

Technická univerzita v Liberci

Hospodářská fakulta

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

1995

Bohumil Jána

Technická univerzita v Liberci

Hospodářská fakulta

Obor

Podniková ekonomika

Zhodnocení metod analýzy akcí a rozbor vlivů
působících na směr kurzů

HF - PE - 007

Bohumil Jána

UNIVERZITNÍ KNIHOVNA
TECHNICKÉ UNIVERZITY V LIBERCI



3146065546

Vedoucí práce :

Ing. Andrea Součková (KOE)

Konzultant :

Ing. Pavel Vetlý

(Efekta finance, a.s.)

Počet stran: 53

Počet příloh: 0

26.5. 1995

V 17/95

VYSOKÁ ŠKOLA STROJNÍ A TEXTILNÍ V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Katedra obecné ekonomie

Školní rok 1994/95

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

pro

Bohumila J á n u

obor č. 6268 - 7 Podniková ekonomika

Vedoucí katedry Vám ve smyslu zákona č. 172/1990 Sb o vysokých školách a navazujících předpisů určuje tuto bakalářskou práci:

Název tématu: Zhodnocení metod analýzy akcí a rozbor
vlivů působících na směr kurzů

Zásady pro vypracování:

- Možnosti investování na kapitálovém trhu.
- Metody analýz akcí - aplikace na ČR.
- Faktory ovlivňující kurz akcí.
- Návrh oceňování akcí.

*Teh kapitálový
Kapitálový trh
Burza
Papíry cenné
Cenné papíry*

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Univerzitní knihovna
Voroněžská 1329, Liberec 1
PSC 461 17

V 17/95 H6

*KOE/PE
540.*

Místopřísežně prohlašuji, že jsem bakalářskou práci
vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury pod
vedením vedoucího a konzultanta.

V Liberci dne 26.5. 1995

Bakrál Jan

Děkuji ing. Součkové za poskytnutí cenných rad a připomínek
k této práci.

Obsah:

1) FINANČNÍ TRH	
1.1. Finanční trh	8
1.2. Peněžní trh	8
1.3. Kapitálový trh	9
2) MOŽNOSTI A MOTIVY INVESTOVÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU	10
2.1. Cenné papíry	12
2.2. Obligace	14
2.3. Obligační rating	15
2.4. Zásady investování do obligací	16
2.5. Hypotéční zástavní listy	17
2.6. Investiční certifikáty	18
2.6.1. Rozdělení IF	19
2.7. Akcie	21
3) BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ	23
3.1. Význam existence burzy	24
3.2. Typy burz	25
3.3. Investoři na burze	26
3.4. BCPP	27
3.5. RM-S	28
3.6. SCP	29
4) BURZOVNÍ INDEX A JEHO VÝVOJ	30
4.1. Vývoj indexů SIS	30
4.2. Příčiny poklesu indexů	32
5) METODY ANALÝZ AKCIÍ NA ČESKÉM TRHU	34
5.1. Technická analýza	35
5.2. Fundamentální analýza	38
5.3. Teorie dokonalých trhů	41
6) Faktory ovlivňující kurz akcií	42
6.1. Prvotní faktory	42
6.2. Druhotné faktory v zahraničí	44
6.3. Druhotné faktory na BCPP	45

7) NÁVRH INVESTOVÁNÍ DO AKCIÍ (SHRUTÍ)	50
7.1. Krátkodobé investování	50
7.2. Dlouhodobé investování	51
8) ZÁVĚR	52

Seznam použitých zkratk a symbolů :

AOS	-	automatizovaný systém
a.s.	-	akciová společnost
BCP	-	burza cenných papírů
BCPP	-	Burza cenných papírů Praha
BRCP	-	Burzovní registr cenných papírů
CP	-	cenný papír
ČHA	-	čistá hodnota aktiv
DIK	-	držitel investičního kupónu
FNM	-	Fond národního majetku
HDIF	-	Harvardský dividendový investiční fond
HDP	-	hrubý domácí produkt
HN	-	Hospodářské noviny
HRIF	-	Harvardský růstový investiční fond
IF	-	investiční fond
KB	-	Komerční banka
RM-S	-	RM-Systém
RP	-	Rudé právo
SCP	-	Středisko cenných papírů

1. Finanční trh

1.1. Finanční trh

Finanční trh je svět nabídky a poptávky po kapitálu v peněžní formě a po platebních prostředcích. Na finanční trh vstupuje většinou pomocí zprostředkovatelů podnikový sektor, obyvatelstvo a stát. Hlavní funkcí tohoto trhu je soustřeďovat dočasně volné peněžní prostředky ze zdrojů, umísťovat je do oblastí reálné a peněžní ekonomiky a přerozdělovat je. Základní podmínkou pro fungování tohoto trhu je existence určité míry úspor, možnost investování volných prostředků a existence institucí, které podporují proces investování. Vlastní investiční proces spočívá v pořízení určitého druhu aktiv. Tato aktiva mohou být reálná (hmotné věci, zlato) nebo finanční (cenné papíry). Motivací k investování na finančním trhu je buď určitý výnos z investic nebo dosažení většinového podílu na akciovém majetku.

1.2. Peněžní trh

Peněžní trh je trhem s krátkodobým kapitálem do 1 roku na principu úvěrových vztahů. Na tomto trhu probíhají transakce mezi podniky, obchodními bankami a centrální bankou. Mezi nejdůležitější nástroje tohoto trhu patří:

- státní pokladniční poukázky (většinou na 3 až 6 měsíců, slouží ke krátkodobému krytí státního rozpočtu)
- depozitní certifikáty (na nákup krátkodobých depozit)
- krátkodobé obchodní směnky

Součástí peněžního trhu jsou i trhy s dočasně volnými penězi (euroměny, eurodolary). Tyto trhy nepodléhají žádné regulaci a nejsou nikým řízeny.

Trh drahých kovů je především trhem se zlatem, stříbrem a platinou. Obchody s drahými kovy se uzavírají na specializovaných burzách drahých kovů.

Na devizovém trhu se poskytují zahraniční bankovní úvěry, provádí se zde úhrady za export a import zboží a služeb. Tyto operace vyvolávají poptávku po konvertibilních měnách, které se nakupují na tomto trhu.

1.3. Kapitálový trh

Kapitálový trh je trh, kde dochází k setkání nabídky a poptávky po dlouhodobě volném kapitálu (transakce delší než 1 rok). Kapitálový trh má úvěrový i finanční charakter. Úvěrový charakter spočívá v půjčce věřitele dlužníkovi, který ji po určité době vrátí. Finanční charakter představuje právo nákupu nároku určitého majetku nebo aktiva. Umístění peněžního kapitálu se provádí emisí státních nebo soukromých cenných papírů (CP), přičemž CP představuje právní nárok na určitá aktiva. Tyto emise slouží jako prostředek soustředění volných peněžních zdrojů. Vlastník CP se dobrovolně vzdává práva nakládat se svým kapitálem na předem určenou dobu ve prospěch dlužníka. Na kapitálovém trhu dochází k přerozdělování peněžního kapitálu mezi nové vlastníky a k obchodu s CP. K největším investorům na kapitálovém trhu ve světě patří domácnosti, banky, penzijní a investiční fondy a pojišťovny.

Kapitálový trh dělíme na trh primární a sekundární. První prodej nově emitovaných CP se provádí na primárním trhu. Úpis prvotní emise provádí buď emitent sám metodou vlastní emise nebo přes zprostředkovatele za určitou provizi. Těmito zprostředkovateli jsou banky nebo specializované firmy.

Při vlastní emisi emitent veřejně ohlásí možnost koupě svých CP v upisovacím prohlášení a vydá emisní prospekt, kde jsou uvedeny všechny důležité údaje o CP. Poté kupující podepíše upisovací prohlášení, že odebere stanovený počet CP za určitých podmínek.

Emise se prodává za nominální hodnotu CP (al pari), za cenu vyšší než je nominální (nad pari) nebo nižší než nominální (pod pari). Další možností prodeje je tendr, což je veřejná soutěž, kdy zájemci upisují, kolik jsou ochotni zaplatit za daný CP a aukce, kde se CP prodávají v lotech (např. 100 ks) za vyvolávací ceny. Při upisování velkého množství CP jedné společnosti se zpravidla provádí průzkum finančního trhu, aby se zabránilo riziku jejich neprodání. Celý průzkum a úpis provádí potom většinou kvůli diverzifikaci rizika bankovní konsorcium, pro jehož členy je často účast na tomto úpisu prestižní záležitostí.

Vedle veřejné formy prodeje CP existuje i neveřejný prodej, kdy je investor, který nakoupí celou emisi nabízených CP, vytipován nebo je znám předem. Upsaná emise tvoří upsané základní jmění společnosti, které představuje její kapitálový zdroj. Upsané základní jmění je dáno počtem CP upsaných ke koupi. Investoři zaplatí nejdříve 10 % ceny CP, po zapsání společnosti do Obchodního rejstříku dalších 30 % a zbytek do 1 roku.

Na sekundárním trhu CP se obchoduje se " starými ", již upsanými CP. Dochází zde k setkání nabídky a poptávky po dlouhodobých CP a ke změnám jejich majitelů. Sekundární trh můžeme rozdělit na burzovní trh, kde se obchoduje podle přesně stanovených pravidel přes zprostředkovatele, mimoburzovní trh a na volný (OTC) trh, kde nejsou standardizovaná pravidla.

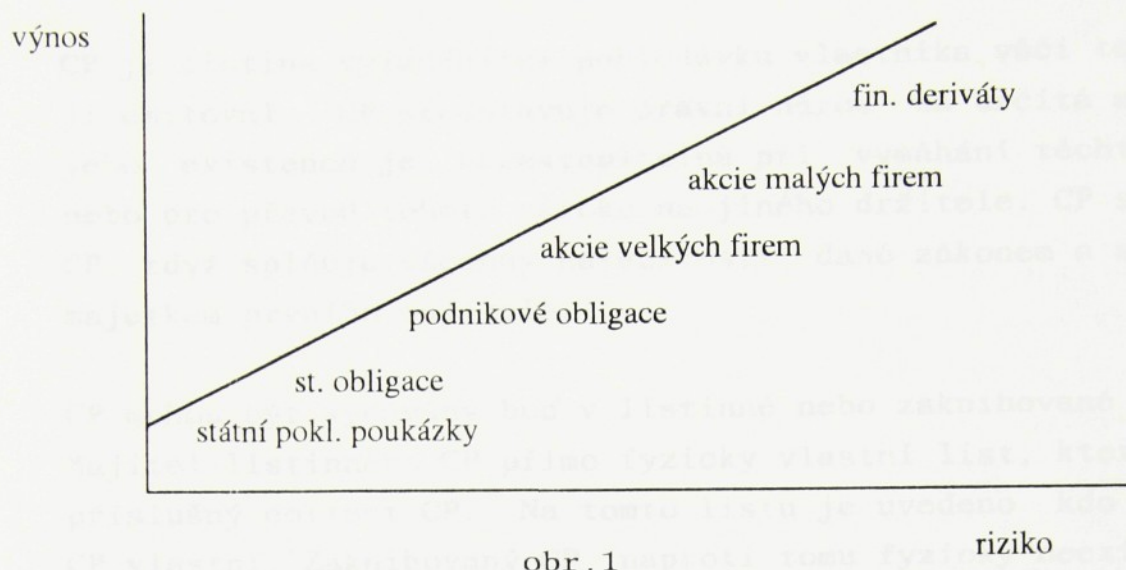
2. Možnosti a motivy investování na kapitálovém trhu

Motivem k investování na kapitálovém trhu je buď dosažení určitého výnosu z investice ve formě úroků nebo dividend, spekulace na růst kurzu CP nebo získání majoritního

vlastnictví v určité společnosti. Potenciální investor přitom musí stále sledovat výnosnost jednotlivých aktiv a srovnávat je s výnosy ostatních aktiv na jiných trzích. Musí zvážit, zda je pro něho výhodnější investovat do finančního sektoru nebo přímo do určitého podniku. Tyto dva druhy investičních možností si neustále konkurují.

Každá finanční investice má určitý stupeň rentability, likvidity a rizika. Tyto tři investiční faktory tvoří dohromady magický trojúhelník, přičemž jsou navzájem protichůdné. Proto každý investor může preferovat pouze některý z těchto cílů. V ideálním případě má investice vysokou rentabilitu a likviditu a naopak minimální riziko. Rentabilita investice znamená dosažení určitého investičního výnosu. Rozlišujeme očekávaný a požadovaný výnos. Očekávaný výnos je výnos, který se předpokládá z investice a požadovaný výnos je výnos, kterého chceme dosáhnout. Likvidita investice představuje možnost dobu přeměny investice na hotové peněžní prostředky. Investiční riziko představuje nebezpečí, že dosažené výsledky se budou nepříznivě odchýlovat od předpokládaného výnosu nebo že investor utrpí ztrátu. Míru rizika můžeme přibližně určit pravděpodobnostními a statistickými metodami. Mezi výnosností a rizikovostí investice platí vztah přímé úměrnosti, což znamená, že s růstem výnosnosti roste riziko. Investor se proto musí rozhodnout, jestli bude akceptovat nízký výnos spojený s nízkým rizikem nebo bude investovat do rizikovějších aktiv, které mají vyšší výnosnost. Výnosnost a rizikovost některých druhů CP je znázorněna na obr. 1 (na následující straně).

Z obrázku je zřejmé, že nejméně rizikové jsou krátkodobé státní pokladniční poukázky a dlouhodobé státní obligace, jejichž rizikovost je prakticky nulová, neboť za závazky z nich vyplývající ručí stát.



obr. 1

Protože státní obligace mají mnohem delší dobu splatnosti, jsou považovány za rizikovější než pokladniční poukázky a stát proto musí nabídnout investorům vyšší úrok. Nejvíce rizikové kromě finančních derivátů jsou akcie firem. Akcie malých, nových a ekonomicky slabších podniků jsou rizikovější, protože jsou mnohem méně likvidní a investor by tedy měl při jejich nákupu požadovat vyšší výnos.

Investor kromě výnosu za bezrizikovost požaduje i prémii za riziko, pokud je ochoten investovat do rizikovějších aktiv. Vystavuje se přitom riziku nesplacení dluhu a riziku, že investuje do oboru, který je nebo se v budoucnu stane rizikovým. Obecně riziko dělíme na systematické (faktory, které nelze ovlivnit - např. míra inflace, růst úrokových sazeb) a na nesystematické (např. naše investice bude málo likvidní).

2.1. Cenné papíry

Nejdůležitějšími nástroji kapitálového trhu jsou dlouhodobé CP s dobou splatnosti delší než 1 rok (označují se jako efekty). Tyto CP jsou předmětem obchodů na sekundárním kapitálovém trhu.

CP je listina vyjadřující pohledávku vlastníka vůči tomu, kdo ji emitoval. CP představuje právní nárok na určitá aktiva a jeho existence je nezastupitelná při vymáhání těchto aktiv nebo pro převod tohoto nároku na jiného držitele. CP se stává CP, když splňuje všechny náležitosti dané zákonem a stane se majetkem prvního majitele.

CP mohou být vydávány buď v listinné nebo zaknihované podobě. Majitel listinného CP přímo fyzicky vlastní list, který vydal příslušný emitent CP. Na tomto listu je uvedeno kdo a kolik CP vlastní. Zaknihovaný CP naproti tomu fyzicky neexistuje a je nahrazen zápisem do zákonem stanovené evidence ve středisku, které tyto CP eviduje a provede poté jejich registraci. V ČR je velká většina CP vydána v zaknihované podobě, jejichž evidenci zajišťuje Středisko cenných papírů (SCP), které za tímto účelem zřídilo ministerstvo financí.

CP se podle převoditelnosti dělí na:

- a) CP na doručitele (na majitele - au porteur) mají nejvyšší stupeň převoditelnosti, protože vlastníkem je ten, kdo CP předloží. Protože se změna majitele provede jen fyzickým předáním, jsou tyto CP z důvodu možné ztráty rizikovější.
- b) CP na jméno (rektapapíry - au nom). Na těchto CP je uvedeno jméno majitele a emitent zná proto všechny své akcionáře. Převod se provádí cesí (postoupení pohledávky), což věřitel musí oznámit dlužníku.
- c) CP na řad (order papíry), kde je označeno jméno osoby, která může s CP disponovat s doložkou na řad. Převod CP se uskuteční písemným prohlášením na rubu CP indosamentem.

Mezi nejdůležitější nástroje kapitálového trhu patří :

- obligace (státní, podnikové)
- hypotéční listy

- investiční certifikáty
- akcie

2.2. Obligace (dluhopisy - bonds)

Obligace je CP, který dává majiteli právo požadovat splácení dlužné částky v nominálních hodnotách a vyplácení výnosů k určitému datu a povinnost emitenta obligace tyto závazky splnit. Je to dlouhodobý CP, který majiteli nedává právo podílet se na řízení společnosti. Cílem vydávání obligací je získat kapitál s tím, že investor později od svého rozhodnutí neustoupí. Emise obligací nezvyšuje počet akcionářů společnosti a výplata úroků věřitelům představuje pro společnost nákladovou položku, která snižuje její základ daně. Obligace mohou být zaručené (podnikovým majetkem nebo třetí osobou) nebo nezaručené.

Každá obligace musí obsahovat zákonem stanovené náležitosti. Mezi nejdůležitější náležitosti patří označení emitenta, název a číslo obligace, nominální hodnota, stanovení výnosu a prohlášení emitenta, že má závazek vůči majiteli obligace. Při výplatě výnosu pomocí kuponových archů musí být uvedeno na kupónu označení emitenta, číslo obligace, výše úroku a datum výplaty. Každá emise obligací musí být schválena a povolena k vydání ministerstvem financí.

Z hlediska emitentů se obligace rozdělují :

- 1) Státní obligace (častěji se označují jako státní dluhopisy), jejichž cílem je získat prostředky ke krytí dlouhodobějšího státního deficitu nebo k financování státních investic.
- 2) Podnikové a bankovní obligace s cílem získat na trhu levnější dlouhodobé zdroje pro další rozvoj a investice.

3) Komunální obligace - vydávají je buď obce, které ručí svým majetkem nebo banky, které z prodeje těchto obligací poskytují obci úvěr.

4) Zaměstnanecké obligace jsou nepřevoditelné obligace na jméno vydávané jen pro zaměstnance konkrétního podniku. Emitent je povinen při skončení prac. poměru odkoupit od zaměstnance odkoupit tyto obligace zpět za nominální hodnotu a splatnou část úrokové sazby.

2.3. Obligační rating

Na ochranu investorů existují různá hodnocení bonity emitentů obligací, které posuzují schopnost a pravděpodobnost dlužníků dostát svým závazkům. Nejznámějšími korporacemi, které provádí tato hodnocení, jsou soukromé americké ratingové agentury Moody s Investor Service, Inc. a Standard & Poor s Corporation. Obě agentury používají při hodnocení bonity odstupňování od nejvyšší kategorie (rating AAA u S & P, resp. Aaa - Moody s), přes spekulativní až po kategorie, kde je velice nízká pravděpodobnost splacení dluhu (rating D resp. C). Ocenění vyšším ratingem je pro každou firmu prestižní záležitostí, protože zvyšuje její důvěryhodnost z mezinárodního hlediska a také možnost získání levnějšího dlouhodobého úvěru.

Z našich firem získala akciová společnost ČEZ dne 3.5. 1994 vyšší rating BBB- od agentury S & P, od čehož si ČEZ slibuje zvýšení zájmu investorů a současně snížení nákladů na získání cizích zdrojů. Na vyspělých trzích by tato zpráva o lepším ocenění " leadera " trhu znamenala když ne zvýšení celkového akciového nebo obligačního indexu, tak nepochybně zvýšení kurzu takto oceněné společnosti. Český trh však nereaguje standardně a navíc tato informace přišla v období všeobecného poklesu kurzů a hlubokého pesimismu investorů. Výsledkem byl pokles akcií ČEZ tento den o 2,7 % .

Rovněž v dalších dnech si tyto akcie nevedly lépe.

2.4. Zásady investování do obligací.

Investor musí zvažovat při investování do obligací různá rizika a také informace, které mají vliv na výnosnost obligací.

1) Riziko změn úrokových sazeb :

- při předpokládaném vzestupu sazeb nakoupit obligace s proměnlivým zúročením
- při předpokládaném poklesu sazeb nakoupit pevně úročené obligace a zero bondy.

Předpokládaný budoucí vývoj úr. sazeb na trhu je možné zjistit např. z různých makroekonomických studií a předpovědí, které vypracovávají buď domácí vládní nebo zahraniční úvěrové instituce. Protože tento vývoj závisí na vývoji inflace, která se u nás pravděpodobně v následujících dvou letech sníží, bude v současné době podle mého názoru výhodnější nakoupit pevně úročené obligace.

2) Riziko změn devizových kurzů u euroobligací. Jestliže např. v současné době klesá kurz USD vůči DEM, pak výnos německých investorů vlastníci obligace v dolarech bude nižší nebo dokonce záporný.

Tato základní rizika zná v zemích s rozvinutou tržní ekonomikou každý investor, který jestliže nastane vhodná situace pro nákup obligace, okamžitě kupuje. Zvýšená poptávka však většinou vyvolá vzestup tržní ceny obligace, což znamená pokles míry její výnosnosti. Na vyspělých trzích mají na kurz obligací vliv i další informace, jako je změna hodnocení bonity klienta nebo průběžné ohlašování míry inflace. V USA např. každý týden Federal Reserve Board oznamuje aktuální velikost peněžních zásob v ekonomice.

Jestliže je jejich velikost překvapivě vysoká nebo nízká, pak to má vliv na dostupnost úvěrů, což ovlivňuje výši úrokových sazeb. Tržní ceny obligací zareagují na tuto zprávu v rozmezí několika hodin, maximálně 1 dnu.

V ČR zdaleka není trh obligací tak rozvinutý. S obligacemi se u nás obchoduje pouze na burze cenných papírů (BCP) na kotovaném a nekotovaném trhu. Největší nedostatek tohoto trhu spočívá v jeho malé likviditě a to hlavně nekotovaného trhu. Na burzovním trhu vždy proti sobě stojí akcie a obligace. Investora vždy zajímá výnos a riziko těchto dvou CP. Akcie sice poskytuje z dlouhodobého hlediska pravděpodobněji vyšší výnos, ale v období poklesu nebo nestability akciového trhu investoři raději nakupují obligace, protože jsou méně rizikové.

Taková je i situace v ČR, kde kurzy akcií dlouhodobě stagnují, přičemž není reálný důvod očekávat v nejbližší době nějaký zásadnější obrat. V současné době tvoří objem obchodů s obligacemi 40 - 50 % celkových obchodů na našem burzovním trhu, což svědčí o přesunu zájmu investorů.

Největší zájem je pochopitelně o kotované obligace, které jsou kvalitnější a spolehlivější. Na našem kotovaném trhu se obchoduje se státními dluhopisy, dluhopisy největších bank a společností. Do obligací u nás investují převážně zahraniční společnosti a tuzemští institucionální investoři (firmy). Náš nekotovaný obligační trh je velice málo likvidní, obligace některých firem dosud vůbec nebyly obchodovány. Obligace na tomto trhu by měly obecně poskytovat vyšší úr. sazbu, protože jsou pro investory rizikovější.

2.5. Hypotéční zástavní listy

Hypotéční zástavní listy jsou zvláštní formou obligací, které

emitují pouze specializované (hypotéční) banky nebo spořitelny. Tyto listy jsou kryty zástavním právem na nemovitosti, které jsou majetkem emitenta.

Hypotéční list vydává banka pro vlastníka, který ho prodá .

Banka tento list prodává jako komisionář na trhu za tržní cenu. Vlastníku hypotéčního listu banka vyplácí splátky. Výtěžek z prodeje těchto listů použije banka k poskytování stavebních půjček.

Poskytování tohoto úvěru se u nás teprve rozvíjí, ale připravuje se novela zákona, která by měla více zatraktivnit vydávání těchto dluhopisů. V zahraničí jsou emise těchto dluhopisů naprosto běžné a dá se předpokládat, že podobná situace nastane i u nás.

2.6. Investiční certifikáty

Investiční certifikát je listina, která dává právo na podíl majetku a výnosy investičního fondu. Tento CP většinou zní na doručitele a nedává možnost rozhodování ve správě fondu.

Investiční společnosti získávají peněžní prostředky od individuálních investorů a nakupují za ně finanční aktiva, což jsou nejčastěji akcie a obligace. Za tyto prostředky mají investoři nárok na výnos z těchto aktiv. Investiční fond musí při nákupu CP nejdříve stanovit svoji investiční politiku, kde určí možnou výnosnost a rizikovost investic. Potom provede analýzu CP s cílem nalézt nesprávně ohodnocené CP a nakonec následuje sestavení a po určitém čase revidování portfolia.

Investování do CP prostřednictvím investičních společností (tkzv. kolektivní investování) je v současnosti velice rozšířené, protože poskytuje určité výhody ve srovnání s individuálním investováním.

Mezi největší výhody kolektivního investování patří:

1) Vyšší diverzifikace portfolia (investování do velkého množství titulů CP, což znamená, že pokles kurzů některých CP bude velice pravděpodobně kompenzován ziskem u jiných).

2) Vysoká likvidita investičních podílů.

3) Snížení nákladů na nákup CP (společnost nakupuje ve velkých objemech oproti drobným individuálním investorům).

4) Odborné řízení a správa portfolia (provádí ji profesionální management, který má vysokou odbornost a vyšší technické možnosti).

2.6.1. Rozdělení IF

Podle možnosti emitování nových certifikátů nebo akcií dělíme IF na otevřené a uzavřené IF.

U otevřených fondů není omezen počet akcionářů a investiční společnost má povinnost zpětně odkoupit své akcie, což zaručuje jejich vysokou likviditu. Odkup akcií se provádí za čistou hodnotu aktiv (ČHA) v čase t podle vztahu:

$$\text{ČHA}(t) = \frac{\text{tržní hodnota aktiv}(t) - \text{závazky}(t)}{\text{počet akcií}(t)} \quad (1)$$

Příčemž v tomto vztahu platí, že :

$$\text{tržní hodnota aktiv} = \text{cena CP v portfoliu} * \text{jejich cena} \quad (2)$$

ČHA společnosti se mění každý den, protože se všechny veličiny v čase mění. Výnosnost akcií otevřeného fondu je zcela závislá na odbornosti managementu společnosti, protože investor po určitém čase může odprodat své akcie za ČHA.

Uzavřený fond má pevně stanoven nejen počet podílníků, ale i investičních certifikátů nebo akcií. Investiční společnost nemá povinnost odkoupit tyto podíly a proto se s nimi obchoduje na sekundárním trhu. Tržní hodnota těchto podílů se může odlišovat od ČHA.

IF může držet ve svém portfoliu buď neměnnou nebo flexibilní strukturu CP. Fondy s neměnnou strukturou CP drží určité portfolio po celou dobu své existence. Investor dostává certifikát, který mu poskytuje nárok na výplatu veškerých příjmů z portfolia. Životnost tohoto fondu končí prodejem posledního CP z portfolia. Investor tedy očekává výnos z prodejní ceny, která bude vyšší, než náklady na nákup aktiv fondu.

Typickým příkladem tohoto typu fondu v ČR je IF Rychlého výnosu, a.s. Tento IF má základní jmění 1,5 mld. Kč a byl založen do 31.12.1995. Do té doby chce prodat všechna svá aktiva a výnos rozdělit mezi akcionáře. V současné době je ČHA na akcii cca 1750 Kč a tržní kurz 1360 Kč. Jestliže se vedení IF podaří takto včas realizovat své záměry, bude investice do tohoto IF nepochybně velice výhodná.

Fondy s flexibilní strukturou CP mohou volně kupovat a prodávat CP z portfolia. Tyto fondy se mohou specializovat na nákup obligací (obligační fondy), akcií (akciové fondy) nebo jsou smíšené.

V kapitálově silných zemích, kde je velká míra kolektivního investování (především USA a Japonsko) existují fondy, které jsou investičně zaměřeny jen na určité hospodářské odvětví nebo země. V USA, odkud k nám přichází velká část zahraničních portfoliových investic, investují do fondů převážně obyčejní Američané.

Jestliže se z masmédií opakovaně dovídají o privatizačních aférách a o praní špinavých peněz v tomto procesu, tak mohou raději nakoupit akcie fondu zaměřeného třeba na Jižní Koreu.

IF vyplácí celou nebo jen určitou část svých výnosů akcionářům ve formě dividend, anebo svůj zisk reinvestují s cílem dosažení růstu majetku na jednotlivé podíly.

Na českém kapitálovém trhu existuje mnoho fondů s podobným zaměřením, z nichž největší jsou Harvardský dividendový inv. fond (HDIF) a Harvardský růstový inv. fond (HRIF), které své zisky rozdělí následujícím způsobem :

	ZISK NA AKCII 93	ČISTÁ DIVI- DENDA 93	ZISK NA AKCII 94	ČISTÁ DIVI- DENDA 94
HDIF	21	19	93	91 *
HRIF	16	0	98	0

* pokud výplatu dividendy schválí valná hromada

HDIF prakticky celý svůj zisk rozdělí podle svého zaměření na dividendách a poskytne tak svým akcionářům poměrně zajímavý dividendový výnos. Naopak HRIF veškerý svůj zisk reinvestuje formou nákupu dalších CP s cílem dosažení vyšší ČHA na akcii.

2.7. Akcie

Akcie je nejrozšířenější druh CP, který dává jejímu majiteli právo podílet se na činnosti a.s. poměrným dílem podle počtu nakoupených akcií. Suma všech emitovaných akcií tvoří základní jmění, se kterým může společnost zahájit svoji činnost. Akcie mají neomezenou splatnost, protože existují po celou dobu existence společnosti.

Základní práva akcionáře jsou :

a) Právo na podíl ze zisku - výplatu dividendy. Dividenda představuje jen část skutečného zisku, protože a.s. musí odvádět část zisku i na jiné účely - např. do rezervního fondu. Další zisk očekává akcionář z růstu tržní hodnoty jeho akcie. Dividenda je cena vlastního kapitálu, jejíž výplata je v ČR zdaněna dvakrát.

Investor získává akcii většinou za tržní hodnotu a proto ho zajímá jeho skutečný dividendový výnos - tkzv. dividendová rendita (DR).

$$DR = \frac{\text{dividenda}}{\text{pořizovací kurz}} * 100 (\%) \quad (3)$$

b) Právo na rozhodování. Každý akcionář může hlasovat svým poměrným počtem hlasů na valné hromadě, kde se řeší zásadní otázky dalšího fungování a.s.

c) Odebírací právo. Toto právo umožňuje při zvýšení základního jmění nezmenšený podíl na akciovém kapitálu realizací tkzv. předkupního práva na nově emitované akcie.

d) Právo na likvidační zůstatek.

Při bankrotu společnosti jsou nejdříve uspokojeny všechny závazky vůči státu a věřitelům. Po vyrovnaní těchto závazků je zbylý majetek zpeněžen a rozdělen mezi akcionáře, ale v mnoha případech na ně nezbyde již nic.

Akcie dále dělíme podle převoditelnosti na akcie na jméno a na majitele. Podle rozsahu práv majitele se akcie dělí na :

1) Kmenové (obyčejné) akcie - majitel má veškerá práva spojená s držbou akcie.

2) Prioritní (preferenční) akcie - garantují majiteli výplatu určité minimální dividendy, ale nedávají právo rozhodovat na valné hromadě. Tyto akcie mají přednost při výplatě dividend před kmenovými, ale jejich výše může činit max. 50 % ze zákl. jmění společnosti.

3) Zaměstnanecké akcie - mohou tvořit max. 5 % zákl. jmění. Tyto akcie emituje a.s. pro své zaměstnance, ale stanoví přitom předem cenu odkupu a tyto akcie jsou obchodovatelné jen mezi zaměstnanci společnosti.

V ČR všechny akcie z kuponové privatizace jsou v zaknihované podobě evidované v SCP. Většina těchto akcií dnes zní na majitele, ale některé nejsou veřejně obchodovatelné. Právní ochrana akcionářů však stále zatím nedosahuje úrovně běžné ve vyspělých zemích.

3. Burza cenných papírů (BCP)

BCP je vrcholná, institucionální forma obchodování s CP. Burza představuje zvláštní shromáždění osob (obchodníků s CP) na předem určeném místě v určitém čase, kde podle předem stanovených podmínek dochází k setkání nabídky a poptávky po CP. BCP je založena na členském principu, což znamená, že pouze její členové zde mají právo obchodovat a ostatní investoři musí obchodovat pouze přes členy burzy. Burza má přesně stanovená pravidla obchodování, která se řídí burzovním řádem. Existují zde rovněž mechanismy, které mají chránit investory, což znamená, že burza stanoví podmínky ke kotaci všech obchodovaných CP.

3.1. Význam existence burzy

BCP má nezastupitelné místo v ekonomice každého vyspělého státu a bývá proto označována jako " barometr ekonomiky ". To znamená, že kurzy akcií by měly ukazovat, které podniky a obory jsou na vzestupu nebo naopak. Jestliže bude např. průměrný index kurzů v bankovníctví vyšší než v textilním průmyslu, pak to znamená, že peněžnictví má vyšší úroveň a je ceněno výše než textilní průmysl.

Mezi nejdůležitější úkoly burzy patří :

- 1) Burza má za úkol vyvolat důvěru investorů ve stabilitu národního hospodářství a motivovat je k investování.
- 2) Burza umožňuje pružné soustřeďování volných peněžních prostředků do určitých oborů nebo podniků tak, aby tyto prostředky fungovaly co možná nejefektivněji a přinášely maximální výnos.
- 3) Burza má selektivní funkci - kapitál se přelévá do míst s očekávaným nejvyšším zhodnocením na úkor ostatních oborů; toto přelévání zajišťuje relativně objektivním oceněním - stanovením kurzů.

Jestliže investoři věří v budoucnost a rozvoj určité firmy, potom investují určité prostředky do akcií této firmy, což většinou vede ke zvýšení jejích kurzů. Z vyššího tržního kurzu firma sice nic nemá, ale zvyšuje to její image a veřejnou známost.

Tato firma má potom mnohem snazší přístup k levnějšímu cizímu kapitálu a tím se může rychleji rozvíjet. Investoři mají zisk také, protože potom hodnota jejich akcií bude vyšší a firma bude moci vyplácet vyšší dividendy. Naopak špatným firmám burza může škodit, protože jim opačným postupem zastaví přísun kapitálu.

Burzy sice mohou být navenek nezávislé, ale stát vždy provádí dohled nad jejich činností. Je to pochopitelné, protože např. pokles kurzu a.s. ČEZ o 5 % za jediný den znamená jeho " papírovou " ztrátu o téměř 3 mld. Kč.

3.2. Typy BCP.

Na světě existují dva typy burz :

1) V anglo - amerických zemích jsou burzy zakládány skupinami obchodníků a finančníků a mají soukromoprávní charakter. V těchto zemích se obchoduje systémem " price driven ". Podstata spočívá v tom, že zde existuje speciální obchodník (Market Maker), který má povinnost kotovat cenu, za kterou nakupuje a prodává CP a tím vytváří trh a rozpětí cen. Market Maker má možnost vyvolávat si pomocí terminálu všechny aktuální objednávky na nákup či prodej a určovat tak ceny, které se v čase mění.

2) Ve většině evropských zemích se obchoduje systémem " order driven ". V tomto systému je veškerá nabídka a poptávka tvořena na základě příkazů k prodeji a nákupu a obchoduje se za jednu fixně stanovenou cenu. Na Burze cenných papírů Praha (BCPP) se obchoduje tímto systémem.

Rozdíly jsou i v účastnících burzy a ve zveřejňování informací :

- americký systém - zde je převaha individuálních investorů a fondů, zveřejňují se všechny podstatné hosp. informace, trh je celkově velmi likvidní.
- německý systém - rozhodující místo mají banky a specializované makléřské firmy.

Burza je celkově méně likvidnější, protože velké balíky důležitých akcií drží především banky, které s nimi příliš neobchodují. Také zde má BCPP blíže k německému systému.

V současné době je na světě asi 160 burz, z nichž ale asi jen 15 má větší mezinárodní význam. Nejvýznamnější světovou burzou je NYSE (The New York Stock Exchange), která má největší vliv na ostatní světové burzy. V roce 1990 činila její tržní kapitalizace (součin cen a počtu obchodovaných CP) 2 750 mld. USD. Z hlediska tržní kapitalizace byla v r. 1990 největší burza v Tokiu s kapitalizací 379 231 mld. JPY. Největší evropskou burzou je Londýn s kapitalizací 1 575 mld. GBP. Tato burza je specifická tím, že se zde obchoduje se všemi významnými akciemi.

3.3. Investoři na burze

Investory na tomto trhu lze rozdělit na dlouhodobé, spekulanty a arbitrážníky.

Dlouhodobí investoři investují v časově delším období do takových CP, u nichž jsou přesvědčeni, že jejich hodnota bude aspoň taková, za kterou CP pořídili po odečtení inflace.

Spekulanty nazýváme obchodníky, kteří očekávají v nejbližších dnech nebo týdnech pohyby kurzů CP. Dělíme je na býky (bulls) a medvědy (bears). Býci očekávají nárůst ceny a proto kupují CP, které potom se ziskem prodají. Naproti tomu medvědi očekávají pokles a proto prodávají své CP okamžitě, aby je po poklesu jejich ceny mohli nakoupit levněji.

Arbitrážníci využívají cenových rozdílů na různých trzích v čase (na jednom trhu levněji nakoupí a na druhém výhodněji prodá). Typická arbitráž na vyspělých počítačových burzách trvá několik sekund, ale u nás je podobná činnost stále velice riskantní především z důvodů malé likvidity a dlouhé doby vypořádání obchodu.

Český sekundární trh s CP tvoří BCPP, RM - Systém (RM-S) a SCP.

3.4. BCPP

BCPP má charakter akciové společnosti a je založena na členském principu, v současné době má 84 členů. Obchoduje se zde převážně s akcemi z první a druhé vlny kuponové privatizace a obligacemi. BCPP byla oficiálně otevřena 6.4.1993, od 13.7.1993 se obchodovalo s prvními akcemi z privatizace.

Burzovní trh se dělí na kotovaný a nekotovaný. Na kotovaném trhu se obchoduje s nejlepšími podniky (tzkv. blue chips), které musely splnit zvláštní požadavky stanovené kótačním výborem burzy a musí pravidelně podávat informace o svém hospodaření. O tyto akcie je největší zájem a tvoří největší část celkového obratu burzy, který činí do současnosti cca 100 mld. Kč.

Od 19.9.1994 se na BCPP obchoduje 5x týdně na principu cenového fixingu, kdy se cena oproti minulé může změnit max. o 5 %. Drobní investoři obchodují na centrálním trhu v tzkv. automatizovaném systému (AOS), kde se vytváří fixní cena na základě celkové nabídky a poptávky tak, aby mohlo být uspokojeno co nejvíce zájemců.

Za tuto cenu se realizují tzkv. dodatečné objednávky, kdy členové burzy napojení on - line na AOS mohou svými pokyny dorovnat převisy nabídky nebo poptávky u každého druhu akcie. Od ceny kotované v AOS je závislá cena u přímých obchodů, která se může lišit max. o 25 %. Přímý obchod mohou uzavřít dvě členské firmy mezi sebou na základě dohody. Podíl přímých obchodů na obratu burzy činí cca 75 %. Toto cenové omezení neplatí pro blokové obchody, kde ve velkých objemech mezi sebou obchodují členové burzy nebo FNM prodává akcie.

K vypořádání a zúčtování obchodů byl 5.4.1993 založen Burzovní registr cenných papírů (BRCP).

BRCP vede majetkové účty členů burzy a provádí kontrolu, zda prodávající má na účtě v BRCP dostatečné množství CP a provádí jejich blokaci, aby je nebylo možné prodat na jiném trhu. Vypořádání se provádí dodáním CP proti jejich zaplacení 3. pracovní den po seanci. Při nedodání CP může BRCP uložit viníkovi pokutu a provede intervenční nákup na jeho účet za vyšší cenu.

3.5. RM - S

A.s. RM-S je zatím jediný mimoburzovní trh s CP v ČR. RM-S je 100 % dceřinnou společností firmy PVT, a.s. Tento trh je určen pro drobné akcionáře, kterých je v ČR velká většina. Na trh RM-S může vstoupit každý prostřednictvím pokynu k prodeji nebo nákupu CP.

V současnosti RM-S poskytuje několik možností obchodování, z nichž je nejdůležitější průběžná aukce. Tato aukce je každodenní kontinuální obchodování, kde se ceny mění podle aktuální nabídky a poptávky. Na každý den je stanoveno určité cenové pásmo pro každý druh akcie. Před uzavřením obchodu se provede předobchodní validice, kdy se zjistí, jestli prodávající opravdu vlastní stanovený počet CP a kupující má peníze na účtě.

Zvláštní zákazníci RM-S (firmy) mohou příkazy podávat na disketě, modemem nebo si mohou pronajmout on - line nebo ambulantní stanici, kde obchodují v reálném čase a mohou tak prodat či koupit libovolnou akcii několikrát.

I když je tento způsob obchodování nejrychlejší, tak celkový obrát RM-S se neustále snižuje. Jestliže v prvním roce činnosti měl RM-S obrát 5 mld. Kč bez přímých obchodů, tak nyní za první čtyři měsíce to byla jen 1 mld. Kč.

3.6. SCP

SCP eviduje všechny zaknihované CP a změny jejich majitelů. Každý akcionář v ČR zde má zřízený majetkový účet, kde jsou evidovány všechny jeho CP. SCP rovněž od počátku své činnosti provádělo převody CP - např. u rodinných příslušníků nebo u dědictví, ale vše v malém rozsahu.

Protože myšlenka převodů CP nebyla legislativně dotažena do konce, kde by se např. stanovilo, že převody v SCP mohou provádět jen fyzické osoby mezi sebou, byl tento nedostatek zneužit velkými institucionálními investory a " černými obchodníky " k vytvoření zdaleka největšího trhu s CP v ČR. Tento trh je zcela neprůhledný , protože donedávna vůbec nebyl přehled o objemech obchodů ani o cenách převáděných akcií a umožňoval nejen daňové přesuny, ale velice pravděpodobně i praní špinavých peněz v miliardách.

Podle velmi hrubých odhadů byly do února letošního roku, kdy byla stanovena povinnost oznamovat ceny při převodech v SCP, převedeny CP v přibližné hodnotě cca 500 - 700 mld. Kč. Z těchto obchodů stát ani makléřské firmy neměly nic.

Těmito skutečnostmi velmi trpí naše pověst u seriozních dlouhodobých investorů, kteří mají zájem o portfoliové investice u nás. Navíc zveřejňované ceny jsou často až směšné, jestliže např. akcie Chemopetrolu se převáděly za symbolickou 1 Kč a nebyla dokonce nouze ani o halířové akcie. Vznikají tak pochybnosti o reálnosti stanovených cen. V SCP byly převedeny akcie SPT Telecom v rozpětí 2000 - 6000 Kč na akcii, v AOS se 20.3.1995 prodávaly akcie Čokoládoven za 2080 Kč, ale na tom samém trhu se v poměrně malém objemu obchodovaly v blokových obchodech za 6531 Kč, jejich cena v SCP byla opět zcela odlišná...

V SCP dochází ke změnám majitelů kontrolních balíků, někdy zde bylo převedeno za týden až 250 % základního jmění společnosti.

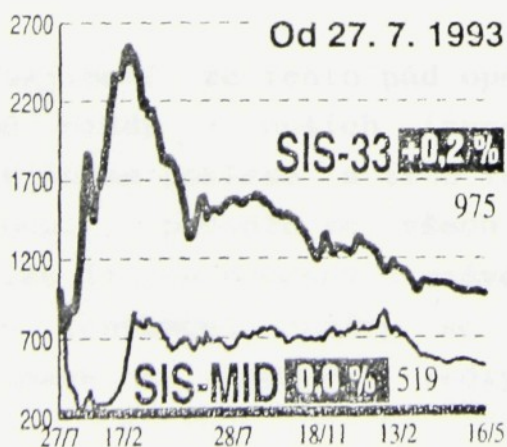
Týdně se zde převedou akcie až 1400 podniků a největší předností SCP je okamžité vypořádání, symbolická cena obchodu a velká cenová liberalizace, čemuž BCPP ani RM-S nedokáže zatím konkurovat.

4. Burzovní index a jeho vývoj

Index PX 50 se stal oficiálním indexem BCPP 5.4.1994, jeho výchozí hodnota byla 1000 bodů. Do té doby existovalo několik indexů, které rovněž měřily vývoj kurzů reprezentativních akcií. Protože si myslím, že je lepší sledovat vývoj od počátku obchodování, tak jsem vybral vývoj indexů SIS od 27.7.1993 do 16.5.1995. Index SIS-33 sleduje kurzy 33 nejlikvidnějších akcií a index SIS-MID kurzy 100 dalších akcií (obr. 2).

4.1. Vývoj indexů SIS

Zpočátku oba indexy klesaly, protože zde bylo mnoho DIKů, kteří chtěli rychle prodat své akcie z privatizace a proti nim nestála odpovídající poptávka. Proto ceny mnoha podniků poklesly na minimum. V říjnu 1993 se pokles zastavil v důsledku nákupů velkých balíků akcií a.s. ČEZ, který má v indexu SIS-33 největší váhu.



obr. 2 - Indexy SIS

Za těmito nákupy pravděpodobně stál zahraniční kapitál amerického finančníka G. Sorose. Dá se říci, že nákupy těchto akcií nastartovaly trh a po ČEZu následovaly další likvidní tituly z SIS-33. K těmto likvidním akciím se v lednu přidaly " stádovým efektem " i akcie z SIS-MID.

Za obrovským cenovým boomem tohoto období stál zahraniční kapitál v čele s hedgingovými fondy, což jsou superfondy zajišťující skupiny fondů před kurzovými rozdíly a diverzifikující jejich kapitál na různé trhy světa. Výše tohoto kapitálu, který způsobil na BCPP takový vzestup, byla asi 300 - 350 mil. USD - jen zlomek celkových aktiv těchto fondů. Toto zvyšování cen vyvolalo doslova nákupní paniku u drobných investorů a firem, kteří hromadně investovali do akcií často velkou část svých úspor.

Růst cen akcií ale nebyl podpořen růstem zisků podniků, jejich lepší se hospodářskou situací ani výrazně stabilnější ekonomikou. Ceny akcií " rostly, protože rostly " za čímž stál pouze spekulativní zájem. Zahraniční investoři vyhnali ceny nahoru a potom i částečně změnou podmínek na světových burzovních trzích odešli i se svými zisky. K dosažení tak snadných zisků jim velmi pomohl i velice špatný systém na BCPP, kterým se určovaly nové kurzy akcií. Proto musel nevyhnutně přijít jejich pád, který trvá až na několik korekcí dodnes, i když pád SIS-MID až do letošního února nebyl logicky tak strmý.

Je zajímavé, že tento pád opět začal poklesem kurzu ČEZ. V té době nikdo z našich investorů nevěřil, že je to začátek stabilního poklesu a tito investoři se snažili ještě rychle nakoupit, protože ze všech médií se ozývaly názory, že " pokles je jen dočasný a právě teď je vhodná doba k nákupům ". Tyto tendenční zprávy se objevily ještě několikrát a je zajímavé, že téměř vždy vedly ke krátkodobému zvýšení indexu.

Poprvé to bylo na přelomu května a června 1994, kdy se tvrdilo, že ceny spadly již příliš hluboko. Druhé období bylo v září v souvislosti s pozitivním vývojem na ostatních východoevropských burzách a s návratem velkých investorů z dovolených. Třetím obdobím měl být letošní leden nebo začátek obchodování s druhovlnovými akciemi. Ve skutečnosti oficiální index PX 50 vzrostl v lednu jen 3x, pak následovalo 11 poklesů v řadě a obdobná situace byla i v dalších měsících. Příchod druhovlnových akcií nepřinesl ani výrazné oživení ani zvýšení likvidity. Bylo by zajímavé vědět, zda původci těchto informací byli přesvědčeni o jejich pravdivosti nebo sledovali své vlastní zájmy.

4.2. Příčiny k poklesu indexů.

Příčin k všeobecnému poklesu je podle mě několik :

- 1) Ceny mnoha akcií byly v únoru 1994 již skutečně velice nadhodnocené.
- 2) V průběhu celého minulého roku probíhalo několik velkých úpisů akcií a obligací na primárním trhu, což vedlo k odčerpání zdrojů, které by mohly být použity na sekundárním trhu (odhad asi 30 mld. Kč).
- 3) Další zvýšení nabídky CP - obchoduje se s akciemi ze druhé vlny, fondy budou emitovat své akcie, FNM prodává akcie ze svého portfolia (velikost 250 mld. Kč).
- 4) Poškození image našeho kapitálového trhu - obchody přes SCP, aféry Lizner, Kožený, neprůhlednost některých soutěží o akcie našich podniků. Ve vyspělém světě je veškerý obchod založen na důvěře, kde je samozřejmé, že prodávající vlastní prodávané CP. Na BCPP toto pravidlo porušila členská firma Eastbrokers, ale její postih byl minimální, což vzbudilo velké překvapení ve světě, kde by tato firma ztratila důvěru.

5) Změna podmínek na mezinárodních trzích.

a) V USA na počátku března 1994 zvýšil neočekávaně Federal Reserve System z obavy před inflací krátkodobé úrokové míry o 0.25 % , což znamená, že investor, který nakoupí v USA např. investiční certifikát, dostane vyšší výnos. Tento krok se potom opakoval ještě několikrát a vedl k vzestupu úrokové míry z 3.18 % na 5.5 % p.a. Vyšší úrokové sazby znamenají nejen pokles výnosů z obligací, ale i akcií, protože investoři přesouvají část prostředků do spolehlivějších aktiv přinášejících po zvýšení úroků vyšší výnos. Na akcie a indexy akcií jsou vázány termínové kontrakty v hodnotách bilionů USD. S poklesem akcií došlo ke zhroucení těchto kontraktů a mnohé firmy přišly o stovky milionů USD. K zamezení dalších ztrát potřebovaly okamžitě hotové peníze, které vzaly z prodeje aktiv na rozvojových trzích, jako je třeba naše BCPP.

b) Výhodnější investice na jiných a spolehlivých trzích - akcie v USA, Japonsku, Německu a Francii stále stoupaly a jsou v současnosti na svých ročních maximech.

Současná stagnace je způsobena nejen malou účastí zahraničních investorů na našem trhu, kterým se náš trh zdá stále rizikový s ohledem na očekávanou výnosnost. Je ale pravda, že stejný cenový šok, jaký zažila BCPP může potkat jakýkoliv trh nebo měnu světa, protože kapitál světových " finančních kovbojů " je odhadem 10x vyšší než devizové rezervy všech vlád světa.

Zároveň ale byla chybná strategie našich investorů, kteří v polovině minulého roku nechtěli prodávat akcie (byť s menší ztrátou), dokud o ně byl zájem a získat tak prostředky na nákup. Pokud by lidé věnovali část ze svých stamiliardových úspor na nákup akcií, pak by to stačilo k oživení. Dnes, kdy trh stagnuje, je po nich ještě menší poptávka a potvrdil se tak názor, že trh a likviditu dělají pouze investoři s různými názory.

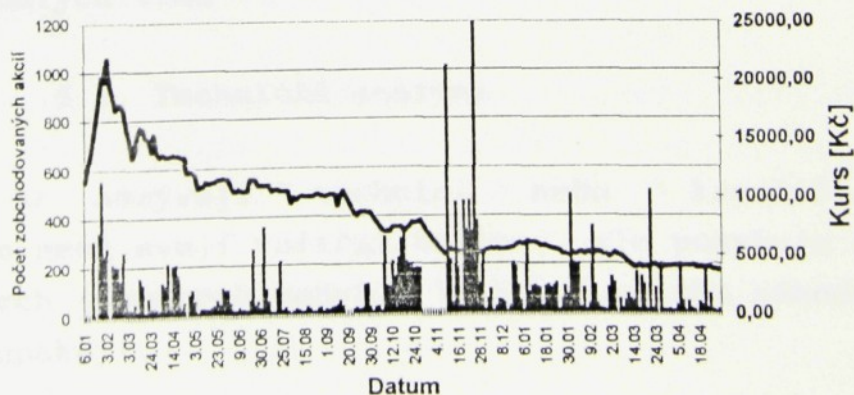
5. Metody analýz akcí na českém trhu

Akciová analýza se provádí především k určení vnitřní hodnoty akcie, která má říci, zda je akcie nadhodnocená nebo podhodnocená. Druhým motivem je prognóza budoucího vývoje. Existuje mnoho metod těchto analýz, z nichž mnohé jsou na našem trhu zcela nepoužitelné.

Podle mého názoru je jedna věc, jakou by měla akcie mít "skutečnou" hodnotu a druhá, jaká je momentální situace na trhu, momentální psychologie investorů a momentální "obvyklé" ceny. Jestliže se nenajde nikdo, kdo by byl ochoten zaplatit za akcii její "skutečnou hodnotu", která je třeba i mnohem vyšší než její současná, pak bude akcie stále podhodnocená. Na druhé straně je třeba vidět, že všichni investoři na trhu hrají proti sobě a že kdyby všichni používali stejné analýzy a měli stejné názory na ceny, tak by to vedlo ke ztrátě motivace investovat a ke zprůměrování výnosů.

Typickým příkladem, kam až mohou vést emoce investorů podporované zahraničním kapitálem, byl vývoj kurzu akcií České pojišťovny (obr. 3).

Již na počátku prosince 1993, kdy kurz byl již 9000 Kč se v tisku objevily zprávy, že i pro management je tak vysoká cena záhadou.



Vedení tento vysoký kurz zdůvodnilo tím, že jejich akcií je na trhu relativní nedostatek a že v ČR již zřejmě funguje trh. Za " normálních " okolností by to byl nepochybně signál k poklesu ceny, ale výsledkem byl vzestup na neuvěřitelných 22000 Kč za akcii ! Tato extrémní cena znamená , že i kdyby firma vyplácela ročně 100 % nominálu na dividendách (po zdanění 750 Kč na akcii), což by byl světový unikát, tak doba návratnosti této investice by byla 30 let.

Je pravda, že cena stoupala často v kódu 7 (totální převis poptávky), kdy není možné akcii koupit nebo prodat, protože míra alokace nedosahuje 20 % . Proto se mohl někdo pokusit nakoupit akcie ve vysokém objemu s tím, že jeho limitní cena k nákupu bude vyšší než maximální možná pro danou seanci. Obchod se potom neuskuteční a cena se zvýší o maximum. Takové beztestné obchody " zadarmo " bylo možné provádět na BCPP do zavedení dodatečných objednávek. Po odchodu silných investorů zájem opadl a kurz padal přesně opačným způsobem, ale v kódu 6 (totální převis nabídky).

V současné době, kdy je kurz akcie 3920 Kč (15.5.1995) a makléři doporučují prodej, tak vedení tvrdí, že hodnota jejich akcie je někde mezi 6 - 8000 Kč...

Hlavní druhy akciových analýz jsou :

- 1) Technická analýza
- 2) Fundamentální analýza
- 3) Teorie dokonalých trhů

5.1. Technická analýza

Její stoupenci se nazývají " technici " nebo " kresliči " a tvrdí, že akcie nemá svoji vnitřní hodnotu, ale pohybuje se v určitých trendech (směrech pohybu), které nejsou náhodné a pravidelně se opakují.

Snaží se přitom vyjádřit matematickými vztahy nebo grafy tyto závislosti. Kresličů většinou předpovídají cenu akcie na krátké období dopředu.

Osobně této teorii příliš nevěřím, určité krátkodobé pohyby by bylo možné vysledovat ze studia kódů obchodů a míry alokace před a po dodatečných objednávkách. Tato analýza se u nás používá velmi často.

a) Metoda diskontování dividend

Tato teorie říká, že cena akcie je vyjádřením všech současných a budoucích dividend, které podnik vyplatí. Teorie je u nás nepoužitelná, protože každý obor má jinou ziskovost, není zde dlouhodobý přehled o vyplácených dividendách a podniky musí dnes svůj zisk především reinvestovat. Např. ČEZ, který nevyplácel dividendy, by měl takřka nulovou hodnotu.

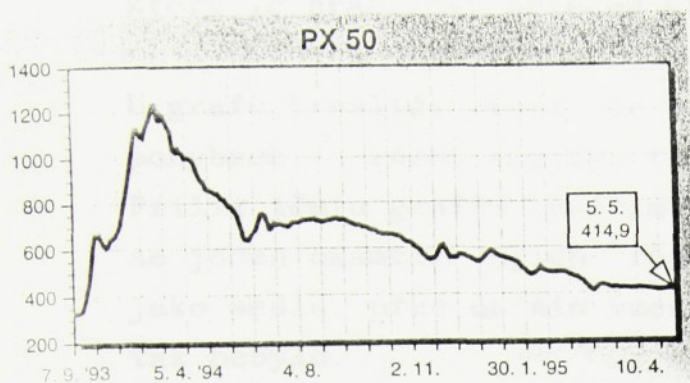
b) Beta Faktor

Tento faktor ukazuje souvislost mezi kurzovým vývojem akcie a vývojem celého indexu. Jedinou výhodou Beta Faktoru by mohla být diverzifikace portfolia - tzn. nakoupit akcie ČEZ, který "jde s trhem", protože tvoří velkou část indexu a např. akcie TMP - Telekomunikačních montáží, které se pohybují "proti trhu".

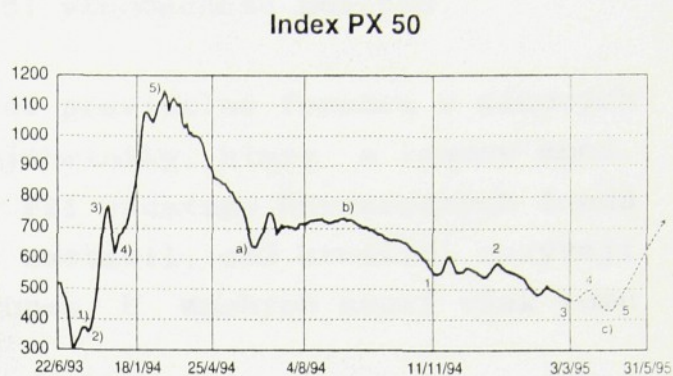
c) Elliotovy vlny

Tato teorie tvrdí, že se kurzy nebo indexy pohybují v určitých vlnách, které jsou v čase neměnné. Tato teorie byla dokazována na některých našich akciích, ale se zpětnou platností. Pouze kresličů z Komerční banky měli odvahu veřejně provést předpověď vývoje indexu PX 50 podle této teorie.

Obr. 4a ukazuje skutečný vývoj indexu do 5.5., který až do 15.5. byl prakticky neměnný a obr. 4b předpovídaný vývoj.



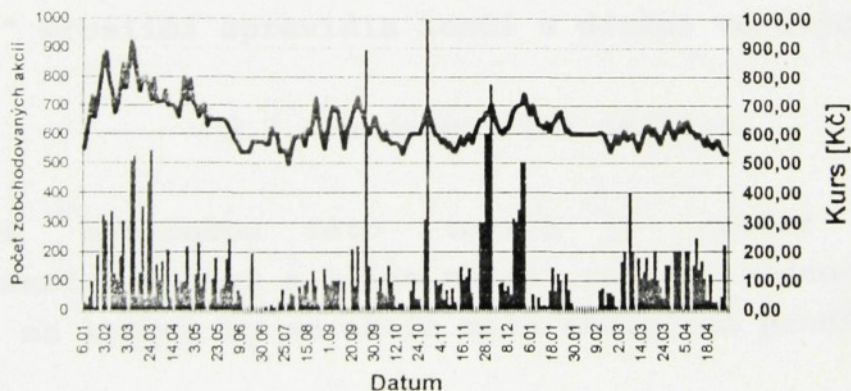
obr. 4a



obr. 4b

d) Klouzavé průměry, grafy

Metoda klouzavých průměrů spočívá ve sledování kurzů po určitý čas (např. 50 nebo 200 dnů), z těchto hodnot se vypočte průměr a podle něho se pak řídí doporučení k nákupu nebo prodeji. Zdálo se mi, že na tuto metodu se hodí vývoj kurzu ZVU (obr. 5).



Tento titul se obchoduje pravidelně v celkem solidních objemech. Několikrát jsem uvažoval o nákupu při poklesu jejich hodnoty pod 600 Kč, protože se vždy nad tuto hranici akcie dostaly. Nakonec jsem nakoupil 8 akcií za 520 Kč za akcii - skoro jejich nejnížší cena. Cena však potom poklesla až na 471 Kč, což je minimum od r. 1994 a nyní se pohybuje okolo 500 Kč.

Tento pokles může být způsoben hospodářskými výsledky za rok 1994, které neznám. V každém případě jde o zajímavý titul, který je prakticky netečný vůči všeobecnému poklesu.

U grafů kresličů tvrdí, že vidí pravidelné formace v cenových pohybech - různé vlajky, trojúhelníky, hlavy s rameny apod. Příliš těmto grafům nevěřím. Při vzestupu Harvardských fondů se jeden okamžik jejich růst zastavil, což kresličů nazývají jako sedlo před dalším vzestupem. U mnohých akcí však tomu tak nebylo.

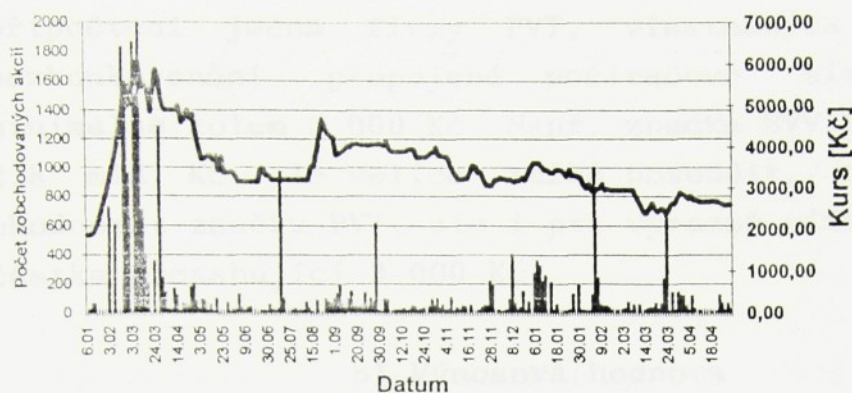
K vysledování různých linií je někdy třeba mnohem delšího období, než existuje BCPP. Ve Velké Británii, kde existuje burza již 220 let, se může třeba jednou za několik desítek let objevit určitý typ grafu, který může mnohé kresličů přesvědčit. Protože nakupují, tak cena opravdu stoupá. Podle mě je ale těžké určit, jestli nakupují kvůli grafu nebo kvůli tomu, že se domnívají, že začnou kupovat i ostatní, což je ale již záležitostí teorie dokonalých trhů. P. Samuelson ve své učebnici Ekonomie píše, že neexistují žádné laciné zisky a že " kresličů zpravidla končí s dírami ve svých botách ".

5.2. Fundamentální analýza

Hlavní myšlenkou této teorie je rozbor hospodářských informací a výkazů s cílem nalézt vnitřní hodnotu akcie (tj. cena, za kterou by se akcie měla skutečně prodávat).

Je - li vnitřní hodnota vyšší než tržní, pak je podle této teorie akcie nadhodnocená a naopak. Tato teorie je zaměřena na delší období dopředu. Skládá se z globální analýzy, která zkoumá vývoj makroekonomických a odvětvových ukazatelů a analýzy konkrétního druhu akcie, kde se zkoumá především hodnota, která je opodstatněna aktivy, zisky, dividendami, kvalitou řízení a budoucností firmy.

Vnitřní hodnotu akcie jsem se pokusil vypočítat substanční a výnosovou metodou ve společnosti PVT (obr. 6), kde jsem byl na odborné praxi.



obr. 6

a) Substanční hodnota

Nejdříve se vypočítá knižní hodnota, z ní substanční hodnota, která se vydělí počtem akcií a vyjde vnitřní hodnota akcie.

V případě PVT jsou údaje za rok 1994 neauditované v tis. Kč :

$$\begin{aligned} \text{Knižní hodnota} &= \text{Aktiva} - \text{Závazky} = 2\,020\,235 - 353\,826 = \\ &= 1\,666\,409 \text{ Kč} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Vnitřní hodnota} &= \text{Knižní hodnota} + \text{Nevykázaná aktiva} + \\ &+ \text{Tiché rezervy} \end{aligned}$$

Přes veškerou snahu se mi nepodařilo zjistit nevykázaná aktiva ani tiché rezervy (vliv odpisů). Vím pouze, že společnost používá lineární odepisování a nejvíce odepisové skupiny 1 a 4.

Hodnotu jména firmy nebo patentů mi nebyl schopen nikdo vyčíslit.

Jestliže vydělíme knižní hodnotu počtem akcií, tak dostaneme

$$1\,666\,409 : 783\,584 \cdot 1000 \text{ (Kč)} = 2\,126 \text{ Kč}$$

Tato hodnota bude ve skutečnosti určitě vyšší, protože PVT podniká v oboru, který má velkou perspektivu i ziskovost a navíc má tato firma velice silné postavení na trhu. Po připočtení jména firmy PVT, vlastněných patentů a u nás bezkonkurenční propojené počítačové sítě vyjde hodnota minimálně kolem 3 000 Kč. Např. značka BVV Brno je oceněna na 2.8 mld. Kč. Je velice těžké posoudit, na kolik je možné ohodnotit značku PVT, ale i při výrazně nižší hodnotě vychází částka přesahující 3 000 Kč.

b) Výnosová hodnota

Tato metoda tvrdí, že nejdůležitější pro zjištění vnitřní hodnoty jsou výnosy. Používá poměr mezi kurzem a ziskem na akcii (P/E - price earnings ratio), který slouží jako ukazatel nadhodnocení nebo podhodnocení u akcií ze stejného oboru. Má však nevýhodu, že vypovídá o minulých výnosech.

$$P/E = \frac{\text{tržní cena}}{\text{zisk na akcii}} \quad (4)$$

P/E tedy vlastně říká, za kolik let se naše investice vrátí. Při výpočtu vnitřní hodnoty se používá vztah :

$$P = \frac{Z}{i} \quad (5), \text{ kde } P - \text{ vnitřní hodnota akcie} \\ Z - \text{ zisk na akcii} \\ i - \text{ úroková sazba}$$

Po dosazení pro firmu PVT :

$$P = \frac{561}{0.13} = 4\,315 \text{ Kč}$$

Opět vyšla cena podstatně vyšší než současný kurz na BCPP, který se v současnosti pohybuje v rozmezí 2 600 - 2 800 Kč.
P/E pro PVT dne 17.5. :

$$P/E = \frac{2\ 650}{561} = 4.72, \text{ což je mimořádně příznivá hodnota}$$

PVT dosáhl za rok 1994 pravděpodobně druhého nejvyššího zisku ze všech akciových společností v ČR, ale pro další období se počítá spíše s jeho poklesem.

Vývoj zisku na akcii u PVT :

Rok	1991	1992	1993	1994
Zisk na akcii	137	283	394	561

Je zajímavé, že zatímco jedna skupina makléřů doporučuje jeho prodej pro neatraktivnost (anketa Burzovních novin), tak druhá jeho nákup (Profit). Kurzu PVT se nijak nedotkla aféra Lizner (PVT poskytuje software pro SCP a CKP), což pro mě bylo překvapení a jeho kurz je v poslední době relativně stabilní. Jedinými nedostatky je nízká vyplácená dividenda (vedení upřednostňuje její postupný růst) a poměrně nízká likvidita. Myslím si, že z hlediska fundamentální analýzy je PVT pravděpodobně podceněná společnost, kterých je ale na BCPP mnoho.

5.3. Teorie dokonalých trhů

Tato teorie je založena na myšlence, že kurzy akcií v sobě odrážejí všechny dostupné informace a mění se okamžitě po zveřejnění nových údajů. Nemá tedy smysl provádět žádné analýzy, protože nové informace nelze předvídat pro jejich náhodnost.

U nás tato teorie zatím příliš nefunguje, protože zde jednak stále není dostatek hospodářských údajů o podnicích a protože naše akcie stále hledají svoji rovnovážnou hodnotu a investoři reagují často na nové informace velice překvapivě.

Ve vyspělých zemích, kde burza existuje již stovky let a kde kurzy akcií našly již přibližně svoji hodnotu funguje tato teorie částečně v tzv. polosilné formě. To znamená, že tržní cena akcie v sobě zahrnuje všechny běžně dostupné údaje. Po zveřejnění se nová nebo překvapivá informace promítne do změny kurzu v několika sekundách. Touto teorií ale těžko lze vysvětlit pád indexu Dow - Jones o 30 % ve dnech 15. - 19.10.1987.

6. Faktory ovlivňující kurz akcií

Nejobecněji tyto faktory můžeme rozdělit na prvotní a druhotné.

6.1. Prvotní faktory.

Mezi nejdůležitější prvotní faktory patří :

a) Velikost úspor.

Ta se v ČR pohybuje okolo 350 mld. Kč, ale protože zde není tradice investování do CP a mnoho drobných akcionářů má s kapitálovým trhem špatné zkušenosti a nedokáže se na něm orientovat, tak jsou tyto prostředky využívány jinak.

b) Organizace kapitálového trhu a ochrana investorů.

Ta je v ČR na mnohem nižší úrovni než v zahraničí.

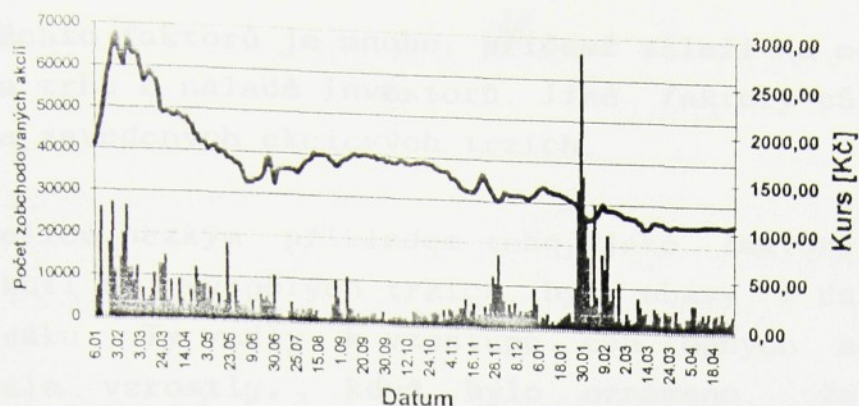
O tom, kolik je akcionářů každého podniku a jaké má kdo akcie na svém majetkovém účtě v SCP ví dnes hodně velkých makléřských firem a ani nemusí být členem BCPP. Přitom tento systém SCP má údajně patřit k nejlépe utajovaným databázím u nás.

To, že u nás může veřejnou obchodovatelnost zrušit představenstvo společnosti a ne valná hromada nebo že majoritní akcionář po naprostém ovládnutí společnosti nemá povinnost odkoupit zbytek akcií od diků (tržní hodnota tohoto zbytku by nepochybně velice poklesla), rozhodně není ve vyspělém světě obvyklé. Objevují se dokonce snahy při navyšování základního jmění společnosti vyloučit z úpisu některé akcionáře.

c) Celkový stav ekonomiky doma i ve světě a růst národního produktu.

Jestliže je naše ekonomika brána ve světě jako již transformovaná a relativně stabilní, pak by teoreticky měly růst ceny nejkvalitnějších akcií. První růst HDP byl oznámen v červnu 1994, kdy za první čtvrtletí 1994 došlo k růstu 3.5 % ve stálých cenách. Reakce však byla velmi slabá. V říjnu 1994 došlo k nárůstu ve strojírenství, na což zareagovaly některé oborové akcie mírným vzestupem, což bylo okamžitě důvodem pro tvrzení, že burza se již stává barometrem ekonomiky. Tento optimismus však rychle vystřídal jejich cenový propad.

V r. 1995, kdy již růst byl naprosto zřejmý, by se zdálo logické, že alespoň ceny nejlikvidnějších blue chips by měly růst. Takovou akcií je "vlajková loď" našeho trhu - a.s. ČEZ (obr. 7).



obr. 7

Tato společnost se základním jméním skoro 60 mld. Kč má 6 % podíl na našem HDP a za rok 1994 dosáhla čistého zisku 8.9 mld. Kč. Její P/E je oproti podobným podnikům ve světě velice příznivé a jeho vnitřní hodnota je odhadována na cca 2400 Kč. I přes růst HDP se kurz pohybuje sotva na nominální hodnotě 1100 Kč.

Vývoj kurzu ČEZ je prakticky totožný s vývojem PX 50, což znamená, že podle něj se řídí celý trh. Nejzajímavějším obdobím vývoje jeho kurzu byl začátek r. 1994. Na trhu ČEZ často stoupal v kódu 7. Např. 18.1.1994 dosahovala míra alokace 9 % (při kódu 7 se neobchodovalo), což znamená, že poptávka byla zhruba 11x větší než nabídka. Jestliže již v lednu dosahovaly obchody u ČEZu až 50 mil.Kč za seanci, pak při takovém převisu musela být poptávka alespoň 550 mil.Kč. Takový kapitál museli poskytnout buď zahr. investoři nebo nejsilnější banky, které mají přehled o objednávkách klientů. Není potom těžké pochopit, proč drobní investoři tak snadno propadli nákupní panice a proč zahr. investoři tak snadno dosáli zisku. Je rovněž zajímavé, že při kurzu nad 2000 Kč se začalo hovořit o nadhodnocení ČEZu, ale při kurzu 2900 Kč o tom, že hodnoty kolem 3000 Kč mají své opodstatnění.

6.2. Druhotné faktory v zahraničí

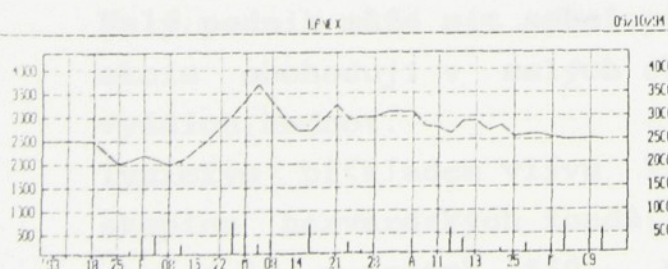
Těchto faktorů je mnoho, přičemž záleží na momentální situaci na trhu a náladě investorů. Jiné faktory působí u nás a jiné na zavedených akciových trzích.

Velice hezkým příkladem toho, jaké faktory působí na kurzy akcií na vyspělých trzích, byly obavy z dalšího konfliktu v Iráku. Ty vedly k vzestupu cen ropných akcií. Jejich ceny dále vzrostly, když bylo oznámeno, že Irák sestřelil průzkumné vrtulníky OSN, které měly hlídat hranice s Kuvajtem. Když vyšlo najevo, že je omylem sestřelily americké stíhačky, tak se ceny akcií vrátily na svoji původní hodnotu.

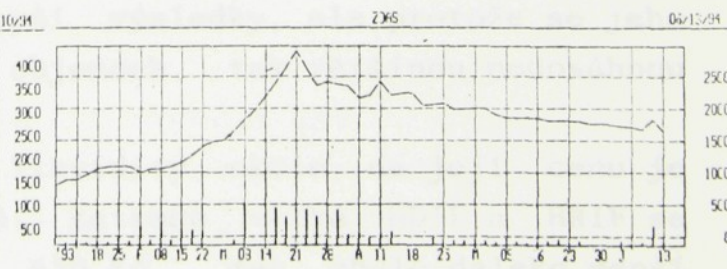
6.3. Druhotné faktory na BCPP

Na našem trhu žádná teorie dokonalých trhů v polosilné formě neplatí. Myslím si, že je třeba rozlišovat, zda je trh optimistický a rostoucí nebo naopak. Při rostoucím trhu se mi zdá, že je u nás trochu tendence vylepšovat dobré zprávy a bagatelizovat špatné a při klesajícím naopak. Při rostoucím trhu minulého roku rostly i kurzy akcií, o kterých se již tehdy vědělo, že jejich situace je špatná. Naopak při dnešní všeobecné stagnaci je zde dost podceněných akcií.

Dalším důležitým faktorem je dostupnost informací o podnicích. Ta se dnes již zlepšuje, ale ještě začátkem r. 1994 makléřské firmy nevěděly o většině podniků více, než obyčejný DIK. Příkladem, co dokáže pozitivní informace na trhu, který je rostoucí a kde je informační vakuum, je vývoj cen akcií Lanex (obr. 8a) a Žďas (obr. 8b).



obr. 8a



obr. 8b

V případě Lanexu byl v RP (9.2.1994) zveřejněn názor ředitele, že i když je podnik v druhotné platební neschopnosti, tak je přesvědčen, že cena 2100 Kč za akcii je podhodnocená a bude stoupat. Ať byl úmysl této informace jakýkoliv, z grafu je zřejmé, že po uveřejnění zprávy během měsícem vzrostla cena z 2100 na 3700 Kč.

U Žďasu HN (3.3.1994) uvedly, že dosáhl zisku 0.5 mld. Kč. Protože se ceny jeho akcií začínají podle údajů managementu blížit jeho reálné hodnotě, tak se zvažuje žádost o kotaci (podnik není kótován dodnes). Výsledkem byl vzestup z 1500 na 2945 Kč.

Bohužel nejen v těchto dvou případech není podle mě možné určit, zda vliv na zvýšení kurzů měla jen informace nebo všeobecný rostoucí trend. Na dnešním trhu již některé firmy pochopily, že tím, že o sobě poskytují málo informací, tak škodí jenom sobě.

Proto zde působí podle mého názoru tyto nejdůležitější faktory :

a) Likvidita.

Na BCPP se nyní obchoduje s přibližně 1800 tituly CP, což je nejen světová rarita, ale na náš trh naprostý nesmysl. Na burze by se mělo obchodovat jen s kótovanými CP, kterých by u nás mělo být několik desítek. V současnosti se 95 % obchodů uskutečňuje s 50 tituly CP. Na naší burze nemají co dělat podniky, které mají zákl. jmění jen několik desítek mil. Kč. Malý podnik může mít sebelepší výsledky, ale protože se jeho akcie obchodují v malých objemech, tak většinou nedosáhnou vyšších hodnot.

Typickým příkladem vlivu likvidity akcie na její cenu je skupina harvardských fondů. Zatímco velké HDIF a HRIF se obchodují v cenách 550 - 650 Kč , tak zbylé daleko menší fondy v cenách okolo 400 Kč.

Všechny fondy však mají přibližně stejně velkou hodnotu ČHA na akcii.

b) Ziskovost a P/E.

Vývoj těchto ukazatelů je závislý na likviditě. Neznámý podnik " Dop. stav. Uh. Hrad. " má P/E 0.58, IPS měla naproti tomu jednu dobu P/E dokonce 307 (podle zisku za r. 1992). A.s. Tabák, který za rok 1993 dosáhl zisku jen 46 mil. Kč, si stále udržoval P/E kolem 200. Za r. 1994 dosáhl zisku 932 mil. Kč, čímž se P/E podstatně snížilo, ale zvýšení kurzu nebylo příliš velké. Je možné, že budoucí zisk již byl započítán v ceně akcie.

Naproti tomu a.s. Severočeské doly dosáhly za r. 1994 rovněž miliardového zisku, jejich nové P/E v okamžiku zveřejnění bylo 1.98. Podnik navíc chce vyplatit dividendu 35 Kč na akcii, což při ceně těsně nad 400 Kč znamená slušný dividendový výnos. Od té doby však cena akcie této a.s. paradoxně poklesla nebo stagnovala. Nyní je srovnatelná s cenami některých méně likvidních akcií, které mají hosp. potíže.

V období všeobecného pesimismu investorů nepomáhají ani neustálé doporučení makléřů k nákupu pro silné podhodnocení, ani zveřejnění daleko lepších hosp. výsledků. Škoda Plzeň zvýšila svůj obrat o 45 % a zisk o 77 % , ale reakce investorů na tuto informaci byla prakticky nulová.

Zisk a P/E je pouze jeden (a podle mě nejdůležitější) z ukazatelů finančního zdraví firmy.

c) Kotace, vyšší hodnocení

Oznámení o kotaci nebo o zvažování návrhu kotace vede v období růstu k vyššímu růstu ceny než je průměr (viz Žďas, obr. 8b). V období naprostého poklesu znamená buď stagnaci nebo dokonce pokles.

Umístění podniku na kotovaném trhu by mělo znamenat pro investory zvýšení jeho důvěryhodnosti a krátkodobě i vzestup kurzu.

Rovněž vyšší hodnocení bonity, které udělí významná zahraniční instituce by mělo znamenat zvýšení důvěryhodnosti a kurzu (viz. 2.3.). Např. SPT Telecom dostane za velice výhodných podmínek (0.35 % nad sazbu LIBOR) zahraniční úvěr 150 mil. USD. Jedná se o první úvěr bez státních garancí a za tak nízkou sazbu, která nemá ve východoevropských zemích obdoby. KB, která dostala podobný úvěr za vyšší sazbu - LIBOR + 0.65 % , má tržní cenu přepočtenou na nominál 1000 Kč okolo 2600 Kč. Kurz Telecomu je cca 2400 Kč, i když makléři doporučují jeho nákup do hodnoty 3400 Kč, kde je jeho údajná vnitřní hodnota. Zajímavé je i srovnání ceny této akcie na BCPP a na burzách v zahraničí dne 26.4. (v Kč) :

	BCPP	Vídeň	Berlín	Mnichov
SPT Telecom	2360	2385 - 2452	2438	2456

d) Zvýšení základního jmění.

Probíhala v obdobích jak vzestupu tak i poklesu u některých důležitých a.s. na BCPP - KB, Česká spořitelna, Česká pojišťovna, Elektrárna Opatovice, ETA. Všechny tyto společnosti se obchodovaly nad nominálem a proto záleželo na emisní ceně, na době, kdy musel akcionář vlastnit akcie, aby měl předkupní právo a na době, kdy měl akcie připsané na účtě v SCP. Jestliže byla emisní cena atraktivní vzhledem k tržní, pak to většinou vedlo k růstu kurzu akcie, ale jen do doby, než se fyzicky začaly upisovat a kdy byla dočasně v SCP pro tyto účely zablokována jejich veřejná obhodovatelnost. Potom kurzy všech upisovaných akcií prudce klesly, často i pod emisní kurz. Je to pochopitelné, protože investoři získávali peníze na nové akcie prodejem starých.

e) Insider trading, přesuny akcií, zahraniční kapitál.

Insider trading znamená zneužívání důvěrných informací, které by mohly ovlivnit kurz CP. Tyto informace ještě nejsou všeobecně známy. Osoba, která má tuto informaci, ji nesmí podle zákona využít ve svůj prospěch. V praxi se u nás k takové informaci může dostat kdokoliv, ale jde o to, jestli je pravdivá.

Nejvíce se na BCPP používala metoda ovlivňování cen, kterou zákon výslovně nezakazuje. Jde o to, že investor zmanipuluje cenu akcie, kterou potom využívá buď při jednání se zahraničními kupci nebo při přímém obchodu. V přímých obchodech se obchoduje v milionech, ale cena se může lišit max. o 25 % od ceny v AOS, kde se zobchoduje třeba jediná akcie, což je naprostý nesmysl.

Další již zřetelnou tendencí jsou přesuny akcií do rukou skutečných vlastníků, kteří chtějí získat trvalé postavení v určitém podniku. V tomto případě je drobný akcionář bezmocný a nejlepším řešením je pro něho prodej buď na burze za rostoucí cenu anebo prodej přímo firmě, která toto "stahování z oběhu" provádí pro svého klienta.

Při oznámení vstupu nebo možnosti vstupu zahr. kapitálu do podniku se tato informace téměř vždy projeví zvýšením kurzu této akcie, ať je situace na burze jakákoliv.

f) Efekt leden a podzim.

Efekt leden znamená lednové zvýšení cen, které zapříčinil pokles na konci roku.

Ten je způsoben jednak předvánočními nákupy a jednak daňovými důvody. Tento efekt funguje ve slabé formě zatím pouze v zahraničí.

Efekt podzim znamená, že na konci léta nebo na podzim dochází k přechodnému růstu akcií většiny teplárenských společností. Tento růst byl u nás na podzim r. 1993 i 1994.

g) " Psychologicky " levné akcie.

Je zajímavé, že poměrně likvidní a známé akcie po relativně dlouhém a prudkém poklesu krátkodobě zvýší své kurzy o povolené maximum. Počátek tohoto růstu se dá částečně určit z míry alokace. V květnu je to příklad akcií OKD, které padaly z 80 Kč až na 52 Kč. Zpočátku byl tento pád v kódu 3 (lokální převis poptávky), což zapříčinili drobní investoři, kteří prodávali bez limitní ceny a potom v kódu 1 (dokonalá rovnováha). Poslední pokles byl opět v kódu 3, poněmž následoval krátkodobý vzestup. Zdá se mi, že pro tento okamžik byly akcie za 52 Kč psychologicky příliš levné.

h) Dividenda.

Oznámení o výplatě dividendy, která přinese poměrně vysoký dividendový výnos je většinou signálem ke zvýšení kurzu do té doby, než bude dividenda skutečně vyplacena. Poté by kurz měl teoreticky klesnout o hodnotu čisté dividendy, ale ve skutečnosti je pokles často hlubší. Proto je podle mě lepší tuto akcii prodat před výplatou dividendy.

7. Návrh investování do akcií (shrnutí)

Myslím si, že je třeba rozlišovat, jestli investovat krátkodobě se spekulacním cílem (což je rizikovější) nebo dlouhodobě s tím, že portfolio bude přinášet pravidelný stabilní výnos.

7.1. Krátkodobé investování

Především bych sledoval celkovou náladu a stav trhu, jaký je poměr stupajících a klesajících akcií.

Fundamentální analýza má jen informativní význam. Investoval bych do akcie, o níž byla uveřejněna pozitivní zpráva nebo dlouhodobě padala. K tomu je důležitá technická analýza (míry alokace, klouzavé průměry), na kterou bych koupil software. Kurzy málo obchodovaných firem bych se pokusil ovlivnit (např. pokud o nich byla uveřejněna pozitivní zpráva), což je ale riskantní, protože investoři se mohou chtít zbavit těchto nelikvidních akcií dokud je čas. Při oznámení fúze, výplaty dividendy, zvýšení zákl. jmění prodat již po prvním zvýšení ceny. Vždy je lepší prodat s malým ziskem než neprodat vůbec. V případě arbitráže bych musel mít minimálně on - line terminál na RM - S. Všechny tyto faktory závisí na tom, kolik bych do takové investice vložil. Přehled faktorů je uveden v tabulce, kde má každý faktor svoji váhu, celkový součet je 1.00.

	STAV	FUND.A.	INFORM.	LIKV.	TECHN.A.	OVLIVNĚNÍ
váha	0.20	0.05	0.25	0.20	0.15	0.15

7.2. Dlouhodobé investování

Osobně bych v tomto případě dal přednost specializované makléřské firmě, která vede dlouhodobé portfoliové účty a má vlastní analytické oddělení. Investoval bych do známých a likvidních firem, které mají budoucnost a podnikají v perspektivním oboru (spoje, informace, finance...) a mají určitý podíl na trhu. Velký význam má fundamentální analýza, v rámci které by se provedla rozsáhlá finanční analýza, analýza P/E k podnikům ve skupině a úroveň růstu oboru. Zdrojem dlouhodobého růstu může být i vstup zahr. kapitálu do podniku. Technická analýza by měla pomoci jen k tomu, aby se určila nejvhodnější doba k nákupu.

Výsledky jsou opět uvedeny v tabulce.

	LIKV.	FUND.A.	TECHN.A.	ZAHR.INV.	PERSPEKTIVA
váha	0.30	0.30	0.05	0.10	0.25

8. Závěr

V úvodní části mé práce jsem se zabýval rozdělením finančního trhu a možnostmi investování na našem kapitálovém trhu. Na tomto trhu je u nás možné investovat buď do obligací nebo akcií podniků a IF. Každá investice přitom dosahuje určité rentability, likvidity a rizika.

Investováním do akcií IF by se mělo dosáhnout vyšší diverzifikace portfolia a jeho odborná správa. Všechny tyto akcie mají dodnes vysoký diskont (rozdíl mezi ČHA a tržní cenou), který by měl být pro investory atraktivní. Na druhou stranu je pravda, že malá likvidita našeho kapitálového trhu je velkou překážkou pro jeho postupné snižování.

Ve třetí a čtvrté části práce jsem popisoval organizaci a význam burzy pro národní ekonomiku jako celek. Na burze existuje několik druhů obchodníků (dlouhodobí investoři, spekulanté a arbitrážníci), z nichž všichni mají podobné cíle, ale různé prostředky k jejich dosažení. Právě tato různorodost prostředků a názorů na chování cen akcií je rozhodující pro likviditu a další vývoj akciových indexů.

Český trh s CP tvoří BCPP, RM-S a SCP. Považoval jsem za nutné zmínit se o vývoji našeho burzovního indexu, který za rok své existence ztratil 65 % své hodnoty. Tento index nejdříve neodůvodněně rostl, ačkoliv jeho vzestup nebyl podpořen růstem zisků společností ani ekonomiky. Příčin k poklesu bylo několik, z nichž nejdůležitější bylo pravděpodobně nadhodnocení akcií, odčerpání likvidity vlivem úpisů na primárním trhu a změnou podmínek na mezinárodních trzích a další zvýšení nabídky CP.

Na českém akciovém trhu se provádí k určení hodnoty akcií buď technická nebo fundamentální analýza. Vypovídací schopnost těchto analýz u nás velice silně ovlivňuje celková nálada

investorů. Zdá se mi, že obě analýzy nelze stoprocentně aplikovat na naše podmínky, kde se burzovní trh stále vyvíjí a nechová se standardně. Proto byl také rozdíl mezi reálnou a vnitřní hodnotou u firmy PVT, a.s., kterou jsem se pokusil vypočítat, tak velký.

Faktory ovlivňující kurz akcií je možné rozdělit na prvotní a druhotné. Prvotní faktory jsou na všech světových burzách podobné a tvoří je velikost úspor, organizace kapitálového trhu a celkový stav ekonomiky. Druhotné faktory působící na směr kurzů na BCPP se liší od faktorů působících na zavedených akciových burzách. Na naší burze na rozdíl od zahraničních ani ta nejlepší informace o podniku nemusí vést k růstu jeho kurzu.

Ve své práci jsem vycházel z běžně dostupných údajů. Je možné, že při rozboru informací a jejich vlivů na kurzy akcií zde působilo více faktorů nebo důvěrné informace, které neznám. Rovněž se domnívám, že ani sebelepší software nebo kombinace akciových analýz nedokáže přesně odhadnout budoucí vývoj cen akcií. O kurzech akcií platí jediná jistota - buď půjdou nahoru nebo dolů.

Seznam použité literatury :

Beneš V. : Burzy a burzovní obchody, 2.vyd., Praha 1993

Cottle S. : Analýza cenných papírů, 1.vyd., Praha 1994

Samuelson P. : Ekonomie, 1.vyd., Praha 1991

Sharpe W. : Investice, 1.vyd., Praha 1994

Ekonom, Praha, 1993 - 1995

Hospodářské noviny, Praha, 1993 - 1995

Profit, Praha, 1994 - 1995

Rudé právo, Praha, 1993 - 1995

Přednášky z financí I,II, Liberec, 1994

Přednášky z účetnictví a finančního řízení podniku, Liberec, 1995

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech

Zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů

Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech