pojetí trhů akciových, výběrem konkrétních titulů a sestavením portfolia .
Klíčová slova	finanční trhy, nástroje kapitálového trhu, investiční proces, arbitráž, fundamentální analýza, technická analýza, psychologická analýza, teorie portfolia, portfolio