

# OBSAH

<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>xxiv</b>
<b>O AUTORECH</b>	<b>xxvi</b>
<b>1. ÚVOD</b>	<b>1</b>
1.1 Investiční prostředí	2
1.1.1 Cenné papíry	2
1.1.2 Trhy cenných papírů	7
1.1.3 Finanční zprostředkovatelé	7
1.2 Investiční proces	8
1.2.1 Investiční politika	8
1.2.2 Analýza cenných papírů	8
1.2.3 Sestavení portfolia	9
1.2.4 Revize portfolia	9
1.2.5 Hodnocení výkonnosti portfolia	11
1.3 Vlastnictví aktiv	11
1.4 Odvětví investic	12
1.5 Shrnutí	12
Otázky a problémy	13
<b>2. CENNÉ PAPIRY A TRHY CENNÝCH PAPIRŮ</b>	<b>14</b>
2.1 Sjedenané množství	15
2.2 Časové omezení	15
2.3 Typy pokynů	15
2.3.1 Tržní pokyny	15
2.3.2 Limitované pokyny	16
2.3.3 Stop pokyny	16
2.3.4 Stop limitovaný pokyn	17
2.4 Úvěrové účty	17
2.4.1 Nákup na úvěr	18

2.4.2	Prodeje nakrátko	21
2.4.3	Agregace	25
<b>2.5</b>	<b>Pohotovému a pravidelnému trhy cenných papírů</b>	<b>26</b>
2.5.1	Pohotovému trhy	26
2.5.2	Pravidelnému trhy	26
<b>2.6</b>	<b>Hlavní trhy v USA</b>	<b>27</b>
2.6.1	New York Stock Exchange	27
2.6.2	Ostatní burzy	33
2.6.3	Volný trh	33
2.6.4	Třetí a čtvrté trhy	35
<b>2.7</b>	<b>Informačně motivovaní a likviditně motivovaní obchodníci</b>	<b>36</b>
<b>2.8</b>	<b>Ceny jako zdroj informací</b>	<b>37</b>
<b>2.9</b>	<b>Centrální trh</b>	<b>38</b>
<b>2.10</b>	<b>Zúčtovací postupy</b>	<b>39</b>
2.10.1	Zúčtovací sdružení	39
<b>2.11</b>	<b>Pojištění</b>	<b>40</b>
<b>2.12</b>	<b>Provize</b>	<b>41</b>
2.12.1	Pevné provize	41
2.12.2	Konkurenční provize	41
<b>2.13</b>	<b>Transakční náklady</b>	<b>42</b>
2.13.1	Kurzové rozpětí	42
2.13.2	Ovlivnění ceny	44
<b>2.14</b>	<b>Investiční bankovníctví</b>	<b>44</b>
2.14.1	Podhodnocení ipo	47
2.14.2	Vyzrálé nabídky	48
2.14.3	Zásuvková registrace	49
2.14.4	Sekundární prodej	49
<b>2.15</b>	<b>Regulace trhů s cennými papíry</b>	<b>49</b>
<b>2.16</b>	<b>Souhrn</b>	<b>51</b>
	Otázky a problémy	52
<b>3.</b>	<b>INVESTIČNÍ HODNOTA A TRŽNÍ CENA</b>	<b>54</b>
<b>3.1</b>	<b>Stanovení ceny cenného papíru</b>	<b>54</b>
3.1.1	Schéma kupní poptávky	54
3.1.2	Schéma prodejní nabídky	57
3.1.3	Interakce schémat	57
<b>3.2</b>	<b>Poptávka pro držení cenných papírů</b>	<b>59</b>
3.2.1	Schéma poptávky po držení	59



<b>A.3</b>	<b>Vzájemné vztahy</b>	<b>385</b>
A.3.1	Vliv velikosti a vliv ledna	385
A.3.2	Vliv velikosti a vliv dne v týdnu	386
A.3.3	Vliv ledna a vliv dne v týdnu	388
<b>A.4</b>	<b>Souhrn empirických pravidelností</b>	<b>389</b>
<b>Dodatek B</b>	<b>Empirické a principiální faktory</b>	<b>390</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>391</b>
<b>16.</b>	<b>OHODNOCOVÁNÍ KMENOVÝCH AKCIÍ</b>	<b>393</b>
<b>16.1</b>	<b>Metoda ohodnocování pomocí kapitalizace příjmů</b>	<b>393</b>
16.1.1	Čistá dnešní hodnota	394
16.1.2	Vnitřní návratnost	394
16.1.3	Aplikace na kmenové akcie	395
<b>16.2</b>	<b>Model nulového růstu</b>	<b>396</b>
16.2.1	Vnitřní návratnost	397
16.2.2	Použití	397
<b>16.3</b>	<b>Model konstantního růstu</b>	<b>397</b>
16.3.1	Vnitřní návratnost	398
16.3.2	Souvislost s modelem bez růstu	399
<b>16.4</b>	<b>Model složeného růstu</b>	<b>399</b>
16.4.1	Vnitřní návratnost	401
16.4.2	Souvislost s modelem konstantního růstu	402
16.4.3	Dvoustupňový a třístupňový model	402
<b>16.5</b>	<b>Ohodnocování založené na konečné době držení</b>	<b>402</b>
<b>16.6</b>	<b>Modely založené na poměru cena - výnosy</b>	<b>404</b>
16.6.1	Model nulového růstu	406
16.6.2	Model konstantního růstu	406
<b>16.7</b>	<b>Zdroje růstu výnosů</b>	<b>408</b>
16.7.1	Příklad	409
<b>16.8</b>	<b>Běžně používaný přístup</b>	<b>410</b>
16.8.1	Příklad	411
16.8.2	Implicitní výnosnost	413
16.8.3	Přímka trhu cenných papírů	414
16.8.4	Požadované výnosnosti a alfa	414
16.8.5	Implicitní výnosnost trhu akcií	415
<b>16.9</b>	<b>Model diskontování dividend a očekávané výnosnosti</b>	<b>415</b>
<b>16.10</b>	<b>Souhrn</b>	<b>418</b>
	<b>Dodatek A Graham-Reaův model</b>	<b>419</b>
	<b>Dodatek B Model složeného růstu a model cena - výnos</b>	<b>421</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>422</b>

<b>17. VÝNOSY</b>	<b>424</b>
<b>17.1 Ohodnocování akcií založené na výnosech</b>	<b>424</b>
17.1.1 Výnosy, dividendy a investice	425
17.1.2 Výnosy určují tržní hodnotu	427
<b>17.2 Faktory určující dividendy</b>	<b>429</b>
<b>17.3 Informační obsah dividend</b>	<b>431</b>
<b>17.4 Účetní výnosy versus hospodářské výnosy</b>	<b>433</b>
17.4.1 Účetní výnosy	433
17.4.2 Hospodářské výnosy	433
<b>17.5 Poměr cena - výnosy</b>	<b>436</b>
17.5.1 Trvalá a přechodná složka výnosů	436
<b>17.6 Relativní tempa růstu výnosů společnosti</b>	<b>439</b>
17.6.1 Roční výnosy	440
17.6.2 Čtvrtletní výnosy	441
<b>17.7 Společné pohyby výnosů</b>	<b>441</b>
<b>17.8 Oznamování výnosů a změny cen</b>	<b>443</b>
17.8.1 Odchytky při modelování výnosů časovými řadami	444
17.8.2 Odhady budoucích výnosů analytiky cenných papírů	447
17.8.3 Revize v předpovědích analytiků cenných papírů	448
17.8.4 Zdroje chyb při předpovídání	449
17.8.5 Neočekávané výnosy a abnormální výnosnost	449
<b>17.9 Souhrn</b>	<b>450</b>
<b>Dodatek A Kategorizace value line</b>	<b>450</b>
<b>Otázky a problémy</b>	<b>452</b>
<b>18. OPCE</b>	<b>454</b>
<b>18.1 Typy opčních smluv</b>	<b>454</b>
18.1.1 Call opce	454
18.1.2 Put opce	456
<b>18.2 Obchodování s opcemi</b>	<b>457</b>
<b>18.3 Krytí</b>	<b>461</b>
<b>18.4 Zdaňování zisků a ztrát z opcí</b>	<b>463</b>
<b>18.5 Ohodnocování opcí</b>	<b>464</b>
18.5.1 Ohodnocování při vypršení	464
18.5.2 Zisky a ztráty při vypršení	464
18.5.3 Meze hodnoty call opce	465
18.5.4 Ohodnocování pomocí jednoduchých cenových změn	470



<b>18.6</b>	<b>Black-Scholesův model pro kupní opce</b>	<b>475</b>
18.6.1	Omezení použití modelu	475
18.6.2	Vzorec	477
18.6.3	Statická analýza	479
18.6.4	Odhad rizika akcie z historických cen	479
18.6.5	Souhlasné mínění trhu o riziku akcie	480
18.6.6	Zajišťovací poměry	481
18.6.7	Úprava na dividendy	482
<b>18.7</b>	<b>Ohodnocování put opcí</b>	<b>483</b>
18.7.1	Meze hodnoty put opce	484
18.7.2	Parita put a call opce	488
18.7.3	Statická analýza	489
18.7.4	Předčasně uplatnění a dividendy	489
<b>18.8</b>	<b>Opce na jiné druhy aktiv</b>	<b>490</b>
18.8.1	Opce na index	491
18.8.2	Opce na úrokovou sazbu	491
18.8.3	Opce na zahraniční měnu	493
<b>18.9</b>	<b>Pojištění portfolia</b>	<b>494</b>
18.9.1	Zakoupení pojistky	495
18.9.2	Zakoupení ochranné put opce	495
18.9.3	Vytvoření syntetické put opce	496
<b>18.10</b>	<b>Souhrn</b>	<b>499</b>
	<b>Dodatek A Cenné papíry s vlastnostmi opcí</b>	<b>500</b>
A.1	Opční listy	500
A.2	Práva	501
A.3	Doložky o umořování obligací	502
A.4	Konvertibilní cenné papíry	502
	Otázky a problémy	503
<b>19.</b>	<b>FUTURES</b>	<b>505</b>
<b>19.1</b>	<b>Futures smlouva</b>	<b>506</b>
19.1.1	Trhy s futures	508
19.1.2	Zúčtovací středisko	509
19.1.3	Pozice ve futures	511
19.1.4	Zdaňování	512
19.1.5	Zjevný zdej	512
19.1.6	Omezení ceny	513
<b>19.2</b>	<b>Základna</b>	<b>514</b>
<b>19.3</b>	<b>Rozpětí</b>	<b>514</b>
<b>19.4</b>	<b>Okamžité ceny</b>	<b>514</b>
<b>19.5</b>	<b>Ceny futures</b>	<b>516</b>
19.5.1	Jistota	516
19.5.2	Neurčitost	516

19.6	Výnosnost futures	519
19.7	Finanční futures	520
	19.7.1 Futures na cizí měnu	520
	19.7.2 Futures na úrokovou sazbu	523
	19.7.3 Futures na index trhu	524
19.8	Futures versus call opce	529
19.9	Syntetické futures	530
19.10	Souhrn	532
	Dodatek A Futures opce	532
	A.1 Call opce na futures smlouvy	533
	A.2 Put opce na futures smlouvy	533
	A.3 Porovnání s futures a s opcemi	535
	Otázky a problémy	535
20.	<b>INVESTIČNÍ SPOLEČNOSTI</b>	<b>537</b>
20.1	Čistá hodnota aktiv	538
20.2	Hlavní typy investičních společností	538
	20.2.1 Jednotkové investiční fondy	539
	20.2.2 Řízené společnosti	540
20.3	Podobné typy investic	546
	20.3.1 Pevné a proměnné anuity	546
	20.3.2 Smíšené fondy	547
	20.3.3 Nemovitostní investiční fond	547
20.4	Investiční politika	548
20.5	Účty podílových fondů	551
	20.5.1 Akumulační plány	551
	20.5.2 Důchodové plány	552
20.6	Výkonnost podílového fondu	553
	20.6.1 Řízení rizika	554
	20.6.2 Diverzifikace	555
	20.6.3 Průměrná výnosnost	556
	20.6.4 Důslednost výkonnosti	558
	20.6.5 Výdaje	559
	20.6.6 Časování trhu	561
20.7	Prémie a diskonty uzavřených fondů	562
20.8	Souhrn	563
	Otázky a problémy	564
21.	<b>FINANČNÍ ANALÝZA</b>	<b>565</b>
21.1	Profesionální organizace	565



<b>21.2</b>	<b>Důvody pro finanční analýzu</b>	<b>566</b>
21.2.1	Stanovení charakteristik cenných papírů	566
21.2.2	Pokus o identifikaci nesprávně oceněných cenných papírů	568
21.2.3	Vítězství nad trhem	569
21.2.4	Finanční analýza a dokonalost trhu	573
21.2.5	Potřebné dovednosti	573
<b>21.3</b>	<b>Ohodnocování investičních systémů</b>	<b>574</b>
21.3.1	Opomenutí úpravy na riziko	574
21.3.2	Opomenutí transakčních nákladů	574
21.3.4	Nefunkční systémy	575
21.3.5	Předstíraná vhodnost	575
21.3.6	Srovnání se snadno překonatelnými systémy	576
21.3.7	Spoléhání na zavádějící vizuální porovnání	577
21.3.8	Chyba výběru ex post	577
21.3.9	Opomenutí použít data mimo vzorek	578
<b>21.4</b>	<b>Fundamentální versus technická analýza</b>	<b>579</b>
21.4.1	Předpovídání shora dolů versus zdola nahoru	580
21.4.2	Pravděpodobnostní předpovídání	580
21.4.3	Ekonometrické modely	581
21.4.4	Analýza finančních výkazů	581
<b>21.5</b>	<b>Analytikova doporučení a ceny akcií</b>	<b>584</b>
<b>21.6</b>	<b>Zdroje investičních informací</b>	<b>586</b>
21.6.1	Publikace	586
21.6.2	Počítačová data	590
<b>21.7</b>	<b>Souhrn</b>	<b>590</b>
	<b>Dodatek A Technická analýza</b>	<b>591</b>
	A.1 Grafy	591
	A.2 Pohyblivé průměry	592
	A.3 Kritéria relativní síly	594
	A.4 Opačné mínění	594
	<b>Dodatek B Zdroje investičních informací</b>	<b>595</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>602</b>
<b>22.</b>	<b>SPRÁVA INVESTIC</b>	<b>604</b>
<b>22.1</b>	<b>Tradiční organizace zabývající se správou investic</b>	<b>604</b>
<b>22.2</b>	<b>Činnosti při správě investic</b>	<b>605</b>
<b>22.3</b>	<b>Stanovení investiční politiky</b>	<b>606</b>
22.3.1	Odhadování tolerance rizika	606
22.3.2	Rozhodování mezi rizikem a očekávanou výnosností	607
22.3.3	Konstantní tolerance rizika	609
22.3.4	Jistotní ekvivalent výnosnosti	611
<b>22.4</b>	<b>Analýza cenných papírů a sestavení portfolia</b>	<b>612</b>
22.4.1	Pasivní a aktivní správa	612
22.4.2	Výběr cenných papírů, alokace aktiv a časování trhu	613

<b>22.5</b>	<b>Revize portfolia</b>	<b>617</b>
<b>22.6</b>	<b>Vztah manažer - klient</b>	<b>617</b>
<b>22.7</b>	<b>Souhrn</b>	<b>618</b>
	<b>Dodatek A Stanovení investovny tolerance rizika</b>	<b>619</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>621</b>
<b>23.</b>	<b>OHODNOCOVÁNÍ VÝKONNOSTI PORTFOLIA</b>	<b>622</b>
<b>23.1</b>	<b>Kritéria výnosnosti</b>	<b>622</b>
	<i>23.1.1 Dolarově vážené výnosnosti</i>	<i>623</i>
	<i>23.1.2 Časově vážené výnosnosti</i>	<i>624</i>
	<i>23.1.3 Porovnání dolarově a časově vážených výnosností</i>	<i>624</i>
	<i>23.1.4 Přepočtené roční výnosnosti</i>	<i>625</i>
<b>23.2</b>	<b>Porovnávání výkonnosti</b>	<b>625</b>
<b>23.3</b>	<b>Na riziko upravená kritéria výkonnosti majetkových portfolií</b>	<b>627</b>
	<i>23.3.1 Ex post charakteristické přímky</i>	<i>629</i>
	<i>23.3.2 Poměr odměny k nestálosti</i>	<i>636</i>
	<i>23.3.3 Poměr odměny k proměnlivosti</i>	<i>637</i>
	<i>23.3.4 Porovnání na riziko upravených kritérií výkonnosti</i>	<i>639</i>
<b>23.4</b>	<b>Časování trhu</b>	<b>640</b>
	<i>23.4.1 Kvadratická regrese</i>	<i>640</i>
	<i>23.4.2 Regrese s pomocnou proměnou</i>	<i>641</i>
	<i>23.4.3 Předpovědi směru trhu</i>	<i>643</i>
<b>23.5</b>	<b>Kritika těchto na riziko upravených kritérií výkonnosti</b>	<b>645</b>
	<i>23.5.1 Použití náhrady trhu</i>	<i>645</i>
	<i>23.5.2 Odlišení dovednosti od štěstí</i>	<i>645</i>
	<i>23.5.3 Měření bezrizikové sazby</i>	<i>646</i>
	<i>23.5.4 Platnost CAPM</i>	<i>646</i>
	<i>23.5.5 Přisuzování výkonnosti</i>	<i>646</i>
<b>23.6</b>	<b>Ohodnocování výkonnosti portfolia obligací</b>	<b>647</b>
	<i>23.6.1 Indexy obligací</i>	<i>647</i>
	<i>23.6.2 Porovnání časových řad a průřezů</i>	<i>647</i>
	<i>23.6.3 Přímka trhu obligací</i>	<i>647</i>
<b>23.7</b>	<b>Souhrn</b>	<b>650</b>
	<b>Dodatek A Přisuzování výkonnosti</b>	<b>651</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>654</b>
<b>24.</b>	<b>ROZŠÍŘENÁ DIVERZIFIKACE</b>	<b>656</b>
<b>24.1</b>	<b>Mezinárodní investice</b>	<b>656</b>
	<i>24.1.1 Portfolio bohatství světového trhu</i>	<i>656</i>
	<i>24.1.2 Mezinárodní indexy akcií</i>	<i>659</i>
	<i>24.1.3 Riziko a výnosnost zahraničních investic</i>	<i>659</i>
	<i>24.1.4 Mnohonárodní firmy</i>	<i>664</i>



24.1.5 Mezinárodní kotace	665
24.1.6 Korelace mezi trhy akcií	666
<b>24.2 Hmotná aktiva</b>	<b>667</b>
24.2.1 Sběratelská aktiva	667
24.2.2 Zlato	668
<b>24.3 Sportovní sázení</b>	<b>668</b>
24.3.1 Sázký na rozpětí	669
24.3.2 Kurzové sázky	670
24.3.3 Dokonalost sázení na koňské dostihy	671
<b>24.4 Souhrn</b>	<b>672</b>
<b>Otázky a problémy</b>	<b>672</b>

**SLOVNÍČEK POJMŮ** 674

**REJSTŘÍK** 696

# STRUČNÝ OBSAH

PŘEDMLUVA	xxiv
O AUTORECH	xxvi
1. ÚVOD	1
2. CENNÉ PAPIRY A TRHY CENNÝCH PAPÍRŮ	14
3. INVESTIČNÍ HODNOTA A TRŽNÍ CENA	54
4. OHODNOCOVÁNÍ BEZRIZIKOVÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ	67
5. OHODNOCOVÁNÍ RIZIKOVÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ	92
6. PROBLÉM VÝBĚRU PORTFOLIA	110
7. ANALÝZA PORTFOLIA	128
8. CENOVÝ MODEL KAPITÁLOVÝCH AKTIV	165
9. FAKTOROVÉ MODELY A TEORIE STANOVENÍ CEN ARBITRÁŽÍ	207
10. DANĚ	231
11. INFLACE	252
12. CENNÉ PAPIRY S PEVNÝM PŘÍJMEM	272
13. ANALÝZA OBLIGACÍ	304
14. SPRÁVA PORTFOLIA OBLIGACÍ	324
15. KMENOVÉ AKCIE	344
16. OHODNOCOVÁNÍ KMENOVÝCH AKCIÍ	393
17. VÝNOSY	424
18. OPCE	454
19. FUTURES	505
20. INVESTIČNÍ SPOLEČNOSTI	537
21. FINANČNÍ ANALÝZA	565
22. SPRÁVA INVESTIC	604
23. OHODNOCOVÁNÍ VÝKONNOSTI PORTFOLIA	622
24. ROZŠÍŘENÁ DIVERZIFIKACE	656
SLOVNÍČEK POJMŮ	674
REJSTŘÍK	696



# OBSAH

Kapitola 1, řešení (Úvod)	707
Kapitola 2, řešení (Cenné papíry a trhy cenných papírů)	709
Kapitola 3, řešení (Investiční hodnota a tržní cena)	714
Kapitola 4, řešení (Ohodnocování bezrizikových cenných papírů)	717
Kapitola 5, řešení (Ohodnocování rizikových cenných papírů)	724
Kapitola 6, řešení (Problém výběru portfolia)	727
Kapitola 7, řešení (Analýza portfolia)	731
Kapitola 8, řešení (Cenový model kapitálových aktiv)	735
Kapitola 9, řešení (Faktorové modely a teorie stanovení cen arbitráží)	740
Kapitola 10, řešení (Daně)	745
Kapitola 11, řešení (Inflace)	749
Kapitola 12, řešení (Cenné papíry s pevným příjmem)	752
Kapitola 13, řešení (Analýza obligací)	756
Kapitola 14, řešení (Správa portfolia obligací)	760
Kapitola 15, řešení (Kmenové akcie)	765
Kapitola 16, řešení (Ohodnocování kmenových akcií)	770
Kapitola 17, řešení (Výnosy)	776
Kapitola 18, řešení (Opce)	779
Kapitola 19, řešení (Futures)	785
Kapitola 20, řešení (Investiční společnosti)	789
Kapitola 21, řešení (Finanční analýza)	793
Kapitola 22, řešení (Správa investic)	797
Kapitola 23, řešení (Ohodnocování výkonnosti portfolia)	801
Kapitola 24, řešení (Rozšířená diverzifikace)	808

Pozitivní vztah mezi rizikem a výnosností popsán v textu je chápán *ex ante*. To znamená, že investoři očekávají od rizikovějších cenných papírů vyšší výnosnost. Tato očekávání však nejsou vždy naplněna, zejména za relativně krátké období, například rok. Ve skutečnosti je podle definice pravděpodobnější, že rizikovější cenné papíry vykážou krátkodobě výnosnosti značně pod (nebo nad) očekávání. Za delší období se však dá pozorovat, že rizikovější cenné papíry poskytnou vyšší průměrné výnosnosti než méně riziková aktiva.

(5)

Ve smyslu nominálních výnosností byl nejhrošším rok 1931, kdy akcie poskytl výnosnost -43,34%. V 70. letech byl nejhorším rok 1974, kdy výnosnost akcií byla -26,47%. V roce 1931 však ceny skutečně poklesly, zatímco v roce 1974 stouply. Reálná výnosnost finančního aktiva se dá přibližně vyjádřit jako nominální výnosnost finančního aktiva minus míra inflace (procentní změna cenového indexu). Tedy:

3.2.2	Elasticita schématu	60
3.2.3	Posuvy schématu	60
3.3	Účinky postupů při prodeji nakrátko	61
3.4	Cena jako souhlas	61
3.5	Dokonalost trhu	64
3.6	Souhrn	65
	Otázky a problémy	66
4.	<b>OHODNOCOVÁNÍ BEZRIZIKOVÝCH CENNÝCH PAPIŘŮ</b>	67
4.1	Investice	67
4.1.1	Rozhodování kolik investovat	67
4.1.2	Použití křivek indiference	68
4.2	Investice a úrok	69
4.2.1	Kapitálová nabídka a poptávka	70
4.3	Nominální versus reálné úrokové sazby	71
4.4	Míra výnosnosti do splatnosti	72
4.5	Okamžité úrokové sazby	74
4.6	Diskontní faktory	75
4.7	Termínové úrokové sazby	76
4.8	Termínové úrokové sazby a diskontní faktory	78
4.9	Durace	78
4.10	Složené úročení	79
4.11	Metoda bankovního diskontu	80
4.12	Spojitě úročení	80
4.13	Křivky výnosností	82
4.14	Teorie časových struktur	82
4.14.1	Teorie nestranných odhadů	83
4.14.2	Teorie preference likvidity	86
4.14.3	Teorie segmentace trhu	88
4.14.4	Empirické důkazy teorií	88
4.15	Souhrn	89
	Otázky a problémy	90



<b>5. OHODNOCOVÁNÍ RIZIKOVÝCH CENNÝCH PAPIRŮ</b>	<b>92</b>
5.1 Tržní versus osobní ohodnocení	92
5.2 Přístupy k ohodnocování cenných papírů	93
5.3 Explicitní ohodnocování podmíněných plateb	94
5.3.1 Pojištění	94
5.3.2 Ohodnocování na úplném trhu	95
5.3.3 Meze pojištění	96
5.4 Pravděpodobnostní předpovídání	97
5.4.1 Odhadování pravděpodobností	97
5.4.2 Rozdělení pravděpodobností	98
5.4.3 Stromy událostí	100
5.4.4 Očekávaná hodnota	101
5.4.5 Očekávaná versus slibená míra výnosnosti do splatnosti	103
5.5 Očekávaná výnosnost za dobu držení	104
5.5.1 Výpočet výnosnosti za dobu držení	104
5.5.2 Odhad očekávané výnosnosti za dobu držení	106
5.5.3 Odhad očekávané výnosnosti za dobu držení obligace	107
5.6 Očekávaná výnosnost a ohodnocení cenného papíru	107
5.7 Souhrn	108
Otázky a problémy	108
<b>6. PROBLÉM VÝBĚRU PORTFOLIA</b>	<b>110</b>
6.1 Počáteční a koncové bohatství	110
6.1.1 Stanovení výnosnosti portfolia	111
6.2 Křivky indiference	112
6.3 Nenasycenost a odpor k riziku	115
6.3.1 Nenasycenost	115
6.3.2 Odpor k riziku	115
6.4 Výpočet očekávaných výnosností a směrodatných odchylek portfolií	117
6.4.1 Očekávané výnosnosti	117
6.4.2 Směrodatné odchylky	119
6.5 Souhrn	123
Dodatek A Rizikově neutrální a riziko vyhledávající investoři	124
Otázky a problémy	125
<b>7. ANALÝZA PORTFOLIA</b>	<b>128</b>
7.1 Věta o efektivní množině	128
7.1.1 Přípustná množina	129
7.1.2 Aplikace věty o efektivní množině na přípustnou množinu	129
7.1.3 Výběh optimálního portfolia	130

<b>7.2</b>	<b>Konkávnost efektivní množiny</b>	<b>132</b>
<b>7.3</b>	<b>Umožnění bezrizikového investování</b>	<b>139</b>
7.3.1	Definování bezrizikového aktiva	139
7.3.2	Investování do bezrizikového aktiva a do rizikového aktiva	140
7.3.3	Investování do bezrizikového aktiva a do rizikového portfolia	142
7.3.4	Vliv bezrizikové investice na efektivní množinu	144
7.3.5	Vliv bezrizikové investice na výběr portfolia	147
<b>7.4</b>	<b>Umožnění bezrizikového vypůjčování</b>	<b>147</b>
7.4.1	Vypůjčování a investování do rizikového cenného papíru	148
7.4.2	Vypůjčování a investování do rizikového portfolia	150
<b>7.5</b>	<b>Umožnění bezrizikového investování a vypůjčování</b>	<b>152</b>
7.5.1	Vliv bezrizikového investování a vypůjčování na efektivní množinu	152
7.5.2	Vliv bezrizikového investování a vypůjčování na výběr portfolia	153
<b>7.6</b>	<b>Souhrn</b>	<b>153</b>
	<b>Dodatek A Stanovení investorova optimálního portfolia</b>	<b>155</b>
	<b>A.1 Markowitzův model</b>	<b>155</b>
A.1.1	Určení skladby a umístění efektivní množiny	155
A.1.2	Určení skladby optimálního portfolia	159
	<b>A.2 Zavedení bezrizikových příležitostí</b>	<b>160</b>
A.2.1	Určení skladby a umístění efektivní množiny	160
A.2.2	Určení skladby optimálního portfolia	160
	<b>Dodatek B Umožnění různých sazeb pro vypůjčování a zapůjčování</b>	<b>161</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>163</b>
	<b>8. CENOVÝ MODEL KAPITÁLOVÝCH AKTIV</b>	<b>165</b>
<b>8.1</b>	<b>Předpoklady</b>	<b>165</b>
<b>8.2</b>	<b>Přímka kapitálového trhu</b>	<b>167</b>
8.2.1	Separáční teorem	167
8.2.2	Tržní portfolio	168
8.2.3	Efektivní množina	170
<b>8.3</b>	<b>Přímka trhu cenných papírů</b>	<b>171</b>
8.3.1	Důsledky pro jednotlivá riziková aktiva	171
8.3.2	Příklad	175
<b>8.4</b>	<b>Tržní a jedinečné riziko</b>	<b>177</b>
<b>8.5</b>	<b>Očekávané versus skutečné hodnoty</b>	<b>179</b>
<b>8.6</b>	<b>Rovnovážné očekávané výnosnosti</b>	<b>179</b>
<b>8.7</b>	<b>Procesy generující výnosnost</b>	<b>180</b>
8.7.1	Charakteristická přímka	180
8.7.2	Skutečná nadměrná výnosnost	182
<b>8.8</b>	<b>Diverzifikace</b>	<b>184</b>



8.8.1	Celkové riziko portfolia	184
8.8.2	Tržní riziko portfolia	186
8.8.3	Jedinečné riziko portfolia	186
8.8.4	Příklad	187
<b>8.9</b>	<b>Nerovnováha</b>	<b>189</b>
8.9.1	Alfa	190
8.9.2	Proces generující výnosnost	191
8.9.3	Kreslení charakteristických linií	192
<b>8.10</b>	<b>Určení efektivní množiny</b>	<b>193</b>
<b>8.11</b>	<b>Souhrn</b>	<b>196</b>
	<b>Dodatek A Některé rozšířené verze CAPM</b>	<b>197</b>
	<b>A.1 Efektivní investiční politika při omezeném nebo drahém vypůjčování</b>	<b>197</b>
	A.1.1 Příмка kapitálového trhu	197
	A.1.2 Příмка trhu cenných papírů	198
	<b>A.2 Heterogenní očekávání</b>	<b>199</b>
	<b>A.3 Likvidita</b>	<b>200</b>
	<b>Dodatek B Odvození přímky trhu cenných papírů</b>	<b>203</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>204</b>
<b>9.</b>	<b>FAKTOROVÉ MODELY A TEORIE STANOVENÍ CEN ARBITRÁŽÍ</b>	<b>207</b>
<b>9.1</b>	<b>Jednofaktorové modely</b>	<b>207</b>
	9.1.1 Dvě důležité vlastnosti jednofaktorových modelů	209
<b>9.2</b>	<b>Vícefaktorové modely</b>	<b>210</b>
	9.2.1 Dvo-faktorový model	211
	9.2.2 Sektorové faktorové modely	212
	9.2.3 Obecné faktorové modely	213
	9.2.4 Faktorové modely a rovnováha	214
<b>9.3</b>	<b>Teorie stanovení cen arbitráží</b>	<b>214</b>
	9.3.1 Faktorová portfolia	214
	9.3.2 Očekávané výnosnosti faktorových portfolií	216
	9.3.3 Očekávané výnosnosti cenných papírů	217
<b>9.4</b>	<b>Sloučení APT a CAPM</b>	<b>219</b>
	9.4.1 Koefficienty beta a citlivosti na faktory	219
	9.4.2 Očekávané výnosnosti, faktorové beta a citlivosti cenných papírů	220
<b>9.5</b>	<b>Souhrn</b>	<b>221</b>
	<b>Dodatek A Testování rovnovážných teorií stanovení cen aktiv</b>	<b>222</b>
	A.1 Testy modelu stanovení cen kapitálových aktiv	222
	A.2 Testy teorie stanovení cen arbitráží	225
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>228</b>
<b>10.</b>	<b>DANĚ</b>	<b>231</b>
<b>10.1</b>	<b>Daně ve Spojených státech</b>	<b>231</b>

<b>10.2</b>	<b>Daň z příjmů korporací</b>	<b>232</b>
10.2.1	Sazby daně z příjmu korporací	232
10.2.2	Definování příjmů	233
10.2.3	Odpisy	234
10.2.4	Ohodnocování zásob	235
10.2.5	Amortizace a vyčerpání	236
10.2.6	Odčitatelnost úrokových plateb	237
10.2.7	Příjmy korporace z dividend, úroků a kapitálových zisků	238
10.2.8	Organizace osvobozené od daní	239
<b>10.3</b>	<b>Daň z příjmů fyzických osob</b>	<b>239</b>
10.3.1	Sazby daně z příjmů fyzických osob	240
10.3.2	Obligace osvobozené od daní	242
10.3.3	Alternativní minimální daň	244
10.3.4	Odčitatelné náklady	245
10.3.5	Kapitálové zisky a ztráty	245
10.3.6	Státní daň z příjmů	247
<b>10.4</b>	<b>Daňové úkryty</b>	<b>248</b>
<b>10.5</b>	<b>Souhrn</b>	<b>248</b>
	<b>Dodatek A Federální daň z pozůstalosti a darovací daň</b>	<b>248</b>
	<b>A.1 Daň z pozůstalosti</b>	<b>248</b>
	<b>A.2 Darovací daň</b>	<b>249</b>
	<b>Otázky problémy</b>	<b>250</b>
<b>11.</b>	<b>INFLACE</b>	<b>252</b>
<b>11.1</b>	<b>Inflace ve Spojených státech</b>	<b>252</b>
11.1.1	Měření inflace	252
<b>11.2</b>	<b>Cenové indexy</b>	<b>253</b>
<b>11.3</b>	<b>Nominální a reálné výnosnosti</b>	<b>255</b>
11.3.1	Nominální výnosnosti	255
11.3.2	Reálné výnosnosti	255
11.3.3	Vliv očekávání investora	256
<b>11.4</b>	<b>Úrokové sazby a inflace</b>	<b>257</b>
<b>11.5</b>	<b>Vliv inflace na vypůjčovatele a zapůjčovatele</b>	<b>257</b>
<b>11.6</b>	<b>Indexování</b>	<b>258</b>
<b>11.7</b>	<b>Účetnictví reprodukčních nákladů</b>	<b>259</b>
<b>11.8</b>	<b>Zdanění, inflace a kapitálová návratnost</b>	<b>262</b>
<b>11.9</b>	<b>Cenné papíry jako zajištění před inflací</b>	<b>263</b>
<b>11.10</b>	<b>Zajištění před inflací a očekávaná výnosnost</b>	<b>267</b>



11.11	<b>Souhrn</b>	<b>269</b>
	<b>Dodatek A Očekávané výnosnosti, beta a zajištění před inflací</b>	<b>269</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>271</b>
<b>12.</b>	<b>CENNÉ PAPIRY S PEVNÝM PŘÍJMEM</b>	<b>272</b>
12.1	<b>Spořitelní vklady</b>	<b>272</b>
	12.1.1 <i>Komerční banky</i>	272
	12.1.2 <i>Spořitelni a úvěrové společnosti a vzájemné spořitelny</i>	274
	12.1.3 <i>Úvěrní jednoty</i>	275
	12.1.4 <i>Jiné typy spořitelních účtů</i>	275
12.2	<b>Nástroje peněžního trhu</b>	<b>275</b>
	12.2.1 <i>Komerční cenné papíry</i>	277
	12.2.2 <i>Vkladové certifikáty</i>	277
	12.2.3 <i>Bankovní akcepty</i>	277
	12.2.4 <i>Eurodolary</i>	277
	12.2.5 <i>Dohoda o zpětném odkupu</i>	278
12.3	<b>Cenné papíry vlády USA</b>	<b>278</b>
	12.3.1 <i>Pokladniční poukázky USA</i>	279
	12.3.2 <i>Pokladniční směnky USA</i>	282
	12.3.3 <i>Pokladniční obligace USA</i>	283
	12.3.4 <i>Ukládací papíry USA</i>	283
	12.3.5 <i>Pokladniční stvrzenky s nulovým kuponem</i>	284
12.4	<b>Cenné papíry federálních úřadů</b>	<b>285</b>
	12.4.1 <i>Obligace federálních úřadů</i>	286
	12.4.2 <i>Obligace federálně podporovaných úřadů</i>	286
	12.4.3 <i>Podílové listy</i>	288
12.5	<b>Cenné papíry vlád států a místní správy</b>	<b>289</b>
	12.5.1 <i>Emisní úřady</i>	290
	12.5.2 <i>Typy komunálních obligací</i>	291
	12.5.3 <i>Daňové zacházení</i>	292
	12.5.4 <i>Vlastnictví komunálních cenných papírů</i>	293
	12.5.5 <i>Trh komunálních obligací</i>	293
	12.5.6 <i>Pojištění komunálních obligací</i>	294
12.6	<b>Euroobligace</b>	<b>294</b>
12.7	<b>Podnikové obligace</b>	<b>295</b>
	12.7.1 <i>Obligační smlouva</i>	295
	12.7.2 <i>Typy obligací</i>	296
	12.7.3 <i>Doložky o umořování</i>	297
	12.7.4 <i>Umořovací fondy</i>	297
	12.7.5 <i>Neveřejný prodej</i>	297
	12.7.6 <i>Konkurz</i>	298
	12.7.7 <i>Vlastnictví podnikových obligací</i>	299
	12.7.8 <i>Obchodování s podnikovými obligacemi</i>	299
12.8	<b>Preferenční akcie</b>	<b>300</b>

12.9	Souhrn	302
	Otázky a problémy	302
13.	<b>ANALÝZA OBLIGACÍ</b>	<b>304</b>
13.1	Použití metody kapitalizace příjmů na obligace	304
13.2	Atributy obligací	306
	13.2.1 Kuponová sazba a doba splatnosti	307
	13.2.2 Doložky o umořování	307
	13.2.3 Daňové postavení	309
	13.2.4 Prodejnost	309
	13.2.5 Pravděpodobnost nesplnění závazku	309
13.3	Struktura rizika úrokových sazeb	317
13.4	Faktory určující rozpětí výnosností	319
13.5	Finanční ukazatele jako prediktory selhání	320
	13.5.1 Metody jedné proměnné	320
	13.5.2 Metody více proměnných	321
	13.5.3 Investiční důsledky	322
13.6	Souhrn	322
	Otázky a problémy	323
14.	<b>SPRÁVA PORTFOLIA OBLIGACÍ</b>	<b>324</b>
14.1	Dokonalost trhu s obligacemi	324
	14.1.1 Chování cen pokladničních poukázek	324
	14.1.2 Expertní předpovědi úrokových sazeb	325
	14.1.3 Reakce cen na změnu hodnocení obligací	326
	14.1.4 Oznámení peněžních zásob	326
	14.1.5 Souhrn	326
14.2	Věty o stanovení cen obligací	327
14.3	Durace	328
	14.3.1 Výpočet	328
	14.3.2 Změny v časové struktuře	330
14.4	Imunizace	331
	14.4.1 Jak se dosáhne imunizace	331
	14.4.2 Problémy imunizace	333
14.5	Aktivní správa	335
	14.5.1 Analýza horizontu	335
	14.5.2 Výměny obligací	338
	14.5.3 Případná imunizace	339
	14.5.4 Klouzání po křivce výnosností	340
14.6	Obligace versus akcie	341



14.7	<b>Souhrn</b>	<b>342</b>
	<b>Otázky a problémy</b>	<b>343</b>
	<b>15. KMENOVÉ AKCIE</b>	<b>344</b>
15.1	<b>Korporativní forma</b>	<b>344</b>
	15.1.1 <i>Akciové certifikáty</i>	344
	15.1.2 <i>Hlasování</i>	345
	15.1.3 <i>Veřejné nabídky</i>	346
	15.1.4 <i>Vlastnictví versus řízení</i>	347
	15.1.5 <i>Jmění akcionářů</i>	348
15.2	<b>Dividendy v hotovosti</b>	<b>349</b>
15.3	<b>Příděl a štěpení akcií</b>	<b>350</b>
	15.3.1 <i>Důvody pro příděl a štěpení akcií</i>	350
15.4	<b>Přednostní právo</b>	<b>352</b>
15.5	<b>Záznamy kurzů a objemů obchodu</b>	<b>353</b>
15.6	<b>Obchodování zaskvěcenců</b>	<b>355</b>
15.7	<b>Hodnoty ex ante a ex post</b>	<b>357</b>
15.8	<b>Beta kmenových akcií</b>	<b>358</b>
	15.8.1 <i>Úprava beta</i>	364
	15.8.2 <i>Beta průmyslového odvětví</i>	366
	15.8.3 <i>Rovnice pro předpovídání beta</i>	368
	15.8.4 <i>Služby poskytující beta</i>	369
15.9	<b>Faktorové modely výnosností akcií</b>	<b>370</b>
	15.9.1 <i>Jednofaktorový model</i>	370
	15.9.2 <i>Dvoufaktorový model</i>	371
	15.9.3 <i>Mnohofaktorové modely</i>	372
	15.9.4 <i>Atributy nula - jedna</i>	373
15.10	<b>Odhadování rizika a korelací</b>	<b>373</b>
15.11	<b>Odhadování citlivosti na faktory</b>	<b>374</b>
	15.11.1 <i>Homogenní skupiny cených papírů</i>	374
	15.11.2 <i>Skupinové faktory</i>	376
	15.11.3 <i>Složené atributy</i>	377
	15.11.4 <i>Přístup pomocí scénáře</i>	377
	15.11.5 <i>Citlivosti na makroekonomické proměnné</i>	378
	15.11.6 <i>Faktorová analýza</i>	379
15.12	<b>Souhrn</b>	<b>380</b>
	<b>Dodatek A Empirické pravidelnosti</b>	<b>381</b>
	<b>A.1 Vliv velikosti</b>	<b>381</b>
	<b>A.2 Sezonnost výnosnosti akcií</b>	<b>382</b>
	A.2.1 <i>Vliv ledna</i>	382
	A.2.2 <i>Vliv dne v týdnu</i>	382