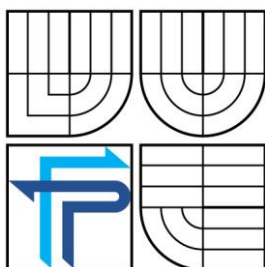


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF ECONOMICS

NÁVRH INVESTIČNÍ STRATEGIE PODNIKU

COMPANY INVESTMENT STRATEGY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. FILIP SVOBODA

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. ROMANA NÝVLTOVÁ, Ph.D.

BRNO 2008

Anotace

Diplomová práce se zabývá problematikou investiční strategie podniku. Cílem je navrhnout investiční portfolio, které bude splňovat požadavky firmy bez ohledu na její obchodní zaměření, bude efektivně využívat různých finančních instrumentů a zároveň bude splňovat požadavek likvidních peněz.

Annotation

The diploma thesis deals with the issues of a company's investment strategy. The aim is to propose an investment portfolio that will meet the company requirements regardless of its field of business, efficiently utilize various financial instruments and, at the same time, meet the requirement of liquid money.

Klíčová slova

Investice, investiční strategie, výnos, riziko, likvidita.

Key words

Investment ,investment strategy, revenue, risk, liquidity.

Bibliografická citace:

SVOBODA, F. *Návrh investiční strategie podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2008. 87 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Romana Nývltová, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. O právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně, dne 5. května 2008

.....

podpis

Poděkování

Rád bych poděkoval Ing. Romaně Nývltové, Ph.D. za podnětné připomínky, cenné rady a odborné vedení, kterými přispěla k realizaci této diplomové práce. Poděkování patří také všem, kteří mě při vzniku této práce podporovali.

Obsah

Úvod	9
1 Teoretická východiska investování	11
1.1 Finanční trhy	11
1.2 Trhy cenných papírů	13
1.3 Finanční investiční instrumenty	14
1.3.1 Klasické investiční cenné papíry	15
1.3.2 Podnikové akcie	18
1.3.3 Klasické dluhopisy	18
1.4 Teorie investování	20
1.4.1 Druhy investic	20
1.4.2 Výnos – Riziko – Likvidita	24
1.4.3 Teorie portfolia	34
2 Analýza současné situace	35
2.1 Analýza struktury aktiv českých průmyslových podniků	35
2.2 Analýza současné situace na finančních trzích	36
2.2.1 Zahraniční akciové trhy	36
2.2.2 Domácí akciový trh	42
2.2.3 Trhy dluhopisů	45
3 Návrh podnikové investiční strategie	49
3.1 Sestavení investičního portfolia	49
3.1.1 Investiční horizont	49
3.1.2 Rizikový profil	50
3.1.3 Požadovaný výnos	50
3.1.4 Sestavení portfolia	51

3.1.5	Způsoby investování	52
3.2	Investiční strategie	53
3.2.1	Konzervativní investiční strategie	53
3.2.2	Vyvážená investiční strategie	53
3.2.3	Agresivní investiční strategie.....	54
3.3	Návrhy portfolií.....	54
3.3.1	Portfolio investora s averzí vůči riziku.....	55
3.3.2	Portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku.....	59
3.3.3	Portfolio investora vyhledávajícího riziko.....	63
3.3.4	Výnosnost portfolií	66
3.3.5	Důležitá doporučení	75
Závěr	.....	80
Seznam použitých zdrojů	.....	82
Literární zdroje.....		82
Internetové zdroje.....		83
Seznam tabulek	.....	84
Seznam rovnic	.....	85
Seznam obrázků	.....	86

Úvod

Tématem předkládané diplomové práce je „Návrh investiční strategie podniku“. Toto téma jsem si vybral hned z několika důvodů. Tato problematika je pro mě velice zajímavá, protože schopnost orientovat se v dnešní době na finančních trzích pochopit problematiku investování je stále složitější.

Text diplomové práce se zabývá finančními investicemi a procesem sestavováním portfolia investičních instrumentů pro podniky, které disponují dočasnou nadbytečnou likviditou a chtějí tyto prostředky efektivně spravovat v rámci svých možností a uchránit je tak primárně před inflací. Tato portfolia vycházejí z tolerance investora vůči riziku, požadované likvidity a také výnosnosti jednotlivých finančních instrumentů, které jsou v portfoliu zahrnuty.

Cílem této práce je sestavit finanční portfolio podniku tak, aby vyjadřovalo jeho postoj k riziku, splňovalo požadavky likvidity investovaných prostředků a uchránilo finance před permanentním znehodnocováním – inflací.

Sestavení portfolia firmy či společnosti není úkolem jednoduchým a nese s sebou mnoho otázek, na které si musí nejdříve investor odpovědět. Nejdříve je nutno si položit otázku: „Potřebuje vůbec firma investovat do cenných papírů?“. Pokud je odpověď ano, můžeme přistoupit k dalším otázkám. Jak dlouho je firma schopna investované prostředky postrádat? Jaký bude očekávaný výnos? Jaké maximální přípustné riziko chce firma podstoupit a tedy jaký je s investováním spojený postoj k riziku? Jaká bude požadovaná likvidita instrumentů v portfoliu? Tyto čtyři otázky jsou zároveň kritérii, na základě kterých se bude sestavovat výsledné portfolio.

Řada společností na českém trhu alokuje prostředky mezi finanční instrumenty tak, že výsledkem jsou ztrátová čísla u finančního výsledku hospodaření. Práce se bude

snažit navrhnout taková portfolia, aby tyto ztráty byly eliminovány a investorovi portfolio přineslo výnos alespoň k pokrytí inflace.

Na finančním trhu existuje nepřehledné množství možností využít různé finanční instrumenty a v práci by měl být také stručný přehled a kategorizace těchto instrumentů pro orientaci investora, který nemá s investováním a cennými papíry mnoho zkušeností.

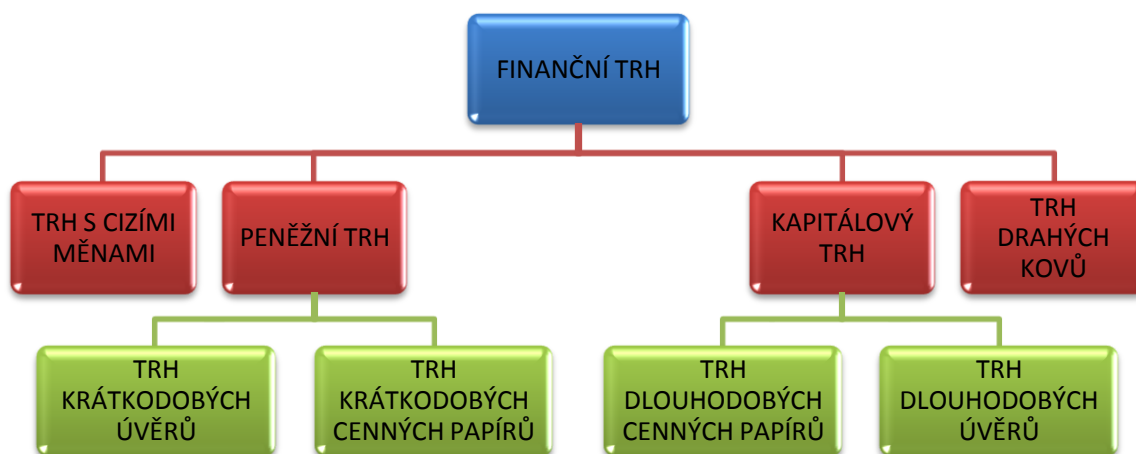
Na trhu existují také zajišťovací instrumenty, které podniky využívají k zajištění případných rizik, která mohou podnik při své činnosti ohrozit. Zároveň se společnosti těmito instrumenty zajišťují proti případným ztrátám. Práce si proto rovněž klade za cíl popsat situace, při kterých se právě tyto finanční kontrakty využívají tak, aby podnik minimalizoval rizika změn na trhu.

1 Teoretická východiska investování

1.1 Finanční trhy

„Finanční trh je systém institucí a instrumentů, zabezpečující pohyb peněz a kapitálu (nabízeného ve formě cenných papírů) ve všech jeho formách mezi různými ekonomickými subjekty; a to na základě poptávky a nabídky.“[26]

Nejčastější členění finančního trhu vychází z jednotlivých druhů finančních instrumentů, které se na jednotlivých dílčích segmentech finančního trhu obchodují. Jak vyplývá z následujícího obrázku 1, v rámci finančního trhu funguje celá řada dílčích segmentů, a to především trh peněžní a trh kapitálový, přičemž se sem obecně řadí i poněkud specifické trhy s cizími měnami a trhy drahých kovů. A pokud se jedná o další návazné členění peněžního a kapitálového trhu, je možno je dále rozdělit na trhy krátkodobých a dlouhodobých úvěrů a trhy krátkodobých a dlouhodobých cenných papírů, které dohromady tvoří „trh cenných papírů“ jako takový.



Obrázek 1 Základní členění finančního trhu. Zdroj [6]

Trhy s cizími měnami lze rozdělit na dva základní segmenty, kterými jsou trhy devizové a trhy valutové. Odlišují se způsobem obchodování, kdy na trzích devizových

jsou cizí měny obchodovány bezhotovostně a na trzích valutových hotovostně. Na devizových trzích dochází k tvorbě kurzů jednotlivých měn.

Mezi nejdůležitější trhy drahých kovů patří trhy zlata. Dále jsou to méně významné trhy stříbra, platiny a paladia. Tyto trhy drahých kovů jsou v podstatě vybrané trhy komoditní.

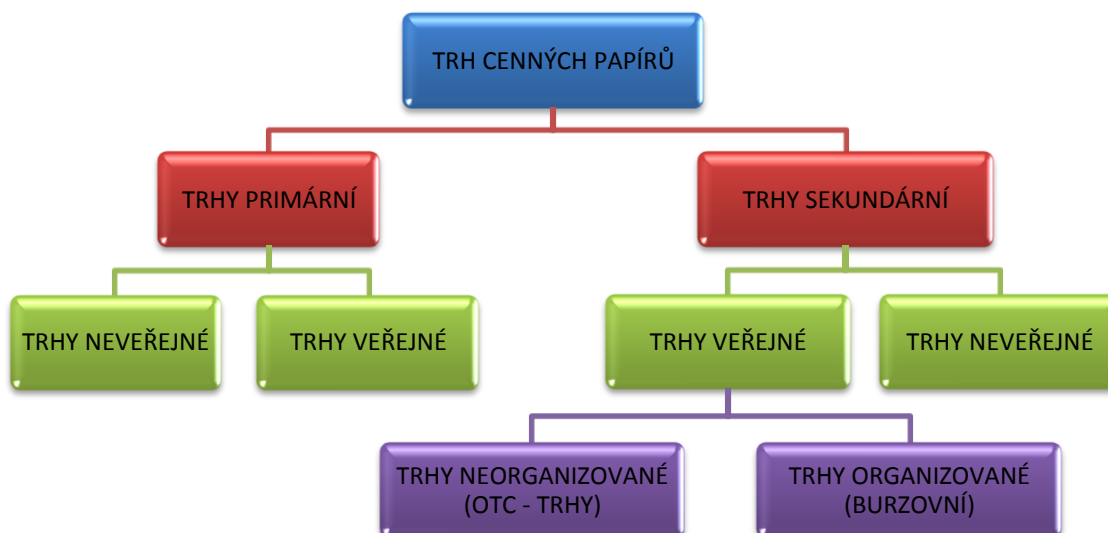
Základní vlastností peněžního trhu je krátkodobost prováděných finančních operací. Vyznačuje se zejména nízkým rizikem, nízkým výnosem a vysokou likviditou.

Kapitálový trh je trhem pro obchodování těch finančních instrumentů, které mají povahu dlouhodobých finančních investic.

Na kapitálovém trhu bývají za nejvýznamnější druhy cenných papírů považovány především akcie a dlouhodobé dluhopisy (obligace). Proto bývá tento trh také často nazýván „trhem cenných papírů“, jejichž významnou předností je na rozdíl od dlouhodobých úvěrů především to, že bývají převoditelné, resp. obchodovatelné.

1.2 Trhy cenných papírů

K členění trhů lze přistupovat z různých hledisek, přičemž nejčastěji používaný způsob jeho dělby je následně znázorněn na následujícím obrázku.



Obrázek 2 Členění trhů cenných papírů. Zdroj [6]

„Podle toho, jedná-li se o nové emise cenných papírů poprvé uváděné na finanční trh, nebo se obchoduje s cennými papíry již dříve vydanými, je možno rozlišovat primární a sekundární trhy cenných papírů, a to bez ohledu na to, zda se jedná o krátkodobé cenné papíry peněžního, nebo dlouhodobé cenné papíry kapitálového trhu.

Funkce primárního trhu spočívá v získávání nových peněžních zdrojů a v jejich přeměně ve zdroje dlouhodobé. Ty jsou potřebné zejména pro financování investic realizovaných především velkými korporacemi, nebo pro potřeby státu.

Obchodování na sekundárním trhu je zejména u dlouhodobých cenných papírů co do objemu mnohem rozsáhlejší než na trhu primárním, neboť se zde opakovaně obchodují cenné papíry, které na trhu primárním mohou být prodávány pouze jednou.

Pokud se však jedná o krátkodobé cenné papíry peněžního trhu, vzhledem k jejich krátkodobé životnosti a tím i k potřebě jejich časté obnovy jsou objemy obchodů realizovány na primárním trhu ve srovnání s předchozím případem výrazně vyšší.

Obchody na primárních i sekundárních trzích probíhají na dvou typech trhů, kterými jsou především trhy veřejné, vedle nich pak existují též trhy neveřejné. Rozdíl mezi nimi spočívá v tom, že zatímco na veřejných trzích se mohou obchodování zúčastnit všichni potenciální zájemci, z čehož vyplývá, že předmětné cenné papíry jsou na nich prodávány obvykle za nejvyšší nabídnutou cenu, na neveřejných trzích probíhají pouze tzv. přímé, neboli smluvní obchody, při nichž mohou být předmětné cenné papíry prodány buď pouze jednomu, případně pouze několika kupcům zároveň, a to na základě individuálně dohodnutých podmínek.“ [6]

1.3 Finanční investiční instrumenty



Obrázek 3 Členění cenných papírů. Zdroj [6]

„Klasické investiční cenné papíry jsou charakteristické tím, že jsou tzv. „základními investičními nástroji“, které nejsou na žádných jiných investičních instrumentech přímo závislé. To znamená, že jejich tržní ceny (kurzy) se vyvíjejí pouze na tržním principu a v souvislosti s aktuálním vývojem na finančním trhu.

Cenné papíry kolektivního investování jsou sice podobné některým druhům cenných papírů předchozí skupiny, avšak vývoj jejich tržních cen odvisí především od vývoje tržních cen jiných cenných papírů, zahrnutých v portfoliích, která emitenti cenných papírů kolektivního investování za peníze investorů vytvořili a spravují. V některých případech se ovšem může jednat i o portfolia tvořená jinými druhy investičních instrumentů finančního trhu, nebo např. i některými druhy komodit či jiných aktiv. Přitom záleží především na platné legislativě a investičním zaměření konkrétních investičních a podílových fondů.

Finanční deriváty jsou odvozené, neboli derivované finanční instrumenty, které vznikají buď smluvně, nebo pokud jsou obchodovatelné, tak tzv. otevíráním pozic. Pokud se týká vývoje jejich tržních cen, jsou přímo závislé na vývoji tržních cen podkladových aktiv, od nichž jsou odvozeny (derivovány).

Strukturované produkty bývají též někdy označovány jako „pokročilé deriváty“, jež se vyznačují svými často značně složitými konstrukcemi, vzájemně kombinujícími vlastnosti klasických cenných papírů (nejčastěji dluhopisů) s vlastnostmi finančních derivátů, jakož i cenných papírů kolektivního investování, zejména uzavřených podílových fondů. Jde o poměrně novou, z hlediska způsobů konstrukce i jejich vlastností prakticky neohrazenou skupinu finančních investičních instrumentů, které se začaly konstruovat a uvádět do oběhu od posledního desetiletí minulého století.¹ [6]

1.3.1 Klasické investiční cenné papíry

Pro členění klasických investičních cenných papírů existuje značné množství způsobů. Zde se budu zabývat pouze dvěma kritérii a to členění z hlediska délky jejich splatnosti a v praxi častějším využívaným členěním na majetkové cenné papíry a dlužní (dluhové) cenné papíry zkráceně dluhopisy.

¹ Konkrétně se jedná především o „akciové dluhopisy“, „indexové certifikáty“ a „indexové akcie“.

1.3.1.1 Členění na cenné papíry peněžního a kapitálového trhu



Obrázek 4 Členění na cenné papíry peněžního a kapitálového trhu. Zdroj [6]

1.3.1.1.1 Klasické cenné papíry peněžního trhu

Za krátkodobé cenné papíry peněžního trhu lze považovat ty, u nichž doba splatnosti v okamžiku jejich emise (neboli délka životnosti) nebývá delší než jeden rok. Jedná se tedy především o krátkodobé dluhopisy navíc výhradně diskontované (nikoli kuponové). Jako příklad lze uvést státní pokladniční poukázky, pokladniční poukázky centrální banky, depozitní certifikáty² a případně směnky.

1.3.1.1.2 Klasické cenné papíry kapitálového trhu

Za cenné papíry kapitálového trhu je možné považovat ty, u nichž je doba splatnosti vyšší než jeden rok, nebo je splatnost neomezená. Jsou zde zastoupeny jak dluhopisy dlouhodobé, nejčastěji kuponové, tak cenné papíry majetkové. Na rozdíl od cenných papírů peněžního trhu je u cenných papírů kapitálového trhu zaručena jejich veřejná obchodovatelnost, a to na předem určených burzách. Za cenné papíry

² Depozitní certifikáty jsou v ČR někdy nazývány vkladovými, resp. vkladními listy.

kapitálového trhu bývají ve většině států všeobecně považovány především podnikové, neboli korporační akcie a obligace.

1.3.1.2 Členění na majetkové cenné papíry a dluhopisy



Obrázek 5 Členění cenných papírů na majetkové a dlužní. Zdroj [6]

1.3.1.2.1 Klasické majetkové cenné papíry

„Za klasické majetkové cenné papíry jsou všeobecně považovány podnikové, neboli tzv. korporační akcie, potvrzující kapitálový vklad investora do příslušné akciové společnosti a tím i jeho spoluúčasť na jejím vlastnictví. Práva, která z držení akcií vyplývají, závisí na počtu akcií ve vlastnictví investora, na druhu držených akcií, ale také na legislativě, statutu a stanovách příslušné akciové společnosti.“ [6]

1.3.1.2.2 Klasické dluhopisy

V této skupině cenných papírů najdeme různé druhy ať už krátkodobých, nebo dlouhodobých dluhových (dlužních) cenných papírů. Jsou to cenné papíry, které potvrzují zapůjčení finančních prostředků investorem, kterému jejich zakoupením a následnou držbou vzniká právo na předem stanovený úrok a v převážné většině případů též právo na navrácení zapůjčené částky (jistiny).³

³ V ČR vydávané dluhopisy musí mít vždy přesně stanovené termíny splatnosti.

1.3.2 Podnikové akcie

Akcie je cenný papír, který potvrzuje, že jeho majitel je akcionář, tedy že vložil určitý majetkový podíl (kapitál) do akciové společnosti. Význam akcií je hned dvojitý. V první řadě se emisemi akcií a následným prodejem na primárním trhu mohou prosperující akciové společnosti získávat další potřebný kapitál. Význam akcií spočívá i v tom, že na rozdíl od dluhopisů vykazují podstatně vyšší volatilitu (kolísání) svých kurzů, což dává investorům značné spekulativní možnosti a přitahuje jejich zájem.

„Akciové trhy jsou nejsledovanějšími trhy cenných papírů vůbec. Umožňují investovat prakticky jakékoli objemy peněžních prostředků na libovolně dlouhá časová období, přičemž je třeba brát v úvahu též skutečnost, že motivem jejich nákupu bývá často snaha investorů dosáhnout vedle dividend především kapitálového zisku z rozdílu mezi jejich prodejní a kupní cenou, a to často i při velmi krátké době jejich držby.“ [6] Nákup akcií je spojen s majetkovým vstupem do privátních korporací podnikajících na tržním principu, takže dividendový a z dlouhodobějšího hlediska též i kapitálový výnos investora se odvíjí především od výsledků hospodaření společnosti.

Likviditu těchto instrumentů zajišťuje fakt, že akcie jsou také terčem rozsáhlých spekulativních obchodů.

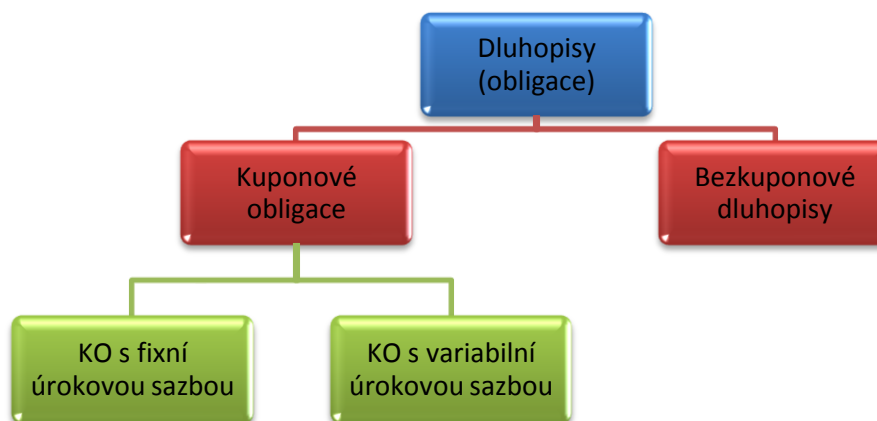
Akcie lze dále členit dle práv, která jsou s jejich držením spojena. V ekonomicky vyspělých zemích jsou akcie rozlišovány jako akcie kmenové (obyčejné) a akcie prioritní (preferenční).

1.3.3 Klasické dluhopisy

Dluhopis je dluhový cenný papír, který vyjadřuje závazek emitenta vůči věřiteli. Jedná se o zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky, vyplacení stanovených výnosů a povinnost emitenta dluhopisu splnit veškeré závazky.

Dluhopisy mají svůj význam v tom, že jejich prostřednictvím získávají emitenti zápůjční kapitál.

Dle různých faktorů existuje členění dluhopisů celá řada. Zde si rozdělíme dluhopisy dle výplaty výnosů spojených s jejich držbou.



Obrázek 6 Členění dluhopisů. Zdroj [6]

Kuponové obligace jsou obligace s kupony, které jejich držitelé v předem stanovených termínech předkládají k proplacení, přičemž v okamžiku splatnosti obligace je jim emitentem vyplacena jistina (nominální hodnota obligace). Jedná se o nejčastěji emitovaný druh obligací. Dále lze tyto kuponové obligace rozdělit do dvou skupin dle toho, o jaký druh kuponových plateb se jedná. Za nejvýznamnější jsou považovány kuponové obligace s fixní a variabilní úrokovou sazbou. Obligace s fixní úrokovou sazbou jsou po celou dobu životnosti úročeny pevně stanovenou úrokovou sazbou. Obligace s variabilní úrokovou sazbou jsou naopak úročeny sazbou, která je vázána na některou předem určenou tzv. referenční tržní úrokovou sazbou.

Bez kuponové neboli diskontované obligace jsou emitovány s tzv. diskontem. To znamená, že jsou prodávány za nižší cenu, než je jejich nominální hodnota, kterou jsou emitenti povinni platit investorům v okamžiku jejich dospělosti (splatnosti). Tento cenový rozdíl, označovaný jako diskont, nahrazuje kuponové platby a s přibližováním okamžiku jejich splatnosti se postupně snižuje.

1.4 Teorie investování

Investici je možno chápat jako „záměrné obětování jisté dnešní hodnoty za účelem získání vyšší hodnoty budoucí“. Přitom platí, že zatímco obětování se děje v přítomnosti a je jisté, odměna přichází až v budoucnosti a je vždy nejistá, přičemž pokud vůbec přijde, je její velikost obecně neurčitá.

Investice lze realizovat prostřednictvím nákupu různých druhů investičních aktiv,⁴ která by podle mínění investorů měla umožnit rozmnožení jejich stávajícího bohatství. K tomu může dojít buď tím, že jejich zakoupením získají nárok na plynoucí z nich cash flow, nebo že ceny těchto aktiv v průběhu času stoupnou a oni je později prodají za cenu vyšší, než za kterou je původně zakoupili. Možná je samozřejmě kombinace obou těchto postupů.

Investice bývají nejčastěji členěny podle jednotlivých druhů investičních aktiv, přičemž za základní způsob jejich dělby je všeobecně považováno rozdělení na investice finanční a investice reálné. Přitom je prokázáno, že v nedokonale rozvinutých ekonomikách převažují investice reálné, zatímco ve vyspělých státech jsou častější investice finanční. Nicméně platí, že finanční a reálné investice jsou všeobecně považovány za komplementární formy investic a nikoli za formy vzájemně konkurenční.

1.4.1 Druhy investic

1.4.1.1 Finanční investice

Finanční investice mají formu nákupu investičních nástrojů finančního trhu. Mohou jimi být jak poskytnuté úvěry a půjčky, tak i nákup a držba jiných druhů

⁴ Termínem „aktiva“ jsou v ekonomii obecně označovány vlastněné statky, resp. majetek, plnící funkci uchovatele hodnoty.

finančních instrumentů, nejčastěji cenných papírů obchodovatelných na veřejných organizovaných trzích, jejichž prostřednictvím mohou investoři nejen uchovávat, ale současně i zhodnocovat svoji odloženou kupní sílu, a to až do doby jejího konečného použití.

Dle účetní klasifikace se finanční investice dělí na dlouhodobý finanční majetek (s dobou splatnosti větší než 1 rok) a krátkodobý finanční majetek.

Dlouhodobý finanční majetek se pak dále člení:

- Podíly v ovládaných a řízených osobách - upsání akcií s rozhodujícím vlivem (vlastnictví více než 50 % ZK)
- Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem - upsání akcií s podstatným vlivem (vlastnictví 20 - 50 % ZK)
- Ostatní cenné papíry a podíly - upsání akcií (vlastnictví méně než 20 % ZK)

"Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly" obsahuje zejména podíly, které nepředstavují podíl v ovládaných a řízených osobách nebo podíl v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, dluhové cenné papíry, u nichž má účetní jednotka záměr a schopnost držet je do splatnosti, a dále ostatní dlouhodobé cenné papíry, u nichž zpravidla v okamžiku pořízení není znám záměr účetní jednotky. Dluhovým cenným papírem se pro účely této vyhlášky rozumí cenný papír úvěrové povahy, například dluhopis s pevnou úrokovou sazbou, dluhopis, kdy je úrokový výnos stanoven rozdílem mezi jmenovitou hodnotou a jeho nižším emisním kursem, a směnka.

Krátkodobý finanční majetek je v rozvaze rozdělen takto:

- Peníze
- Účty v bankách
- Krátkodobé cenné papíry a podíly

"Krátkodobé cenné papíry a podíly" obsahuje zejména cenné papíry, které účetní jednotka určila k obchodování s cílem dosahovat zisk z cenových rozdílů

v krátkodobém horizontu, nejvýše dvanáct měsíců, dluhové cenné papíry se splatností jeden rok a kratší, u nichž má účetní jednotka úmysl a schopnost držet je do splatnosti, a ostatní krátkodobé cenné papíry a podíly, u nichž zpravidla v okamžiku pořízení není znám záměr účetní jednotky. Vykazují se zde i nakoupené opční listy.

1.4.1.1.1 Přímé a portfoliové zahraniční investice

„Pohyb kapitálu na mezinárodních trzích probíhá buď prostřednictvím portfoliových investic, nebo formou přímých zahraničních investic. Portfoliové investice lze definovat jako nákupy dlouhodobých zahraničních majetkových cenných papírů (akcií) či dluhových instrumentů (dluhopisů), na základě kterých jejich investor nekontroluje, neovládá ani neřídí podnik v zahraničí a ze zahraničí mu plynou pouze výnosy z kapitálu.

Termín přímé zahraniční investice byl Organizací pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD), EUROSTATem a Mezinárodním měnovým fondem definován takto: „Přímá zahraniční investice odráží záměr rezidenta jedné ekonomiky (přímý investor) získat trvalou účast v subjektu, který je rezidentem v ekonomice jiné než ekonomika investora (přímá investice). Trvalá účast implikuje existenci dlouhodobého vztahu mezi přímým investorem a přímou investicí a podstatný vliv na řízení podniku. Přímá investice zahrnuje jak původní transakci mezi oběma subjekty (vklad do základního kapitálu), tak všechny následující kapitálové transakce mezi matkou a mezi afilovanými podniky (reinvestované zisky, mezipodnikové úvěry). Zahraniční jednotka, která je částečně vlastněna jinou společností, se nazývá zahraniční filiálka. Přitom platí, že:

- pokud je vlastněný podíl stoprocentní, jedná se o pobočku,
- je-li podíl nižší než 100 %, ale vyšší než 50 %, jedná se o dceřinou společnost a
- je-li podíl nižší než 50 %, ale vyšší než 10 %, jedná se o joint venture (tzv. přidruženou společnost). Příkladem je švédsko-japonský Sony Ericsson.

Zatímco hlavním cílem portfoliových investic je vytvoření optimální struktury aktiv z hlediska celkové výnosnosti, rizikovosti a likvidity, motivy pro uskutečnění

přímé zahraniční investice jsou značně různorodé. Teoreticky lze důvody pro uskutečňování přímých zahraničních investic rozdělit na ekonomické a strategické.

Strategické motivy zahraničních investic mohou být defenzivní či agresivní. Podniky provádějí zahraniční investice za účelem ochrany svých současných obchodních aktivit v zahraničí, například pokud mají problémy s obchodními zástupci, přepravní náklady jsou vysoké nebo zahraniční trh upřednostňuje místní výrobu před importem. Mezi agresivní důvody může patřit hledání ziskovějšího využití zdrojů, snižování nákladů či snaha o přístup k zahraničním znalostem.“ [4]

Jako ekonomické důvody lze označit úspory z rozsahu, úspory ze zapojení a mezinárodní diverzifikaci. Úspory z rozsahu zlepšují ziskovou marži díky nižším nákladům na jednotku, úspory ze zapojení mohou podporovat různé ziskové aktivity s nižšími náklady než při odděleném financování a mezinárodní diverzifikace může, díky různému vývoji různých ekonomik, snížit volatilitu peněžních toků.

1.4.1.2 Reálné investice

„Reálné investice jsou na rozdíl od investic finančních vázány buď na určitou podnikatelskou činnost, nebo na předměty hmotného charakteru.

Za nejtypičtější reálné investice jsou obecně považovány především investice do podnikání v oblasti výroby nebo služeb. Může se však jednat i o investice do reálného majetku se záměrem jeho dočasné držby a následného prodeje v budoucnosti. Tyto investice se svojí povahou již částečně přibližují spekulativnímu charakteru finančních investic, přičemž bývají realizovány formou nákupu jak nemovitostí, tak movitých věcí trvalé hodnoty, jako např. uměleckých předmětů nebo různých nerostných surovin (komodit).⁵ Jejich atraktivita stoupá především v období hospodářské či politické nejistoty a při existenci nebo očekávání vysoké míry inflace.“ [6]

⁵ Pokud se týká drahých kovů, bývají historicky řazeny mezi finanční investice, přestože se jedná o fyzická aktiva.

1.4.1.2.1 Obnovovací a rozšiřovací investice

Reálné investice lze obecně rozdělit do dvou základních skupin.

„Čisté investice (také rozšiřovací investice) jsou hrubé investice, snížené o znehodnocení kapitálu (kapitálovou spotřebu, zejména odpisy). Ve statistikách nejsou často uváděné vzhledem k tomu, že je obtížné určit znehodnocení kapitálu pomocí odpisů. Obvykle čisté investice tvoří podstatně méně než jednu polovinu hrubých investic.“ [8]

„Druhou kategorií jsou obnovovací investice (také reinvestice). Představují tu část hrubých investic, která připadá na obnovu opotřebovaných investičních statků. Teoreticky by se měly rovnat kapitálové spotřebě (odpisům). V praxi odpisy obvykle neumožní plnou obnovu investičních statků. Je tomu tak proto, že se provádějí z historických pořizovacích cen, a proto – při existující inflaci – nemohou zajistit obnovu investic.“ [8]

1.4.2 Výnos – Riziko – Likvidita

„Základním předpokladem investování je existence bohatství investorů, které je do jednotlivých instrumentů rozdělováno na základě očekávaného výnosu, rizika a likvidity. Jelikož racionálně uvažující investoři zpravidla neinvestují do jediného instrumentu, vzniká potřeba analyzovat působení uvedených faktorů v kontextu celého investičního portfolia. Jestliže se pak investor rozhodne uskutečňovat své aktivity i v zahraničí, vstupují do jeho rozhodování ještě další aspekty.“ [4]

1.4.2.1 Bohatství a magický trojúhelník investování

„S růstem bohatství investora se jeho poptávka po investičních instrumentech zvyšuje. Tento vztah však není lineární, v případě některých typů instrumentů

se poptávka s růstem bohatství zvyšuje rychleji či pomaleji. Citlivost změny poptávky je měřena pomocí elasticity poptávky ve vztahu k hodnotě bohatství, tedy:

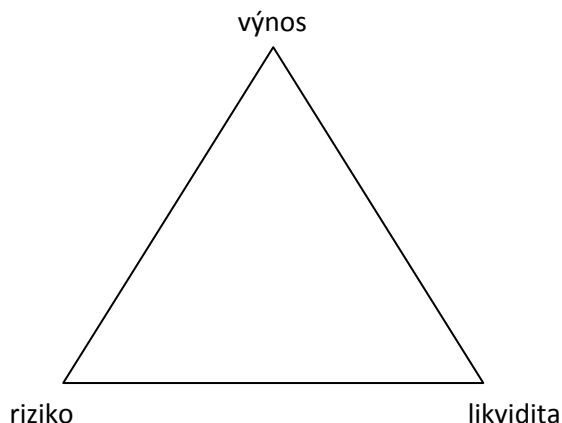
$$\text{Elasticita poptávky ve vztahu k hodnotě bohatství} = \frac{\% \text{ změny poptávaného množství}}{\% \text{ změny bohatství}}$$

Rovnice 1 Elasticita poptávky. Zdroj [4]

Investiční instrumenty dle stupně elasticity poptávky spadají do skupiny nezbytných instrumentů, jejichž procentní růst poptávaného množství při růstu hodnoty bohatství je menší než procentní růst hodnoty bohatství a do skupiny instrumentů luxusních, jejichž elasticita je větší než jedna. Mezi nezbytné instrumenty patří například zůstatky na účtech u bank, naopak za luxusní instrument lze považovat akcie či dluhopisy.

Při svém rozhodování o způsobu alokace úspor do jednotlivých investičních instrumentů bere investor v úvahu celkovou hodnotu svého bohatství v kontextu s očekávanou výnosností, rizikem a likviditou určitého investičního nástroje. Tento instrument je pak srovnáván s očekávanými charakteristikami instrumentů alternativních.

Při ohodnocování jednotlivých investičních instrumentů následně vytváří určitý rovnovážný stav jejich výnos, riziko a likvidita. Tyto faktory je nutno posuzovat ve vzájemných souvislostech a hodnotit je tedy souhrnně. Není možné maximalizovat výnos a likviditu a současně minimalizovat riziko, proto si investor musí vybrat a preferovat určitý cíl tzv. „magického trojúhelníku“ investování.“ [4]



Obrázek 7 *Magický trojúhelník investování. Zdroj [4]*

1.4.2.2 Výnosy

Motivem pro investování a odměnou za realizaci investičního procesu jsou výnosy ve smyslu zhodnocení investovaných peněžních prostředků v budoucím období. „Výnos je velice obtížně kvantifikovatelnou veličinou, neboť ve většině investičních situací není zaručen a investoři se musejí rozhodovat na základě svých očekávání. Při kvantifikaci očekávané výnosové míry je nutno prognózovat pravděpodobnostní rozdělení očekávaných výnosů na základě mnoha faktorů, například dle ekonomických prognóz, fundamentálních analýz, zkušeností z minulosti či subjektivních představ. Očekávanou výnosovou míru $E(r)$ lze pak stanovit jako:“ [4]

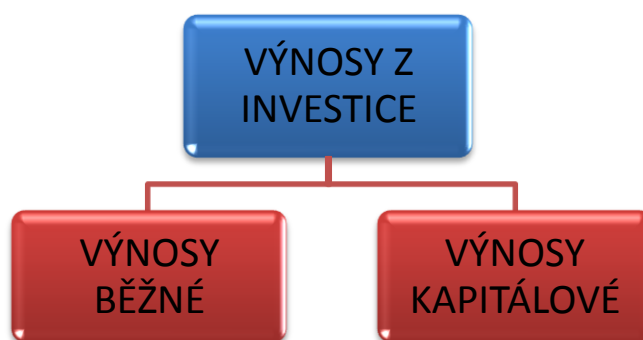
$$E(r) = \sum_{i=1}^N r_i P_i$$

Rovnice 2 *Očekávaná výnosová míra. Zdroj [4]*

kde: r_i jsou prognózované hodnoty výnosových měr,
 P_i jsou pravděpodobnosti, že prognózovaný výnos nastane a
 N je počet možných výsledků.

Základním komponentem výnosů jsou zpravidla pravidelné důchody z investičního instrumentu, například ve formě úroků či dividend. Druhá složka výnosů z investičního instrumentu vyplývá ze změny jeho tržní hodnoty, která se projeví kapitálovým ziskem či ztrátou. Obě složky výnosů ovlivňuje různé daňové zatížení, kterému jednotlivé instrumenty podléhají a které se mezi různými finančními trhy i investory často liší.

Tyto výnosy lze tedy rozdělit do dvou skupin, na výnosy běžné a výnosy kapitálové.



Obrázek 8 Členění výnosů z cenných papírů. Zdroj [6]

„Za běžné výnosy lze považovat veškeré příjmy (cash flow), plynoucí investorům z držby předmětných finančních investičních instrumentů ve sledovaném období. To znamená, že se může jednat jak o úroky z poskytnutých úvěrů, tak o inkasované kuponové nebo jiné platby z dluhopisů, či o dividendy z vlastnictví akcií apod.

Kapitálové výnosy, na rozdíl od výnosů běžných, nevznikají na základě držby finančních investičních instrumentů, ale při jejich obchodování na finančním trhu. Z toho plyne, že finančními nástroji, se kterými mohou být spojeny, jsou pouze obchodovatelné finanční instrumenty, zpravidla cenné papíry.“ [6]

Celkový výnos je tedy souhrnem veškerých příjmů plynoucích z investice. Zjednodušeně součet příjmů běžných a kapitálových.

Aby byly výnosy měřitelné, respektive porovnatelné s výnosy z jiných investic, jsou nejčastěji přepočítávány na jeden rok. Tímto získáme výnos na rok, který poté očistíme o poplatky, daně a různé další náklady. Výsledkem je tzv. čistý roční výnos, který je skutečným výnosem investora. Tento údaj je velice důležitý, neboť podle něj hodnotíme výnosnost investice a zvažujeme alternativní. Výpočet je následující:

$$Z = \frac{(C_n - C_{n-1}) + D}{C_{n-1}}$$

Rovnice 3 Výpočet čistého ročního výnosu Zdroj [6]

kde je	Z	celkový zisk
	C_n	cena prodejní
	C_{n-1}	cena kupní
	D	výnos běžný

Výnosové míry investičního instrumentu jsou ve vyspělých zemích pravidelně zveřejňovány a slouží jako určité vodítko pro investory.

1.4.2.2.1 Zdanění výnosů z cenných papírů v ČR

Důležitým parametrem investování je zdanění výnosů plynoucích z investice. Kritériem pro posouzení daňových povinností je fakt, zde se jedná o fyzickou osobu nebo o právnickou osobu.

U fyzických osob jsou od daně osvobozeny příjmy z prodeje investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování podle zvláštního předpisu upravujícího podnikání na kapitálovém trhu (zákon č. 256/2004 Sb. ve znění pozdějších předpisů), přesáhne-li doba mezi nabytím a převodem těchto cenných papírů při jejich

prodeji dobu 6 měsíců. Např. pokud drobný investor, fyzická osoba nakoupí cenné papíry a bude je držet alespoň 6 měsíců a potom je prodá, tak bude realizovat tzv. osvobození od daně z příjmu, nemusí to tedy nikde uvádět a nebude to nijak zdaňovat. Osvobození se vztahuje pouze na osoby, jejichž celkový podíl, přímý i nepřímý, na základním kapitálu a hlasovacích právech společnosti nepřevyšoval v době 24 měsíců před prodejem cenných papírů 5 %. Nejběžnější kategorie, na které se vztahuje šestiměsíční časový test, jsou akcie zahraniční i tuzemské, dluhopisy, investiční certifikáty a instrumenty kolektivního investování (např. otevřené i uzavřené podílové fondy). Pokud cenný papír nesplní podmínku uvedenou v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, tak potom se již aplikuje tzv. pětiletý časový test (tedy doba mezi nabytím a prodejem cenného papíru musí být delší než pět let). Např. pokud investor investuje do akciové společnosti a má na ní podíl více než 5 % nebo tato akciová společnost není veřejně obchodovaná.

U právnických osob je situace u danění kapitálových výnosů jednodušší, protože žádný časový test se zde neuplatňuje a podnik daní rozdíl mezi výnosy a náklady sazbou daně z příjmů právnických osob.

U běžných výnosů, tedy výnosů z držby cenných papírů (např. dividendy) je u fyzických osob aplikována srážková daň ve výši 15 %, ale pouze v případě, že společnost, do které je investováno, má daňový domicil v České republice. Tuto daň investorovi odvádí plátce, což je společnost, která dividendu vyplácí, takže investor dostane finanční prostředky již zdaněné.

Běžný výnos se v případě, že akcionářem je právnická osoba daní srážkovou daní, ovšem jsou zde výjimky, kdy jsou tyto výnosy od daně osvobozeny (např. pokud dividendy plyne od dceřiné společnosti, která je daňovým rezidentem ČR, mateřské společnosti).

1.4.2.3 Riziko

„Vzhledem k míře nejistoty budoucích peněžních toků z jednotlivých investičních instrumentů je investování spojeno s rizikem, které je dáno nebezpečím, že investor v budoucnu nedosáhne očekávaného výnosu. Celkové riziko investice je funkcí více faktorů.

Z ekonomiky jako celku vyplývá riziko systematické (tržní), které je mimo vliv emitentů cenných papírů i investorů a není jej možno v rámci dané země snížit diverzifikací investic. Je ovlivněno změnami úrokových sazeb, které se projevují kolísáním výnosových měr investičních instrumentů, fluktuací celkového trhu v důsledku hospodářského cyklu, strukturálními změnami v ekonomice, změnou spotřebitelských preferencí či politickými šoky a v neposlední řadě i mírou inflace.

Celkové riziko investice však ovlivňují i faktory specifické pro jednotlivé emitenty cenných papírů. Toto tzv. jedinečné (specifické, nesystematické) riziko je dáno samotným rizikem podnikání ve smyslu možných problémů jednotlivých odvětví či firem (podnikatelské riziko), ale i rizikem finančním, které je v této souvislosti spojeno s využíváním cizího kapitálu při financování podniku.“[4]

Finanční riziko

„Bude-li se investor vyhýbat podivným firmám bez dostatečného kapitálu, bez historie a bez dobrého jména, může výrazně omezit riziko, že bude podveden. Stále však existuje reálná možnost, že přijde o své investice v důsledku hospodářského úpadku protistrany. Banka může zkrachovat i s celým vkladem, emitent obligace se může dostat do hospodářských potíží a přestat vyplácet úroky, podnik může rovněž zkrachovat, přičemž likvidační hodnota jeho akcií může být nulová. Proto je důležité hodnotit finanční zdraví protistrany, které hodlá svěřit své peníze, ať už jde o půjčku, vklad do banky, koupě obligací anebo investice do akcií.

Zkušenosti s Velké deprese⁶ vedly k vytvoření metodiky hodnocení kvality dlužníků. Tato metodika je známa pod názvem rating. Rating je hodnocení schopnosti dlužníka splácet své závazky, jinak řečeno hodnocení míry kreditního rizika. Čím horší rating, tím větší pravděpodobnost nesplacení závazků.“ [2]

Riziko kurzových změn - volatilita

„Mimořádné postavení mezi různými typy rizik má volatilita neboli pohyblivost kurzů. Volatilita se projevuje nejzřetelněji tak, že graf zachycující pohyby cen akcií, komodit, měn, obligací, derivátů nebo jakýchkoli jiných obchodovaných aktiv není hladká čára. Historický graf kursů nějaké akcie obvykle vypadá jako roztřesená čára. Mírou „roztřesenosti“ je právě volatilita.

Klasickým způsobem výpočtu historické volatility je stanovení standardní odchylky výnosů za dané období. Volatilita však není to stejné jako riziko, je pouze jednou z mnoha měř rizika. Volatilita vypočtená z časových řad je pouze odhadem volatility budoucí.“ [2]



Obrázek 9 Ukázka volatility na vývoji kurzu akcie americké banky JP Morgan Chase. Zdroj [22]

⁶ Velká hospodářská krize (někdy též Světová hospodářská krize, nebo Velká deprese) je označení pro velký propad akcií na americké burze a následovný hospodářský kolaps v roce 1929.

„Pro kvantifikaci volatility, jak již bylo uvedeno, jsou využívány statistické metody určování variability. Konkrétně rozptyl a směrodatná odchylka. Rozptyl lze vyjádřit jako:“ [4]

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^N [r_i - E(r)]^2 P_i$$

Rovnice 4 Výpočet rozptylu. Zdroj [4]

kde je	σ^2	rozptyl
	σ	směrodatná odchylka
	$E(r)$	průměrné očekávání výnosové míry
	r_i	prognózovaná výnosová míra určitého instrumentu
	N	počet variant
	P_i	pravděpodobnost výskytu jednotlivých výnosových měř.

1.4.2.4 Likvidita

„Likvidita je třetím faktorem investiční strategie, ovlivňující poptávku po investičních instrumentech. Ve skutečnosti ovšem tímto pojmem rozumíme tzv. stupeň likvidity, neboli rychlost, s jakou je možno předmětný finanční nástroj bezztrátově přeměnit zpět v hotové peníze – likviditu.

Na velikost likvidity finančních instrumentů působí mnoho různých faktorů. Přesto za nejvýznamnější z nich lze všeobecně označit změny agregátní poptávky, ovlivňující likviditu prakticky všech finančních instrumentů.

Jednotlivé finanční instrumenty mají na různých trzích rozdílný stupeň likvidity. Ta se zpravidla měří jako výše transakčních nákladů spojených s přeměnou investičních instrumentů. Nižší likvidita daného instrumentu tedy zjevně snižuje jeho tržní cenu.“ [6]

1.4.2.4.1 Cash management

Investování volných finančních prostředků podniku je spojeno s řízením hotovosti resp. peněžních zůstatků, které spočívá v rozhodování o tom, kolik pohotových prostředků je potřebné v podniku držet a v jaké formě. „Jedná se o řízení finančního majetku, který se rozlišuje z hlediska likvidity na peněžní hotovost, ceniny, krátkodobé nebo dlouhodobé investice, termínované vklady apod. Úlohou finančního managementu ve vztahu k řízení likvidity je stanovení forem a poměru jednotlivých druhů finančního majetku, tak aby se minimalizovalo riziko nesolventnosti při minimalizaci nákladů na držení platební schopnosti podniku.

Náklady na zabezpečení likvidity se měří ušlým výnosem z alternativního použití disponibilních finančních prostředků a transakčními náklady, spojenými s proměnou finančních aktiv v hotovostní formu. Nadměrná finanční hotovost představuje pro firmu snížení výnosnosti vlastního kapitálu, na druhé straně nedostatečná hotovost může vést ke vzniku platební neschopnosti. Z tohoto pohledu jde při řízení likvidity o rozhodování mezi rizikem nesolventnosti na jedné straně a ušlým výnosem na straně druhé.

Kriteriem rozhodování o objemu pohotových prostředků je tedy:

- alternativní výnosnost krátkodobých cenných papírů, tj. rozdíl mezi výnosy z krátkodobých cenných papírů a výnosy z běžných vkladů;
- čas potřebný na přeměnu cenných papírů na hotovostní peněžní prostředky;
- transakční náklady, tj. náklady nákupu a prodeje cenných papírů.

V teorii jsou známé modely řízení hotovosti, které vycházejí z možnosti držení finančních rezerv ve státních dluhopisech a jejich rychlé transformaci na hotovost. Jejich uplatnění je možné v podmínkách funkčního kapitálového trhu.“ [7]

1.4.3 Teorie portfolia

Z důvodu diverzifikace (rozložení) rizika racionálně uvažující investoři neinvestují do jediného finančního instrumentu, ale do určitého souboru investičních nástrojů – vytvářejí tzv. portfolio. Základní myšlenkou teorie portfolia je volba takové investiční strategie, která umožňuje optimalizaci míry výnosu celkové investice ve vztahu k riziku.

Portfolio by mělo být složeno na míru každého investora a mělo splňovat investorovo očekávání.

Každé portfolio mohou tvořit aktiva, která se na základě míry korelace výnosů dělí na:

- aktiva s perfektně pozitivně korelovanými výnosy, jejichž výnos se pohybuje zcela identicky;
- aktiva s perfektně negativně korelovanými výnosy, která jsou charakteristická inverzním pohybem výnosů;
- aktiva se nekorelovanými výnosy, jejichž výnosy nejsou v žádném vztahu.

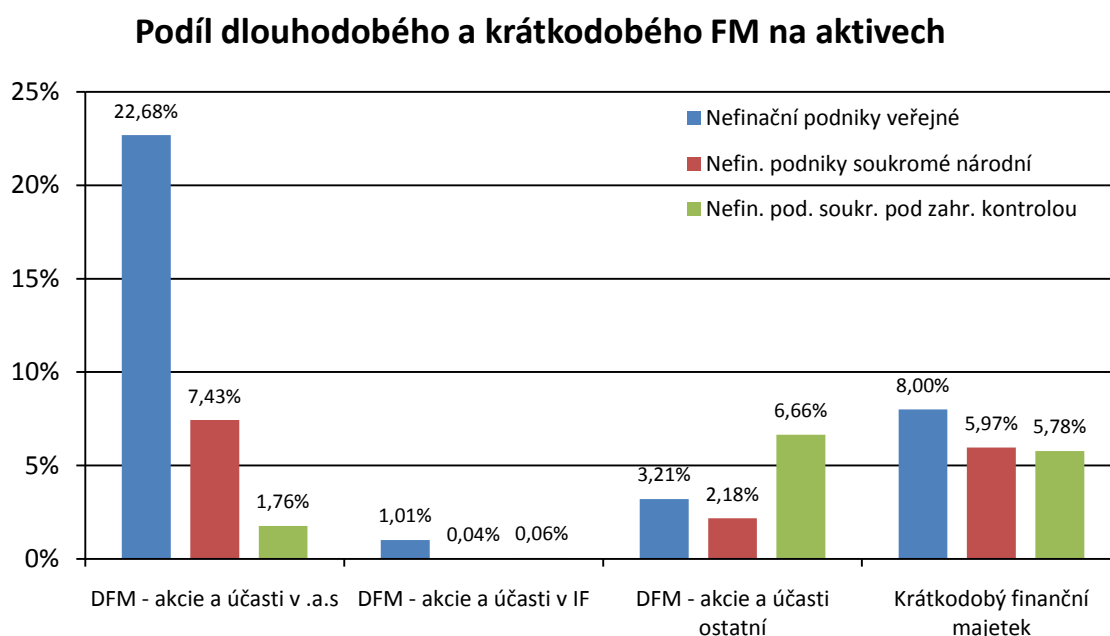
Vztah mezi jednotlivými aktivy v portfoliu lze měřit korelačním koeficientem, který nabývá hodnot z intervalu $\langle -1;1 \rangle$.

2 Analýza současné situace

2.1 Analýza struktury aktiv českých průmyslových podniků

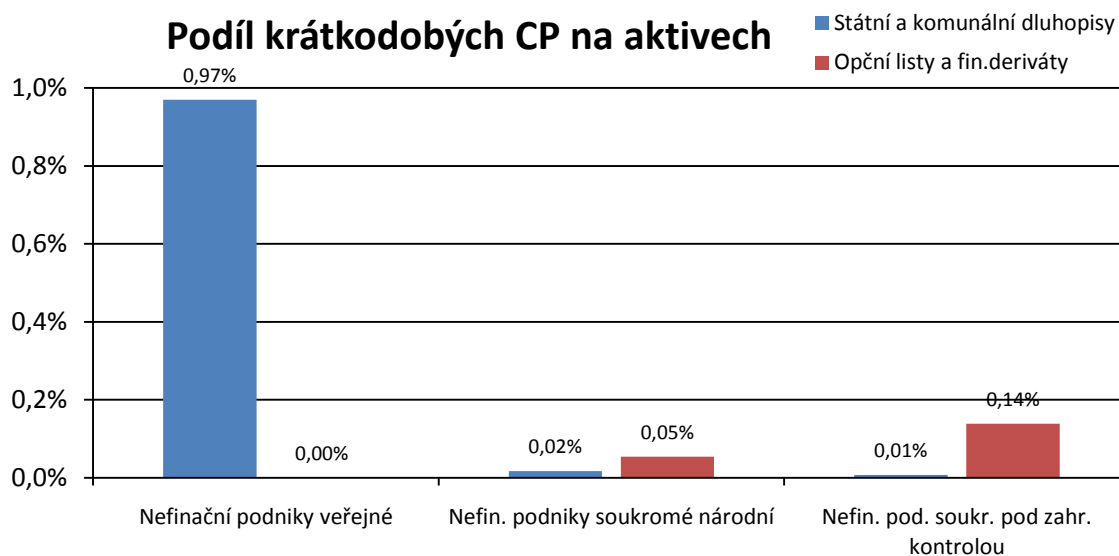
Finanční investice českých podniků nejsou příliš obvyklé.

Z následujícího obrázku, kde jsou zpracovány pouze průmyslové podniky, lze vyčíst, že v roce 2007 vlastní dlouhodobý finanční majetek především podniky veřejné a to v podobě účastí v akciových společnostech. Dlouhodobé investice tedy lze považovat za relativně běžné, ovšem v dosti omezené míře podílu na aktivech.



Obrázek 10 Podíl dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku na aktivech průmyslových podniků v ČR v roce 2007. Zdroj [19]

Z krátkodobého hlediska však nákup cenných papírů u průmyslových podniků tak obvyklý není. Nejvyšší zastoupení cenných papírů v krátkodobém finančním majetku mají v roce 2007 veřejné podniky a obrázek 11 to jasně dokumentuje. V podílu na celkových aktivech však můžeme říci, že podniky cestou krátkodobých investic nejdou.



Obrázek 11 Podíl krátkodobých cenných papírů na aktivech průmyslových podniků v roce 2007.
Zdroj [19]

2.2 Analýza současné situace na finančních trzích

2.2.1 Zahraniční akciové trhy

Startovací čarou pro aktuální dění na finančních trzích po celém světě byl problém s hypotečními úvěry ve Spojených státech na počátku roku 2007.

Ve snaze o větší prodej a předechní konkurence se finanční domy v době blahobytu zaměřily i na méně bonitní klienty, u kterých však bylo značné riziko, že by v budoucnu mohli mít problémy se splácením. Ovšem vzhledem k tomu, že ceny nemovitostí rostly, nebyl to pro banky problém. Kdo nemohl splácet, jednoduše dům pořízený na hypotéku prodal a dluh splatil. Dlužníci přeceňovali své možnosti splácet a věřitelé naopak podceňovali rizika.

Nicméně ve chvíli, kdy úroky začaly růst, začaly být splátky pro méně bonitní klienty příliš vysoké. Lidé, kteří mají méně peněz, a tudíž je u nich vyšší riziko

nesplacení, ve finančním světě platí výrazně vyšší sazby. Platí totiž předem za riziko, které na sebe banka bere, když jim půjčuje.

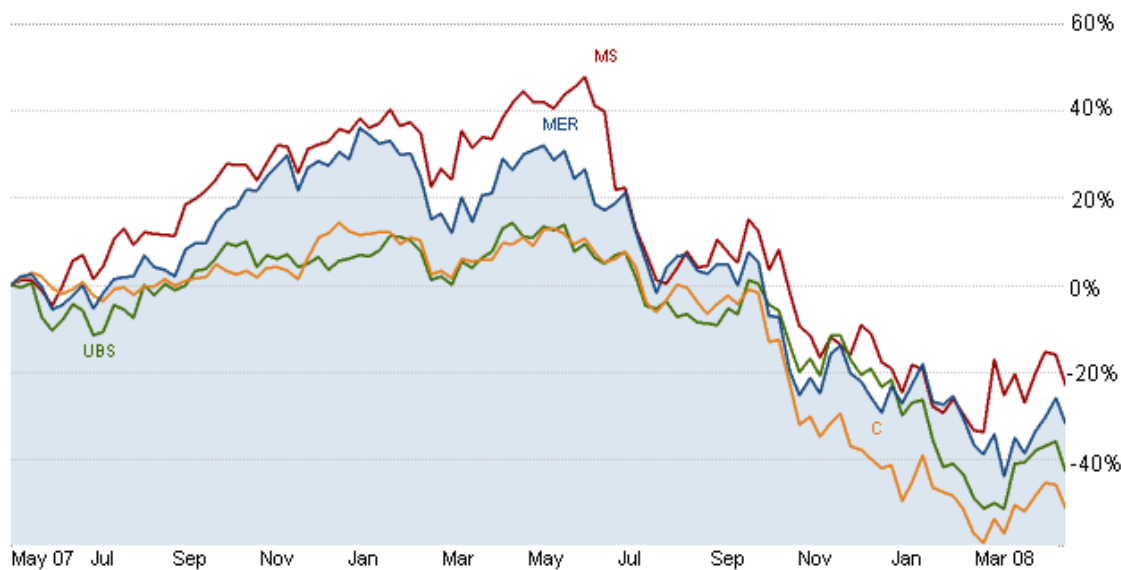
Druhou nepříjemností bylo, že ceny nemovitostí přestaly růst, což byl následek toho, že čím více lidí mělo problémy se splácením, tím víc jich chtělo prodat zadlužený dům. Nabídka nemovitostí byla velká, a protože byly dražší půjčky, kupců bylo málo. Finanční instituce, které poskytly úvěry, neprodaly zastavené domy a nedostaly se ke svým penězům. Banky začaly mít problémy a jejich ochota půjčovat se výrazně snížila.

Následkem toho banky ve svých výsledcích hospodaření vykazovaly obrovské ztráty. Tím oslabil celý bankovní sektor a začala se projevovat nedůvěra ve finanční instituce v USA z pohledů investorů. Masivní prodej akcií ztrátových bank na americkém trhu výrazným způsobem ovlivnil jejich hodnotu a akciové tituly těchto bank začaly padat. Navíc se začalo nahlas hovořit o možné recesi americké ekonomiky. Maloobchodní řetězce ihned snížily očekávané celoroční tržby a spekulanti se začali bát, že ekonomika, jejímž motorem je život na dluh, zpomalí. Akciové trhy začaly padat. Investoři již nechtěli o riziku ani slyšet a preferovali bezpečné způsoby uložení svého majetku.

Následující tabulka 1 ukazuje ztráty, které finanční instituce vygenerovaly díky krizi amerických hypoték. Tabulka ukazuje odpisy aktiv a kreditní ztráty od začátku roku 2007, včetně rezerv pro nebonitní půjčky.

INSTITUCE	SUMY (MLD. USD)
UBS	38
Merrill Lynch	25,1
Citigroup	23,9
Morgan Stanley	12,6
HSBC	12,4

Tabulka 1 Odpisy světových finančních institucí. Zdroj [11]



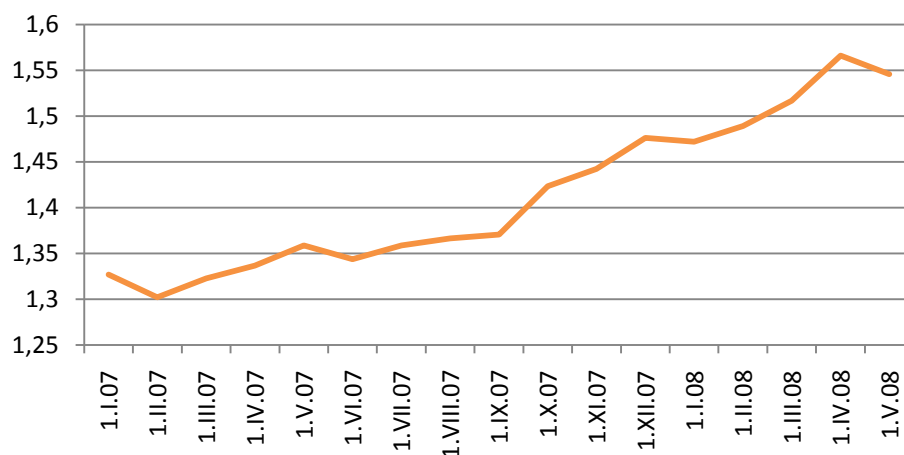
Obrázek 12 Vývoj akcií světových bank na NYSE. Zdroj [22]

Napravit situaci se pokouší FED (Americká centrální banka), který 11. 12. 2007 snížil o čtvrt procentního bodu základní úrokovou sazbu. Od září 2007 klesla už o celý bod na 4,25 procenta. Další mimořádné snížení přišlo 22. 1. 2008. Základní úroková sazba klesla o tři čtvrtě procentního bodu na 3,5 procentního bodu. To byl dosud zatím nejrazantnější krok, který během doby, kdy se snaží podpořit americkou ekonomiku, udělal. O týden později (30. 1. 2008) byla již základní úroková míra na třech procentech.

18. 3. 2008 rozhodl FED o dalším snížení základní úrokové sazby v USA. Znovu o 75 procentních bodů. Trh očekával razantnější snížení, alespoň o celé procento. Reakcí na to byl růst burzovních indexů a cen dluhopisů na americkém trh.

Jeden z mnoha důsledků snižování úrokových sazeb ve Spojených státech je prudké oslabování dolaru. Euro je vůči dolaru na historickém maximu, když prolomilo hranici 1,5 dolaru za euro.

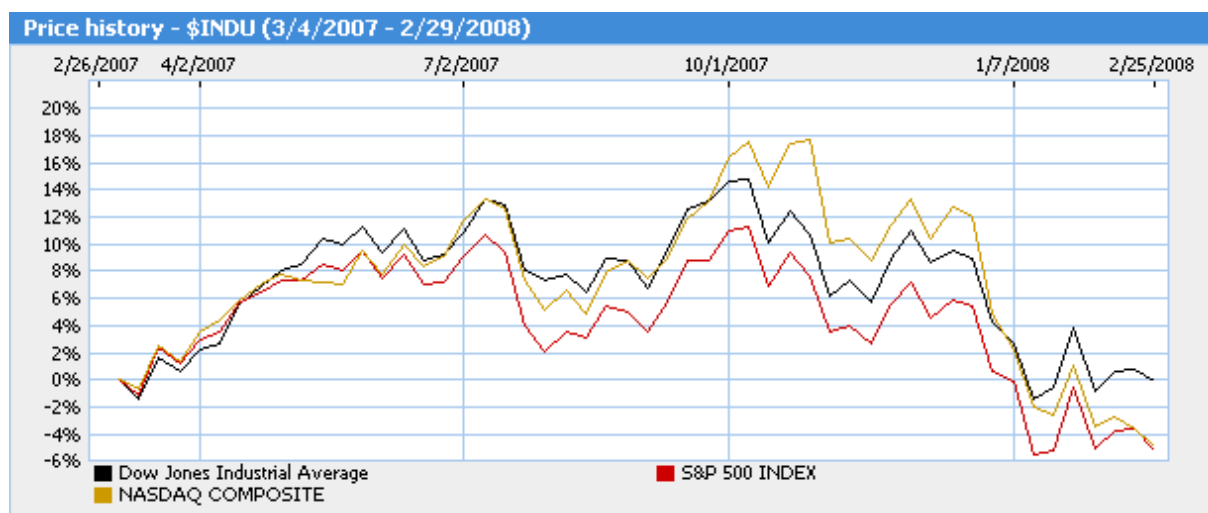
USD/EUR



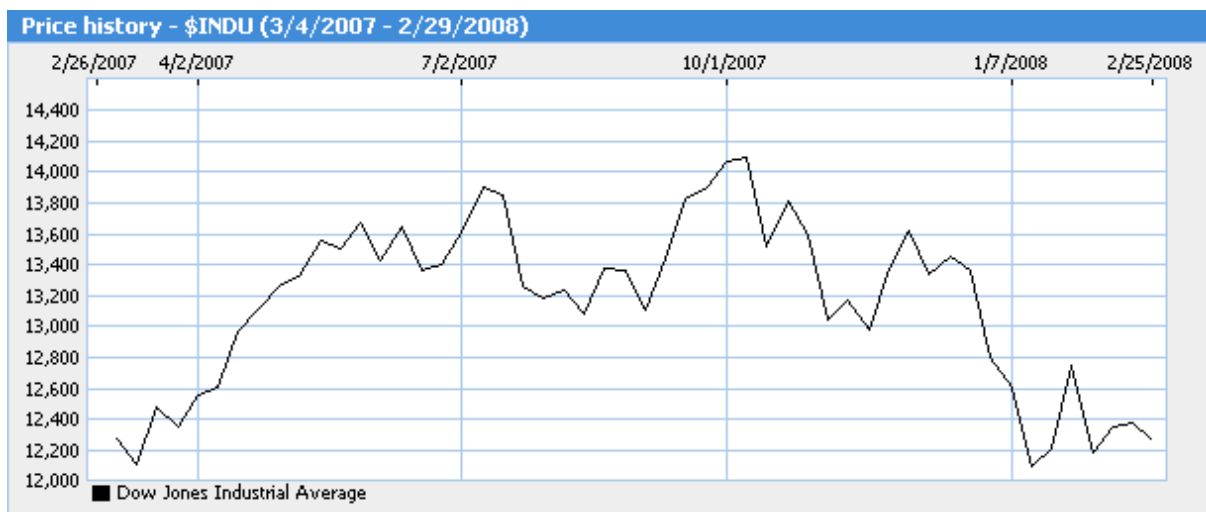
Obrázek 13 Vývoj dolaru k euru. Zdroj [16]

Nejvýraznější dopad krize amerických hypoték a následná kreditní krize mají na vývoj akcií. Vzhledem k tomu, že americké burzy jsou největší, jejich oslabení se okamžitě začalo šířit po celém světě.

Na následujícím obrázku 14 je zřetelně vidět začátek propadů nejvýznamnějších akciových indexů ve Spojených státech na jaře roku 2007.

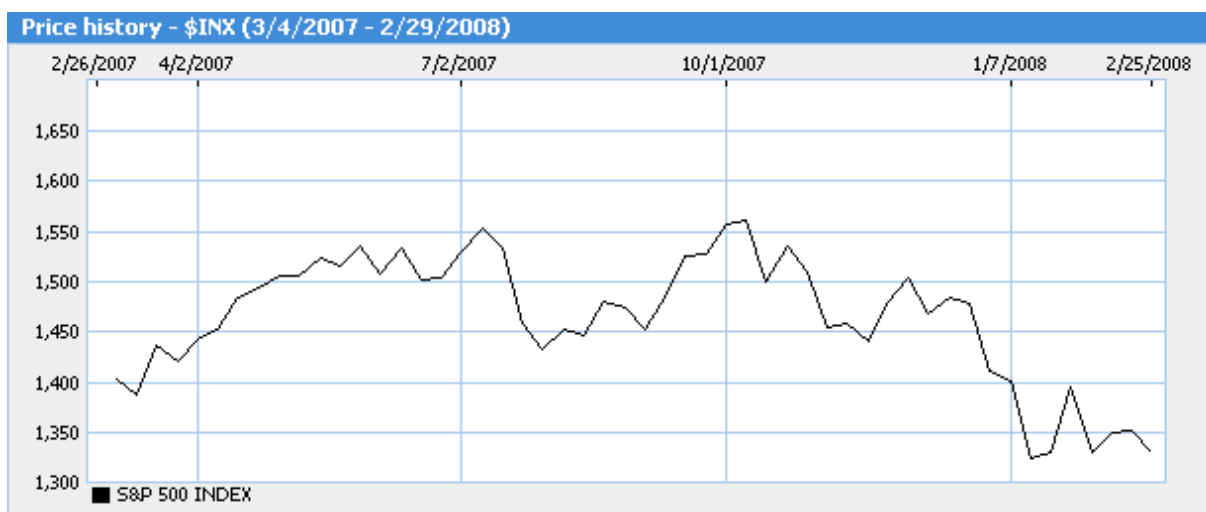


Obrázek 14 Vývoj hlavních amerických indexů za poslední rok. Zdroj [20]



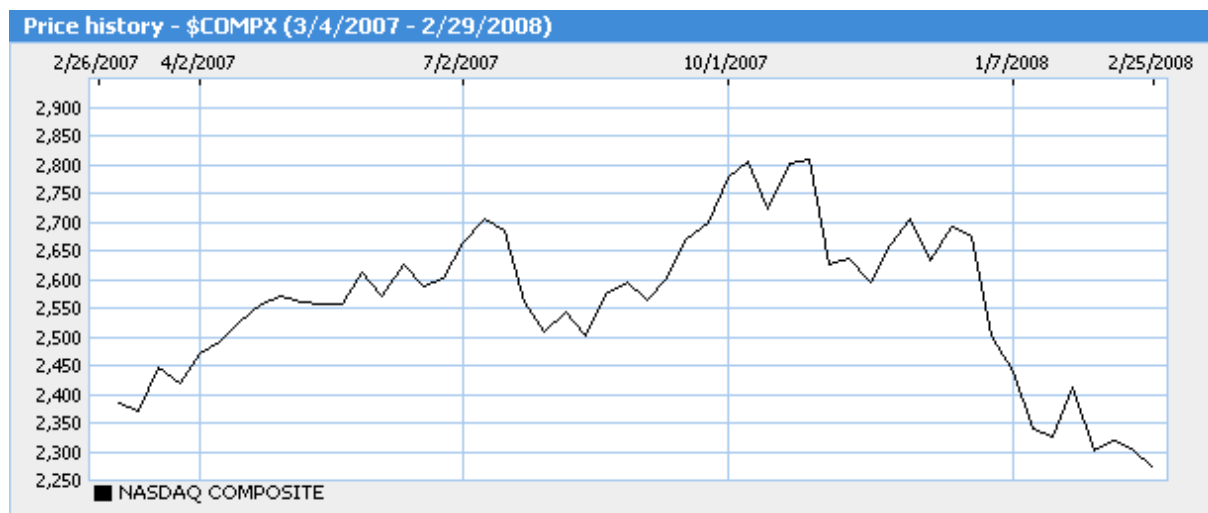
Obrázek 15 Vývoj indexu Dow Jones Industrial Average, obsahující 30 významných amerických společností. Zdroj [20]

Index Dow Jones Industrial Average je jedním z nejznámějších ukazatelů vývoje na americkém akciovém trhu. Jeho popularita je dána především dobou, po kterou je počítán. Je to jeden z nejstarších světových ukazatelů.



Obrázek 16 Index Standard & Poor's 500 je jedním z nejsledovanějších amerických indexů zahrnující v sobě 500 emisí. Zdroj [20]

National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) je největší mimoburzovní trh. Těžiště obchodování na NASDAQu leží v malých, zejména technologických společnostech.



Obrázek 17 Vývoj technologického indexu NASDAQ Composite za minulý rok. Zdroj [20]

Z uvedených obrázků vyplývá, že akciové trhy ve Spojených státech, které ovlivňují trhy po celém světě, měly své poslední maximum začátkem roku 2007. Od tohoto okamžiku se akciové trhy propadají stále hlouběji. To odpovídá i faktu, že poprvé se začalo mluvit o možné hypoteční krizi právě na začátku roku 2007.



Obrázek 18 Vývoj asijských indexů. Zdroj [27]

K analýze pro účely této diplomové práce byly vybrány dva asijské akciové indexy, se kterými se dále pracuje i v další části práce. Tyto indexy zastupují rozvíjející se země. Je to indický Sensex Index a čínský China's Shanghai Composite.

Z obrázku 18 je patrné, že vývoj těchto indexů je do značné míry korelovaný s vývojem amerických indexů, kdy začátkem roku 2008 zaznamenaly oba indexy pokles. Je tedy patrné, že vývoj na těchto asijských akciových burzách je velmi silně ovlivněn vývojem v USA.

2.2.2 Domácí akciový trh

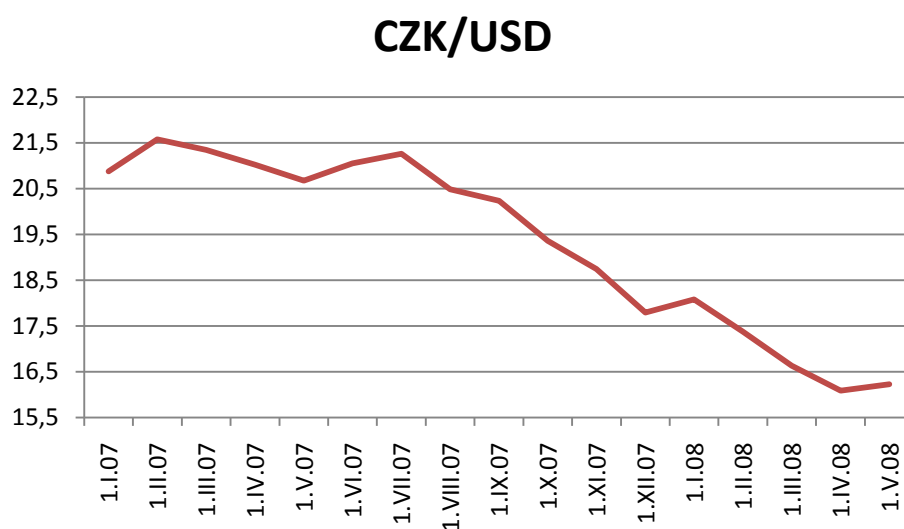
Česká republika se v současné době potýká se silnou korunou a vysokou inflací. Inflace činila v roce 2007 2,8 %, ovšem jen za leden a únor 2008 se dostala na úroveň 7,5 %.

Česká národní banka vidí jako důvody růstu spotřebitelských cen v drtivé většině jednorázové faktory nesouvisející těsně s poptávkovou situací v ekonomice. Její prognóza proto očekává, že nárůst inflace je jednorázový a po odeznění těchto

jednorázových faktorů inflace postupně klesne na obvyklé hodnoty. Jako protiinflační opatření 29. 11. 2007 zvýšila již počtvrté v tomto roce úrokové sazby o čtvrt procentního bodu. Hlavní sazba, od které se odvíjí úročení komerčních úvěrů, vzrostla na 3,5 procenta, tedy na nejvyšší hodnotu za posledních pět let. Další zvýšení přišlo 7. 2. 2008, kdy Bankovní rada zvýšila úrokové sazby o další čtvrtinu procentního bodu na 3,75 procenta.

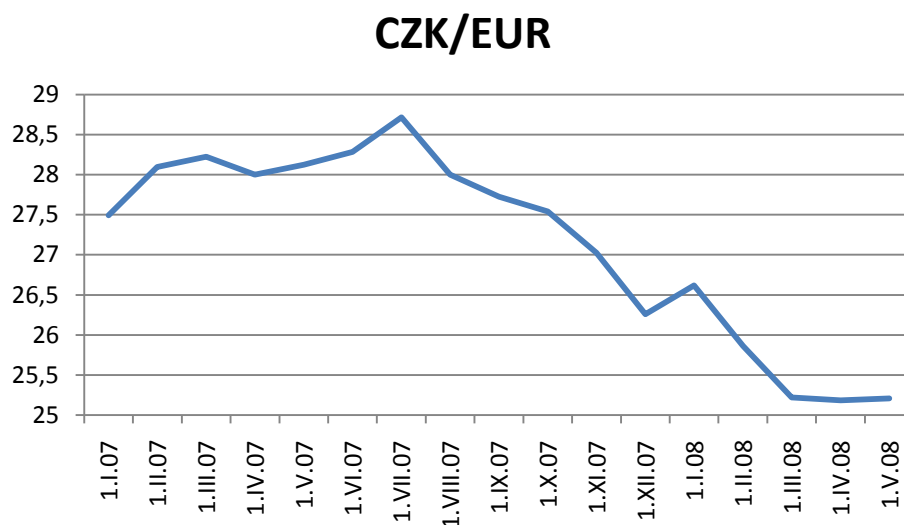
Silná koruna dělá problémy především exportérům. Ze zpráv analytiků vyplývá, že koruna je nadhodnocená především díky spekulantům, kteří očekávají další zvyšování úrokových sazeb české centrální banky a zvýšením rozdílů úrokových měr oproti zahraničí.

Na následujícím obrázku je vidět vývoj koruny vůči dolaru. Za posilování koruny může podle analytiků stát také energetický gigant ČEZ, který díky svým zajišťovacím operacím od podzimu 2007 zvyšoval poptávku po koruně.



Obrázek 19 Vývoj kurzu koruny k dolaru. Zdroj [13]

Obrázek 20 ukazuje vývoj koruny k euru. U eura nelze hledat příčiny za pohybem úrokových sazeb, protože Evropská centrální banka udržuje hlavní úrokovou sazbu na 4 %.



Obrázek 20 Vývoj kurzu koruny k euru. Zdroj [13]

Propad akciových trhů v USA měl dopad i na Českou republiku a vůbec na celou eurozónu. Zatímco v USA začaly trhy klesat na jaře 2007, do ČR se tato medvědí nálada dostavila až koncem roku 2007. Na začátku roku 2008 zažila pražská burza největší oslabení a hlavní index PX jen během ledna ztratil 19 %.



Obrázek 21 Vývoj pražského burzovního indexu PX zahrnující 14 společností. Zdroj [21]

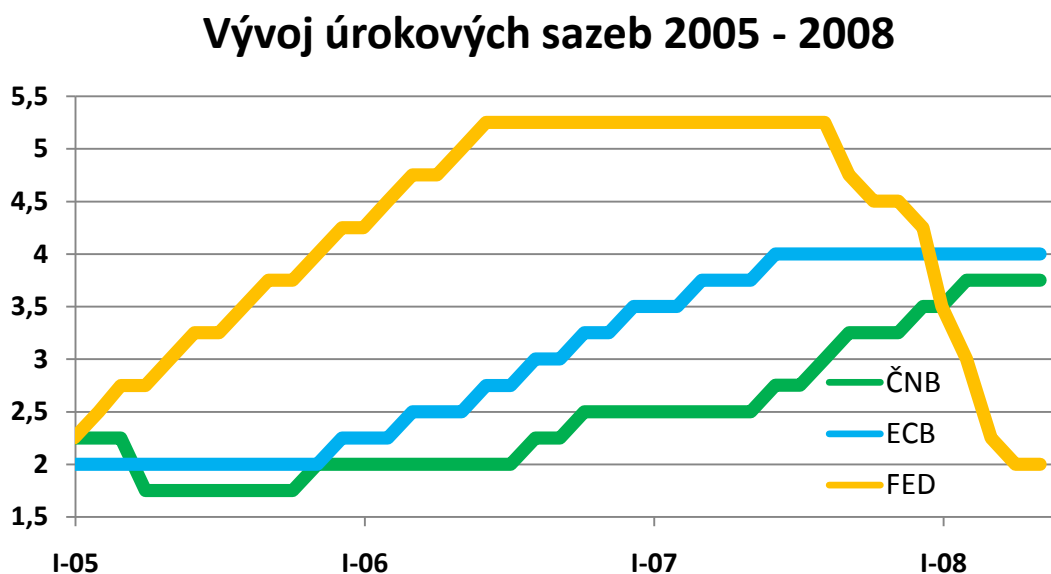
Na obrázku 21 je zobrazen vývoj indexu PX od května roku 2007 do května roku 2008. Během celého prvního čtvrtletí roku 2008 pak index PX oslabil o 14 %.

Na začátku měsíce května roku 2008 vstoupil na parket pražské burzy nový akciový titul. Jedná se o společnost New World Resources, která vlastní těžaře uhlí OKD.

2.2.3 Trhy dluhopisů

Na trh dluhopisů na celém světě mají velký vliv úrokové sazby vyhlášené centrálními bankami jednotlivých států, či společenství států.

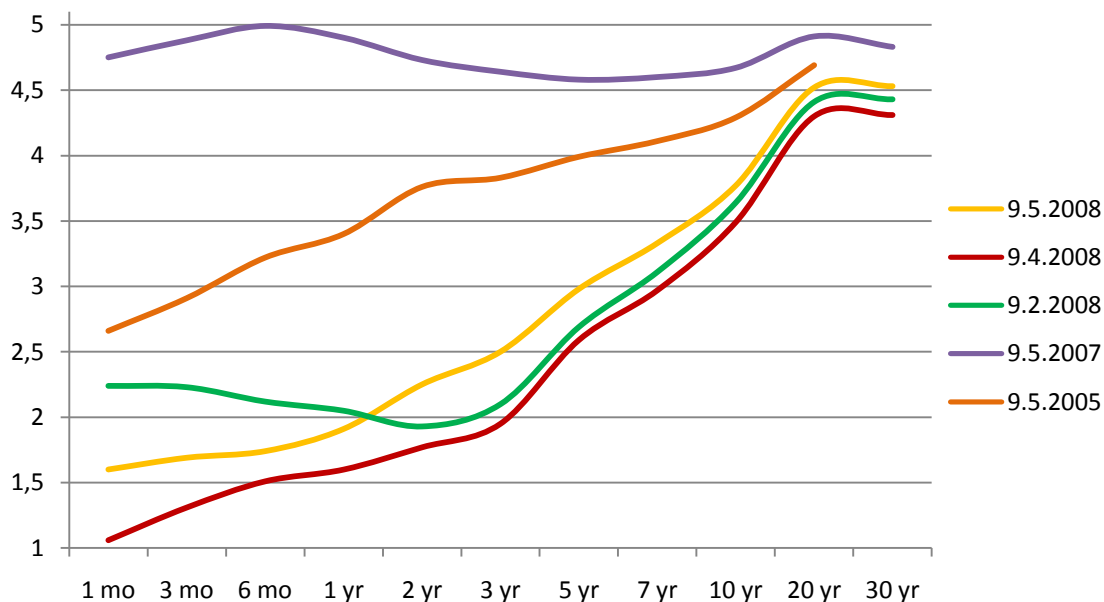
Následující obrázek zobrazuje vývoj základních úrokových sazeb ve Spojených státech amerických, v Evropské unii a v České republice.



Obrázek 22 Vývoj základních úrokových sazeb 2005 – 2008. Zdroj [13],[16],[17]

Z obrázku je patrné, že zatímco Česká národní banka a Evropská centrální banka ke změnám úrokových sazeb přistupuje citlivě a výkyvy změn nejsou tak markantní, tak americký FED využívá tohoto nástroje velmi razantně. Je to dáno odlišným

postavením ve svých zemích. Na rozdíl od ECB a ČNB, které sledují primární cíl v podobě cenové stability, Federální rezervní systém (FED) sleduje různé cíle mající stejnou váhu. (např.: stabilita cenová, stabilita hospodářského cyklu, nízká nezaměstnanost, finanční stabilita, atd.).

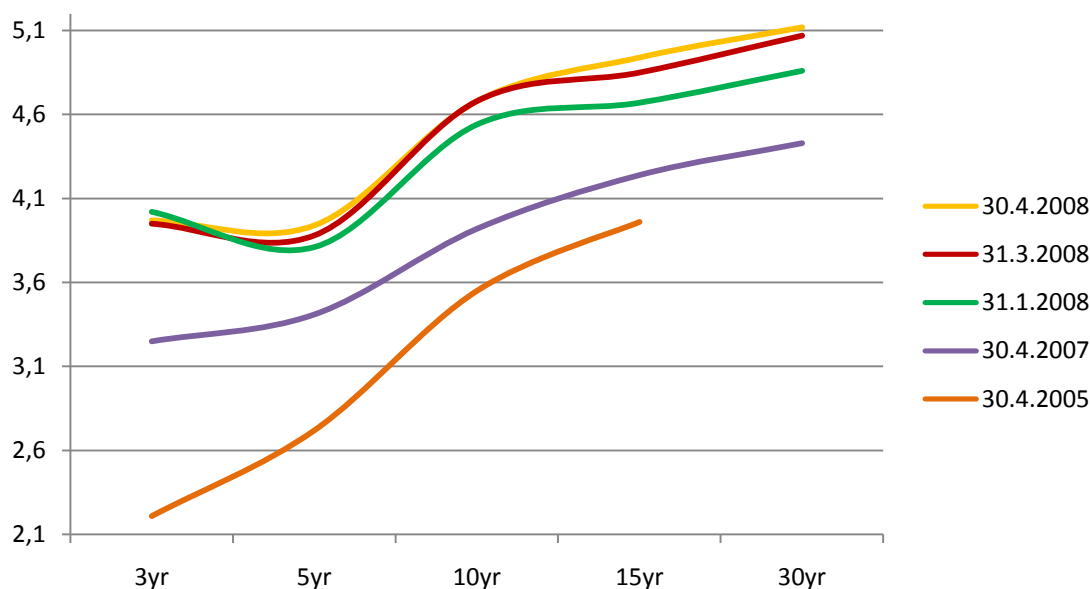


Obrázek 23 Výnosové křivky amerických státních dluhopisů. Zdroj [24]

Z obrázku je patrné, že výnosová křivka z května roku 2007 se pohybovala mezi 4,5 % a 5 %. Je to z toho důvodu, že v USA byly vysoké úrokové sazby (5,25 % - Obrázek 22).

Podle vývoje Treasury Inflation - Protected Security, což jsou pětileté dluhopisové cenné papíry, které investoři využívají pro ochranu před inflací, je zřejmé, že investoři si myslí, že FED ztratil kontrolu nad vývojem inflace. Výnos TIPS poprvé od jejich zavedení v roce 1997 klesl do záporného teritoria na mínus 0,16 %. Finální výkonnost TIPS je svázána s vývojem inflace a proto jsou investoři ochotni přistoupit na menší nebo dokonce negativní výnos a předpokládají, že růst inflace jej ve finále dorovná do patřičných mezí.

Fakt, že úrokové sazby se v České republice postupně zvyšují lze pozorovat i na následujícím obrázku 24, kde jsou výnosové křivky dluhopisů roku 2008 nad křivkami z let 2005 a 2007.



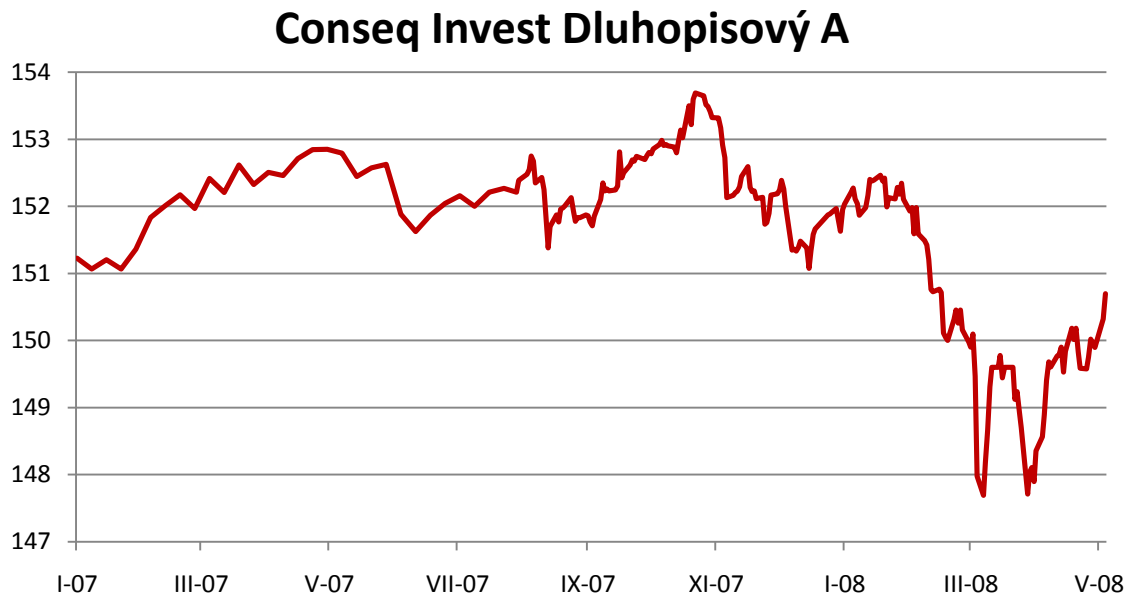
Obrázek 24 Výnosové křivky českých státních dluhopisů. Zdroj [13]

2.2.3.1 Analýza dluhopisového fondu

Jelikož v navrhovaných portfoliích (kapitola 3) figurují i dluhopisové fondy, bude tato kapitola věnována analýze výkonnosti náhodně zvoleného dluhopisového fondu. Následující obrázek 25 ukazuje výkonnost Conseq Invest Dluhopisového fondu společnosti Conseq Investment Management, a.s. Ze zprávy investičního manažera za měsíc březen 2008 vyplývá, že nejvýznamnější zastoupení v portfoliu fondu mají české dluhopisy (82 %). Jsou zde ovšem zastoupeny také dluhopisy polské a maďarské. Téměř 60 % podíl portfolia tvoří pětileté dluhopisy.

Začátkem února začal fond ztrácet a to především díky zvyšování úrokových sazeb ČNB a zvyšování rizikových premií z důvodu averze investorů k riziku.

Při zvyšování úrokových sazeb totiž kurzy dluhopisů úročených staršími (nižšími) sazbami klesají (týká se pouze fixně úročených dluhopisů).



Obrázek 25 Vývoj Conseq Invest Dluhopisového fondu. Zdroj [12]

3 Návrh podnikové investiční strategie

3.1 Sestavení investičního portfolia

3.1.1 Investiční horizont

Určení investičního horizontu by mělo být jedním ze základních poznatků, o kterých by měl mít investor jasno.

Podnik má například hotové peníze na zaplacení daní, přičemž termín placení daní je znám. V tomto případě je tedy investiční horizont jasně definovaný. V jiné situaci může být investiční horizont neomezený nebo neznámý. Typickými investory na neomezený investiční horizont jsou například penzijní nebo podílové fondy.

Investiční horizont úzce souvisí i s likviditou. Investiční chybou je špatný odhad požadavku likvidity, tedy dostupnosti finančních prostředků z investice. U krátkých investic (tzn. investic s krátkým investičním horizontem) by měla být likvidita, tedy možnost prodeje, co nejvyšší. U dlouhodobějších investic si již investor může dovolit investovat i do méně likvidních produktů. Platí přitom pravidlo, že s růstem požadované likvidity klesá výnosnost, které investor může dosáhnout.

3.1.2 Rizikový profil

Dalším krokem k sestavení portfolia je stanovení tolerance vůči riziku, která úzce souvisí s časovým horizontem investice. Obecně lze investory členit do tří základních skupin.

- investor vyhledávající riziko
- investor, který je vůči riziku neutrální
- investor, který je vůči riziku averzní

První skupina, tedy investoři vyhledávající riziko, si vybírají vždy riskantnější variantu, i když přírůstek bohatství je vždy stejný. Rádi riskují a nevádí jim vysoké riziko při investování. Tito investoři investují do agresivních růstových akcií, akcií malých firem, sektorových a globálních akcií.

Druhou skupinou investorů jsou jedinci, kteří jsou vůči riziku neutrální. Tedy je jim lhostejné, kterou z ekvivalentních variant si vyberou.

Poslední skupinou jsou investoři, kteří mají k riziku odpor, jsou vůči němu averzní. Tito investoři si vždy vyberou takovou variantu, která se stejným přírůstkem bohatství je nejméně riskantní, nejlépe bezriziková.

3.1.3 Požadovaný výnos

Základní znalostí každého investora by měl být problém inflace jako znehodnotitele kupní síly finančních prostředků. Prvním z cílů investování je pokrýt inflaci, tedy uchovat dlouhodobě kupní sílu prostředků. Dosáhnout výnosnosti nad inflaci je až vedlejší cíl. Je chybou, pokud je vytvořené portfolio příliš konzervativní, tzn. investor je zbytečně převážen v defenzivní složce i přesto, že má dostatečně dlouhý horizont a vysokou toleranci k riziku. Příkladem je vysoký podíl majetku na běžném účtu, termínovaných vkladech nebo vysoký podíl portfolia

v peněžním trhu. Opačný extrém, tzn. převážení do dynamického (rizikového) portfolia vzhledem k požadavkům na strategii, je rovněž chybou.

Pro optimální portfolio je důležité mít představu o možných výnosech. Jak již bylo uvedeno dříve, nemůže fundovaný investor očekávat enormní výnosy při nízkém riziku. Proto je odpověď na výši požadovaného výnosu vlastně odpovědí na výši rizika, které je investor ochoten podstoupit. Proto dříve než přistoupí k sestavení portfolia, je na místě se pokusit odhadnout výnosy, potažmo rizika spojená s investicí. Odhady výnosů např. akcií jsou založeny na dlouhodobých zkušenostech se společnostmi, jejíž akcie jsou obchodovány. Dále je to historický vývoj akcie a fundamentální analýzy budoucího vývoje. (někteří investoři nicméně nepovažují fundamentální analýzu za důvěryhodný nástroj a spoléhají na analýzu technickou, kdy se očekávanou budoucí výnosnost snaží odhadnout na základě analýzy dosavadního vývoje tržního kurzu.

Obecně platí, že investiční riziko klesá s prodlužující se délkou investičního horizontu a diverzifikací, tedy nákupem více druhů nekorelovaných⁷ aktiv.

3.1.4 Sestavení portfolia

Nyní lze přistoupit k sestavení samotného portfolia. Informace k jeho sestavení jsou úplné, je stanoven investiční horizont, je známa tolerance k riziku, byl proveden odhad výnosů a rizik investice a byl stanoven minimální požadovaný výnos. Z těchto pramenů se dále bude sestavovat portfolio. Dosažení optimální investiční strategie je založeno zejména na vhodné diverzifikaci, tedy rozložení investic v portfoliu mezi nejrůznější typy aktiv. Jedním z nejhorších přístupů je tzv. „sázka na jednu kartu“ resp. pouze na jeden typ aktiv. Příkladem může být nákup jedné, zato zdánlivě výnosné akcie. Investice může sice přinést značné zisky, naproti tomu také velké ztráty. Protipólem a také špatnou variantou jsou zase jen osamocené bankovní vklady.

⁷ Korelace vyjadřuje vzájemný pohyb výnosů dvou aktiv. V případě pozitivně korelovaných výnosů se výnosy pohybují identicky, u negativně korelovaných výnosů se tyto výnosy pohybují inverzně a u nekorelovaných výnosů nejsou v žádném vztahu.

Diverzifikace je jednou z nejdůležitějších výhod investování do podílových fondů. Podílový fond je diverzifikován, protože vlastní mnoho různých cenných papírů.

3.1.5 Způsoby investování

Obecně existuje několik způsobů, kterými může investor investovat finanční prostředky.

Prvním způsobem je investovat přímo, tedy nakoupit na vlastní účet akcie či jiné cenné papíry na primárním nebo sekundárním trhu. V tomto případě je zodpovědnost za diverzifikaci portfolia zcela na samotném investorovi.

Dalším způsobem jak se investor může dostat k cenným papírům nebo jiné finanční investici je polopřímo, tedy prostřednictvím obchodníka s cennými papíry. Tedy finanční instrumenty nenakupuje přímo od emitenta, ale pomocí prostředníka. Tyto obchody jsou praktikovány na burzách, kde na dané burze smí obchodovat pouze obchodník s platnou licenci, vydanou burzou. Pokud chce investor nakoupit určitý akciový titul a nemá šanci jej zakoupit přímo u dané společnosti, která akcii vydává, nejjednodušší cestou je oslovit obchodníka s cennými papíry, který vlastní oprávnění obchodovat na burze, kde je titul obchodován.

Třetím způsobem investování finančních prostředků, je obchodování nepřímé. Tento způsob je velmi pasivní, protože investor nakupuje podílové listy podílového fondu, který má dānu určitou investiční strategii a složení portfolia, na základě kterého si podílový fond investor vybírá. Diverzifikace portfolia je již uskutečněna samotným fondem. Investor však může dále diverzifikovat své portfolio např. nákupem několika různých fondů. V každém případě vede tento způsob k minimalizaci transakčních nákladů na diverzifikaci.

3.2 Investiční strategie

3.2.1 Konzervativní investiční strategie

Konzervativní strategie preferuje minimalizaci výkyvu hodnoty investičního portfolia. Proto konzervativní strategie dává absolutní důraz na nástroje peněžního trhu. Jen zpravidla 4,5 % je investováno do dluhopisů, které částečně diverzifikují riziko možnosti, že v budoucnosti dojde k poklesu úrokových sazeb. Za těchto podmínek totiž klesá výnosnost investičních nástrojů peněžního trhu a naopak stoupá cena dluhopisu. Protože však dluhopisy jsou poněkud rizikovější, je jejich zastoupení v portfoliu relativně malé. [1]

Je vhodná jak pro investory, kteří chtějí minimalizovat výkyvy hodnoty svého portfolia, tak pro investory, kteří mají vysoké požadavky na likviditu portfolia nebo prostě jen investují s velmi krátkým horizontem. Tato strategie není příliš vhodná v inflačním prostředí. Takové portfolio je vhodné pro investory s investičním horizontem do 3 let. Očekávané zhodnocení 3 - 5 % p.a.

3.2.2 Vyvážená investiční strategie

V rámci vyvážené strategie jsou požadovány výnosy, které jsou zhruba na půli cesty mezi pevně úročenými nástroji a akciemi. Podíl akcií v portfoliu činí zpravidla 55%. Z názvu lze vydedukovat, že se jedná se o vyvážený stav mezi rizikem a výnosem, čili za přiměřeně velké riziko je přiměřeně velký výnos. Takové portfolio je vhodné pro střednědobé investory, tzn., že investiční horizont by se měl pohybovat mezi 3 - 5 lety. Očekávané zhodnocení 5 - 7 % p.a. [1]

3.2.3 Agresivní investiční strategie

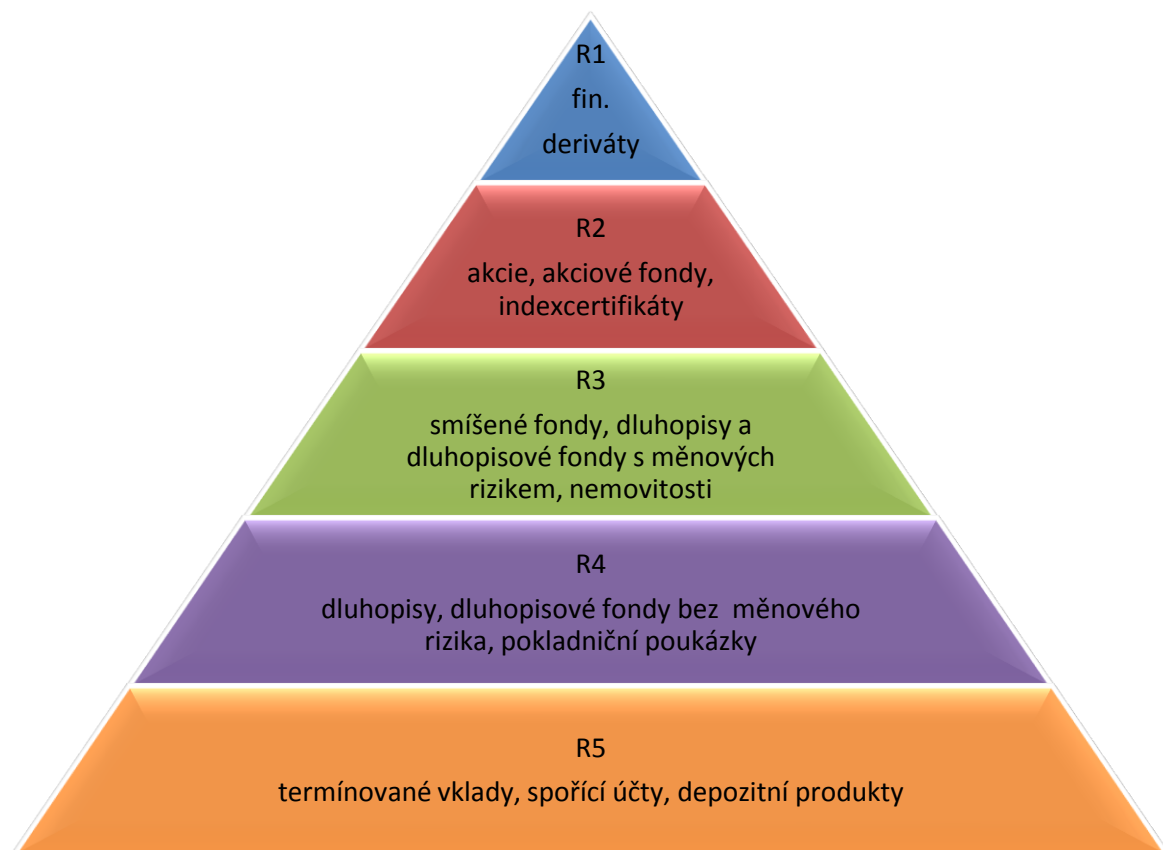
V rámci agresivní strategie jsou požadovány nadprůměrné výnosy, ale také jsou „placeny“ vysokým podstupovaným rizikem. U této strategie je zpravidla 90% portfolia investováno do akcií. Charakteristickým rysem agresivní investiční strategie je fakt, že má hodnota portfolia v krátkém horizontu velkou volatilitu a tím pádem i riziko. Očekávané zhodnocení 7 % p.a. a více. [1]

3.3 Návrhy portfolií

Tato kapitola obsahuje konkrétní návrhy portfolií. Ty jsou sestaveny dle investorovy tolerance vůči riziku. Dle tohoto kritéria je tato kapitola rozdělena do tří částí a to na investory vyhledávající riziko, investory vůči riziku averzní a investory, kteří jsou vůči riziku neutrální. Každá kapitola pak bude ještě rozdělena na možné alternativy investic z pohledu investičního horizontu.

U každého portfolia bude na konci vypočten odhad výnosnosti navrženého portfolia. Odhad bude kalkulován na základě historických dat, které však v žádném případě nezaručují stejné výnosy i v budoucnu.

V následujícím schématu jsou investiční produkty rozděleny dle stupně rizikovosti, od nejméně až po nejvíce rizikové.



Obrázek 26 Rozdělení investičních nástrojů dle stupně rizika. Zdroj: Autor

3.3.1 Portfolio investora s averzí vůči riziku

Jak již bylo zmíněno, investor s averzí vůči riziku si vždy vybere takovou variantu, která se stejným přírůstkem bohatství je nejméně riskantní, nejlépe bezriziková. Bude tedy volit strategii velmi konzervativní, ve které budou zastoupeny výhradně produkty peněžního trhu. Na obrázku 26 to jsou instrumenty zahrnuté v kategorii R5. Tvorba takového portfolia je v následujícím textu rozdělena na dvě podkapitoly. První variantou bude investice krátkodobá (méně než 2 roky) a druhou variantou bude investice dlouhodobá (horizont delší než 2 roky).

3.3.1.1 Krátkodobá investice

Krátkodobé investování dočasně volných peněžních prostředků je obsahem řízení likvidity podniku. Předpokladem efektivního řízení likvidity je průzkum krátkodobých investičních možností peněžního trhu, které se odlišují v závislosti na likviditě a výnosnosti.

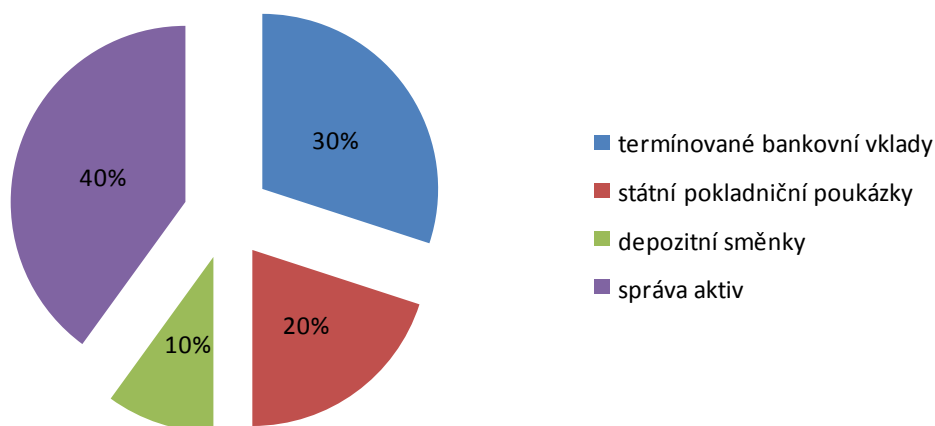
Mohou to být např. prostředky na placení daní, které jsou momentálně uloženy na účtu a budou tam ležet několik týdnů či měsíců. Investicí podnik ochrání prostředky před inflací a zároveň je efektivně využije.

Jedná se zejména o termínované bankovní vklady, vklady na jeden den (overnight), depozitní směnky, státní pokladniční poukázky, správa aktiv, kterou nabízejí komerční banky apod.

V případě, že podnik ví přesné datum, kdy bude prostředky potřebovat, může využít termínované vklady.

Pokud bude investiční horizont neznámý, bude lepší, když využije produkty, u kterých může prostředky kdykoliv proměnit v hotovost. Mohou to být státní pokladniční poukázky, kde investor umísťuje volné prostředky do dluhových instrumentů českého státu - emitenta s nejvyšším bonitním hodnocením v České republice. Dále mohou být využity např. depozitní směnky nebo správa aktiv některé komerční banky, u kterých investoři hledají zhodnocení vyšší, než nabízí běžné depozitní produkty. Cílem správy aktiv je dosáhnout optimálního výnosu svěřených prostředků prostřednictvím investic na peněžním trhu s vhodnou strategií.

Portfolio s krátkodobým horizontem investora s averzí vůči riziku může vypadat následovně:



Obrázek 27 Portfolio investora s averzí vůči riziku s krátkodobým horizontem. Zdroj: Autor

Z analýzy domácího trhu vyplývá, že centrální banka v ČR zvýšila základní úrokovou sazbu za poslední rok z hodnoty 2,5 % na hodnotu 3,75 %, což mělo za následek zvýšení úrokových sazeb u bank a pro investory tedy pozitivní efekt vzhledem k jejich výnosům.

Stejně je to u státních pokladničních poukázek a depozitních směnek, kde se úrokové sazby pohybují kolem základní úrokové sazby stanovené ČNB.

3.3.1.2 Dlouhodobá investice

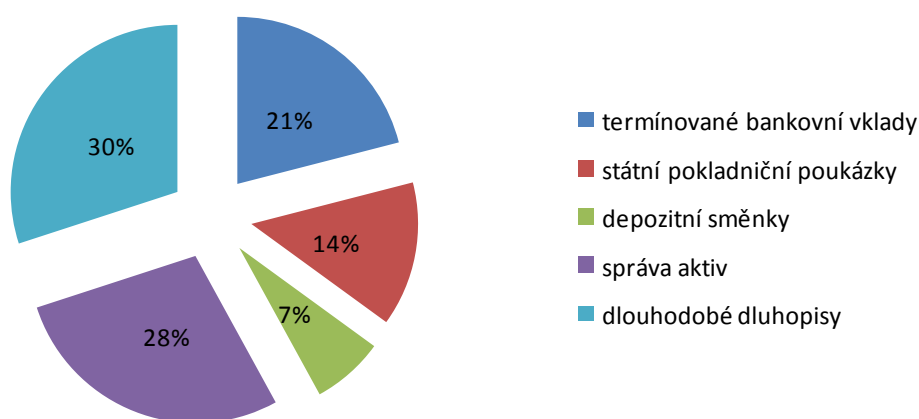
U dlouhodobějších investic nemusí být investováno pouze do instrumentů peněžního trhu popsanych v předchozí podkapitole. Vzhledem k dlouhodobosti, tedy horizontu delším než dva roky, nemusí být známa přesná délka investice. Zatímco u krátkodobé investice se portfolio skládalo výhradně z produktů peněžního trhu, u dlouhodobější investice je možné do portfolia zahrnout i více riziková aktiva ze skupiny R2 (Obrázek 26).

Dluhopisy mají v tomto typu portfolia svou úlohu především kvůli úrokovým sazbám, které se mohou v průběhu investice výrazně měnit. V případě poklesu úrokové sazby hodnota fixně úročených dluhopisů roste a snížený výnos z instrumentů peněžního trhu kompenzuje právě rostoucí hodnota těchto dluhopisů. V opačném případě, tedy při zvýšení úrokových sazeb, hodnota fixně úročených dluhopisů klesá a snižuje tedy celkový výnos portfolia.

Vzhledem k rizikovému profilu investora lze doporučit preferenci státních dlouhodobých nad dluhopisy korporátními (podnikovými). Státní dluhopisy jsou v ČR vždy bezpečnější investicí nežli podnikové. Ovšem čím nižší riziko, tím také nižší výnos. V České republice je třeba si dát pozor na zvyšování úrokových sazeb, které je možno očekávat vzhledem ke stávající inflaci.

Co se týče rozložení neboli alokace mezi produkty peněžního trhu a zmiňovanými dluhopisy doporučuji do portfolia zařadit ze 70 % peněžní trh a z 30 % dlouhodobé dluhopisy s ohledem na investiční horizont. Likvidita je u peněžního trhu bezproblémová, u dluhopisů by také výraznější problémy nastat neměly vzhledem k vyspělosti domácího trhu, kde je poptávka dostatečná.

Dle uvedených skutečností vypadá takovéto portfolio následovně:



Obrázek 28 Portfolio investora s averzí vůči riziku s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor

Z analýzy domácího trhu vyplývá, že centrální banka v ČR zvýšila základní úrokovou sazbu za poslední rok o jedno a čtvrt procentního bodu. To má za následek růst úrokových sazeb termínovaných účtů, státních pokladničních poukázek, depozitních směnek a v neposlední řadě také státních dluhopisů.

Z obrázku 24 je patrné, že za poslední rok se zvedlo úročení tříletých dluhopisů asi o 0,7 %, za poslední tři roky dokonce o 1,7 %. U desetiletých dluhopisů, vydávaných ČNB, vzrostly yieldy⁸ za poslední rok dokonce o 0,76 % a během tří let o 1,18 %.

3.3.2 Portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku

Jak již bylo uvedeno v předchozích kapitolách, investorovi s neutrálním postojem vůči riziku je jedno, které portfolio ze dvou ekvivalentů si vybere. Je tedy patrné, že z hlediska rizika bude tento investor někde mezi investorem vyhledávajícím riziko a investorem k riziku averzním.

3.3.2.1 Krátkodobá investice

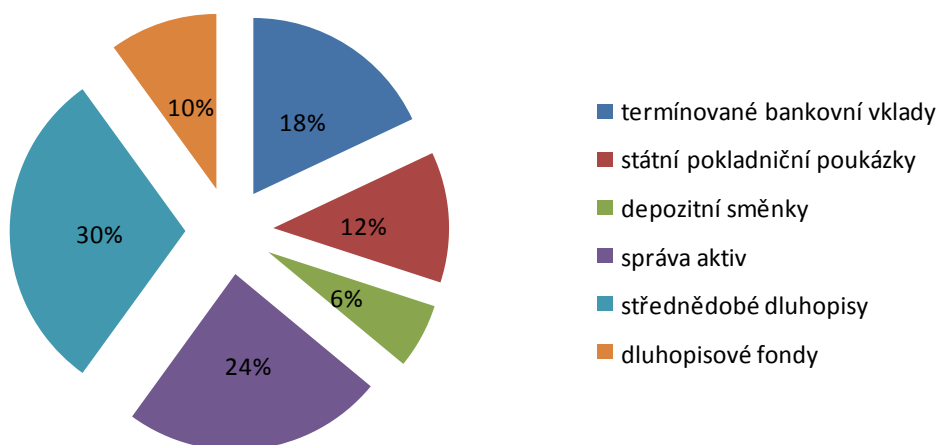
Krátkodobá investice bude opět s investičním horizontem do jednoho roku. Portfolio však bude obsahovat již rizikovější instrumenty, které trh nabízí. Vzhledem ke krátkodobosti to nebudou akcie, které vyžadují delší časový horizont. Budou to dluhopisy, dluhopisové fondy a to i s měnovým rizikem obsažené ve skupině R3 (Obrázek 26), ovšem pouze střednědobé. Rozložení nástrojů peněžního trhu a dluhových instrumentů bude v tomto portfoliu 60 % ku 40 %.

Je také důležité se podívat, jaké finanční prostředky budou pro investici použity. V případě dočasné nadbytečné hotovosti podniku nelze předpokládat, že bude investováno do instrumentů s potenciálem krátkodobého poklesu, protože by tyto

⁸ Označování používané pro výnos cenných papírů v poměru k jejich tržní hodnotě (vyjádřeném v %).

prostředky mohly chybět a podnik by se mohl dostat do platební neschopnosti. U prostředků určených k budoucí investici do výrobního zařízení či jiného rozvoje podniku to bude podobné. V případě prostředků, se kterými nemá podnik jasné plány, a poklesem portfolia by podniku nevznikly problémy s běžným fungováním lze využít méně konzervativní variantu sestavování portfolia.

Do tohoto portfolia je možné také s úspěchem zařadit i akciové tituly, a to z důvodu negativní korelace mezi akciovým a dluhopisovým trhem. Ovšem tato akciová složka, někdy nazývaná riziková, by neměla být vyšší než 5 % hodnoty portfolia. Toto řešení lze považovat i za výkonnější portfolio, než bez této složky a to při stejném rizikovém profilu.



Obrázek 29 Portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor

Zatímco yieldy amerických střednědobých dluhopisů klesly, českým střednědobým dluhopisům yieldy vzrostly. Vyplývá to z analýzy v kapitole 2. Z toho také plyne, že pro současnost bude lepší investovat spíše do českých dluhopisů. ČNB totiž nepředpokládá další zvyšování úrokových sazeb. Naopak je tomu v USA, kde FED již nemá příliš možností ke snížení sazeb. Dluhopisy však také velmi ovlivňují rizikové prémie, které vzhledem k dění na finančních trzích rostou.

Vývoj analyzovaného dluhopisového fondu nebyl během posledního půlroku příliš příznivý, přesto je investice do dluhopisů mnohem bezpečnější než do akcií.

3.3.2.2 Dlouhodobá investice

Zde je při sestavování portfolia pro horizont delší než jeden rok použito i akciových titulů, či akciových fondů zahrnutých do skupiny R2 (Obrázek 26). Akciové tituly jsou z krátkodobého hlediska velmi rizikový nástroj, protože kolísavost jejich hodnoty je velmi vysoká. Naopak jsou akcie neutrálním instrumentem, a tedy na jejich hodnotu nemá rostoucí či klesající inflace výrazný vliv.

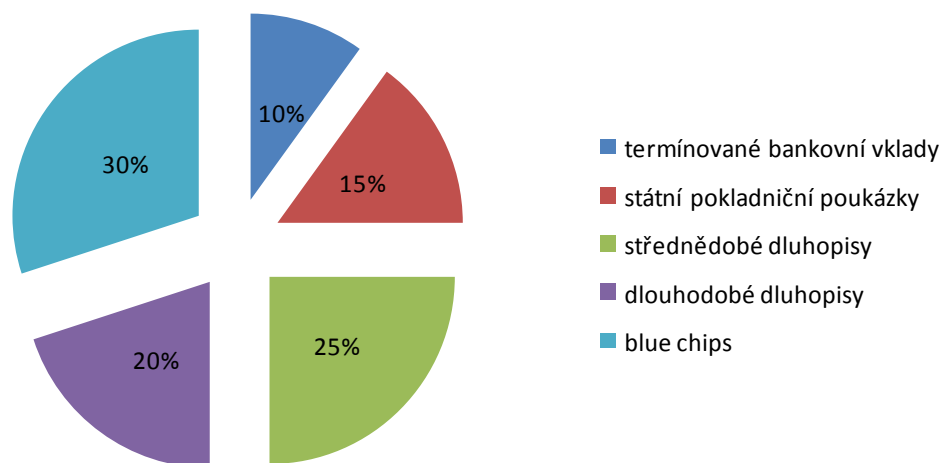
Výsledné portfolio tedy už nebude složeno převážně z produktů peněžního trhu, nýbrž ve většině zde budou zastoupeny dluhopisy nejen státní, ale i podnikové a také akciové tituly. Co se týče akcií, lze pro dlouhodobou investici doporučit akcie největších a nejziskovějších společností neboli blue chips⁹, které jsou nejvíce likvidní.

V případě akcií je likvidita zajištěna velmi dobře, u dluhopisů je poptávka na trhu také dostatečná a likvidita u termínovaných vkladů a pokladničních poukázek je samozřejmá.

Toto portfolio by mohlo být využito v situacích, kdy podnik disponuje volnými prostředky, pro které nemá určeno jejich užití nebo pokud plánuje během několika let začít s investicemi do stálých aktiv. Pro tyto případy je investice do cenných papírů efektivním využitím disponibilních finančních prostředků. Při kvalitním a správném investování si tak podnik může i slušně zlepšit finanční výsledek hospodaření.

⁹ V České republice to jsou tituly společností obchodovaných na hlavním trhu SPAD Burzy cenných papírů Praha tvořící Index PX.

Portfolio investora s neutrálním postojem k riziku s dlouhodobým investičním horizontem bude vypadat následovně:



Obrázek 30 Portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor

Z analýzy vyplývá, že yieldy českých dluhopisů vzrostly díky zvyšování úrokových sazeb, opačná situace je na americkém trhu státních dluhopisů. Yield třicetiletého dluhopisu vzrostl za poslední rok o 0,7 %, zatímco výnos amerického třicetiletého dluhopisu klesl o 0,3 %.

U akcií je v současné době situace velmi složitá. Z analýzy vyplývá, že akciové trhy po celém světě za poslední rok velmi oslabily. Pro potencionální investory tedy příznivá zpráva, protože nákup akcií bude levný. Na druhou stranu nikdo nedokáže odhadnout dno, od kterého se trhy odrazí k růstu.

Přestože samotná kreditní krize, jako následek hypoteční krize do ČR nedorazila, vývoj na americkém trhu přesto český akciový trh velmi ovlivnil. Investice do akcií je vhodná pro horizont více než sedm, let kde riziko ztráty je velmi malé. Pro kratší horizonty je možno akcie také zakomponovat do portfolia, ovšem jen v omezené míře.

3.3.3 Portfolio investora vyhledávajícího riziko

Investor, který vyhledává riziko, riskuje možnou ztrátu, kterou mu jeho portfolio může přinést. Na druhou stranu jeho výnosy jsou úměrné výšce rizika a mohou být tedy vyšší než u konzervativněji založených investorů. V podnikovém investování do cenných papírů se do této skupiny příliš mnoho firem řadit nebude.

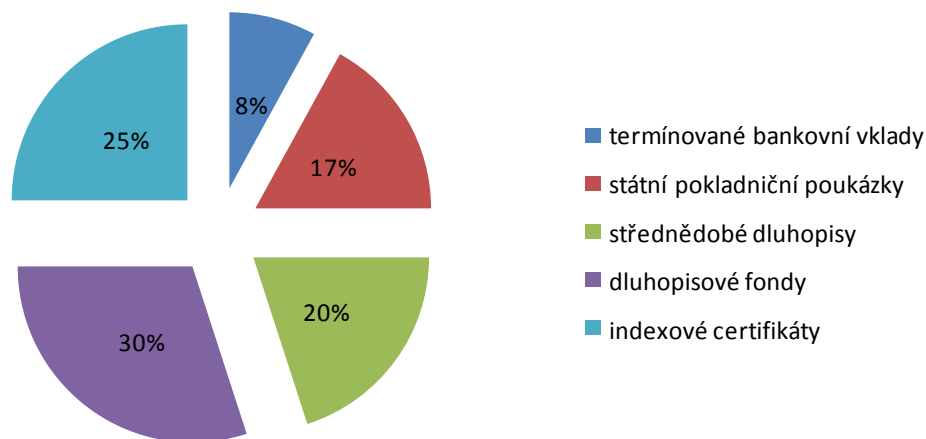
3.3.3.1 Krátkodobá investice

I přes velmi rizikový profil investora nemůže být doporučené portfolio na krátkodobém horizontu příliš rizikové. Do rizikových instrumentů má význam investovat na delší dobu než je jeden rok, v případě akcií se uvádí minimálně pět až sedm let. Proto mé doporučení nebude na tomto krátkodobém horizontu investice přímo do akcií, ale investice do indexových certifikátů, které mají za úkol kopírovat vývoj stanoveného indexu v určeném poměru. Tyto jsou spolu s akciemi zařazeny do rizikové skupiny R2 (Obrázek 26).

V portfoliu budou tedy indexové certifikáty, ale většinový podíl v portfoliu budou tvořit dluhopisy státní, podnikové, s měnovým rizikem a dluhopisové fondy. Nástroje peněžního trhu budou zastoupeny jen v minimální míře.

Prostředky, které podnik investuje do tohoto portfolia, by neměly být nijak vázány na běžný chod podniku (např. určeny pro nákup zásob či jiného oběžného majetku) a nesmí být tvořeny dočasnou nadbytečnou likviditou. Je to z toho důvodu, že hodnota portfolia může kolísat a při případném prodeji je možnost nižší hodnoty než byla při nákupu.

Na následujícím schématu je znázorněno rozložení portfolia investora, který riziko vyhledává.



Obrázek 31 Portfolio investora vyhledávajícího riziko s krátkodobým horizontem. Zdroj: Autor

Jak vyplývá z analýzy finančních trhů (kapitola 2.2), nejvýznamnější indexy na americkém trhu a také index PX zažily velmi krušný rok. Indexové certifikáty, které jsou právě na akciové indexy navázány, budou nejen pro tento fakt v portfoliu zastoupeny z jedné čtvrtiny. Na druhou stranu nemůže tato situace trvat do nekonečna a dříve či později na trh dorazí pozitivní nálada a akciové tituly porostou.

Dluhopisy v současné době vynášejí více na českém trhu než v USA. Obecně lze říci, že v době kdy se akciím nedaří, daří se dluhopisům.

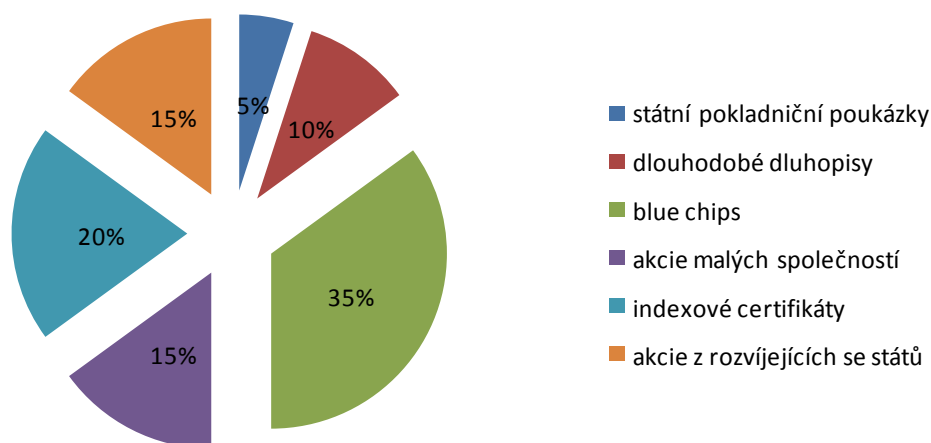
3.3.3.2 Dlouhodobá investice

Do portfolií na delší časová období se zpravidla vkládá s naprostým většinovým podílem akciové tituly. A to nejen blue chips, ale také akcie menších růstových společností, akciové tituly z rozvíjejících se trhů a index certifikáty. Do portfolia nebudou zařazeny finanční deriváty zařazené do rizikové skupiny R1 (Obrázek 26).

Likvidita tohoto portfolia bude vcelku vysoká vzhledem k použitým instrumentům, ovšem kolísavost hodnoty portfolia bude velmi vysoká. Potenciální výnos naproti tomu bude také nadmíru vysoký. Zejména akcie z rozvíjejících se trhů

mají velký potenciál vysokého růstu, ovšem také velké riziko. Proto by měl tuto akciovou složku investor dostatečně diverzifikovat. Příkladem takové diverzifikace mohou být investice do různých regionů (Amerika, Evropa, Asie, atd.). Dalším příkladem diverzifikace je diverzifikace dle odvětví (např. telekomunikace, finanční instituce, farmacie, informační technologie, obnovitelné zdroje, automobilový průmysl atd.)

Jak již bylo uvedeno u krátkodobé investice, portfolio s tak vysokou volatilitou je využito pouze v případě, kdy podnik vlastní nadměrnou likviditu, která nemá v horizontu čtyř, pěti a více let v podniku uplatnění. Zejména v současné situaci, kdy panuje na finančních trzích nejistota, jak vyplývá z analýzy světových a domácích kapitálových trhů (kapitola 2.2), bude hodnota portfolia vystavena značným výkyvům, které by v případě dřívějšího použití finančních prostředků mohly dostat podnik do finančních potíží.



Obrázek 32 Portfolio investora vyhledávajícího riziko s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor

Zajímavou investicí mohou být finanční instituce, které zaznamenaly vysoké odpisy svých aktiv kvůli rizikovým složkám portfolia. Jejich akcie se propadly nejvíce během celé krize a pro investici mohou být velmi zajímavé. Nelze však předpovědět správné načasování koupě těchto titulů.

Akcie rozvíjejících se států lze obecně považovat za velmi rizikovou investici. Vzájemná korelace mezi americkým trhem akcií a analyzovanými indexy (China's Shanghai Composite, SENSEX Index) je patrná.

U dlouhodobých amerických dluhopisů je patrná vysoká riziková prémie. V květnu 2007 byl rozdíl mezi základní úrokovou mírou a výnosem třicetiletého dluhopisu záporný, v květnu letošního roku je rozdíl více než 2,5 %.

Výše uvedené investiční strategie lze s úspěchem aplikovat nejen u obchodních společností, ale také u fyzických osob – podnikatelů. Kritéria pro výběr portfolia a investičního horizontu jsou shodná s kritérii pro obchodní společnosti.

3.3.4 Výnosnost portfolií

V tabulce 2 jsou uvedeny roční výnosnosti jednotlivých investičních instrumentů. V případě termínovaných bankovních vkladů tabulka vychází ze sazebníku termínovaných vkladů České spořitelny, a.s.

U státních pokladničních poukázek a střednědobých a dlouhodobých dluhopisů byl zdrojem sazeb internetový portál Patria online.

V případě, že podnik využije správy aktiv např. některého z bankovních domů, stanovil jsem výnos na úrovni státních pokladničních poukázek. Důvodem je to, že tato služba byla zahrnuta pouze do konzervativního portfolia a ve dvou případech na investiční horizont do jednoho roku.

Výnosnost dluhopisových fondů byla určena na hladině výnosnosti pětiletých státních dluhopisů ze serveru Patria online.

U akcií obecně je nemožné předpovídat výnosnost. Proto jsem vypočítal výnosnost historickou za posledních dvacet let. Pouze u frankfurtského indexu DAX a pařížského CAC 40 byla délka historických dat snížena na osmnáct let, protože tyto indexy nemají tak dlouhou historii. Pro investora je pak orientačně vypočítán průměr těchto světových indexů. Pouze japonský Nikkei 225 skončil za posledních dvacet let v červených číslech. Zdrojem historických dat byl pak internetový server finance.yahoo.com.

AKCIOVÝ INDEX	HORIZONT (roky)	VÝNOS (p.a.)
Dow Jones Industrial Average	20	25,72%
S&P 500	20	20,54%
DAX	18	20,41%
CAC 40	18	7,23%
FTSE 100	20	11,37%
Nasdaq Composite	20	25,39%
Nikkei 225	20	-2,62%
Průměr		15,40%

Tabulka 2 Výpočet průměrného zhodnocení blue chips za posledních 20 let. Zdroj [27]

Pro akcie malých společností byl zvolen index Russell 2000 Index. Během posledních dvaceti let vzrostl tento index z hodnoty 142 na hodnotu 687, což činí více než 19 % výkonnost ročně.

Při odhadu výnosu akcií rozvíjejících se států byl zvolen čínský trh zastoupený indexem China's Shanghai Composite. Jeho historie není dlouhá, proto je výkonnost počítána na osmiletém horizontu. Druhým indexem byl při výpočtu zvolen indický

SENSEX Index. Tento index má za sebou pouze desetiletou historii, proto je výpočet proveden na desetiletém horizontu.

AKCIOVÝ INDEX	HORIZONT (roky)	VÝNOS (p.a.)
China´s Shanghai Composite	8	17,0%
SENSEX Index	10	31,9%
Průměr		24,5%

Tabulka 3 Výpočet průměrného zhodnocení akcií rozvíjejících se států. Zdroj [27]

Uvedené výpočty akciových výnosů nezaručují stejné výnosy i v budoucnu. Pouze ukazují, jaká by byla roční výkonnost akcií, kdyby investor investoval v roce 1988 a v březnu letošního roku své tituly prodal.

3.3.4.1 Krátkodobé portfolio investora s averzí vůči riziku

Na základě následující tabulky byl spočítán odhadovaný výnos portfolia investora s averzí vůči riziku na krátkodobém časovém horizontu.

Dle jednotlivých složek tohoto portfolia a odhadovaných výnosů těchto složek bylo dosaženo odhadovaného výkonu tohoto portfolia.

PRODUKT	ZASTOUPENÍ	VÝNOS (p.a.)	ZDROJ
termínované bankovní vklady	30%	2,5%	ČS, a.s.
státní pokladniční poukázky	20%	4,1%	Patria online
depozitní směnky	10%	2,75%	ČNB
správa aktiv	40%	4,1%	

Tabulka 4 Odhad výnosů složek krátkodobého portfolia investora s averzí vůči riziku

Výsledkem výše popsaného postupu je odhadované zhodnocení tohoto portfolia okolo 3,5 % ročně (p.a.).

odhadovaný výnos (p.a.)	3,50%
--------------------------------	--------------

Tabulka 5 Odhad výnosu krátkodobého portfolia investora s averzí vůči riziku

3.3.4.2 Dlouhodobé portfolio investora s averzí vůči riziku

Tabulka 6 obsahuje odhad výnosů jednotlivých komponent dlouhodobého portfolia investora s averzí vůči riziku. Poslední sloupec tabulky obsahu zdroje, ze kterých se při získávání výnosu položek čerpalo.

Sloupec „zastoupení“ představuje jednotlivé váhy výnosů jednotlivých složek portfolia.

PRODUKT	ZASTOUPENÍ	VÝNOS (p.a.)	ZDROJ
termínované bankovní vklady	21%	2,5%	ČS, a.s.
státní pokladniční poukázky	14%	4,1%	Patria online
depozitní směnky	7%	2,75%	ČNB
správa aktiv	28%	4,1%	
dlouhodobé dluhopisy	30%	4,6%	Patria online

Tabulka 6 Odhad výnosů složek dlouhodobého portfolia investora s averzí vůči riziku

Odhadovaný výnos tohoto portfolia se bude pohybovat okolo 3,82 % p.a. Tento výnos je vyšší než u krátkodobého portfolia stejného investora z důvodu dlouhodobosti a tedy užití mírně rizikovějších produktů. Tyto mírně rizikovější složky tomuto investorovi při dlouhém časovém horizontu nebudou vadit.

odhadovaný výnos (p.a.)	3,82%
--------------------------------	--------------

Tabulka 7 Odhad výnosů dlouhodobého portfolia investora s averzí vůči riziku

3.3.4.3 Krátkodobé portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku

Mírně rizikovější portfolio investora s neutrálním postojem k riziku je tvořeno ze složek uvedených v následující tabulce. Stejně jako v předchozích tabulkách představuje sloupec „zastoupení“ váhu jednotlivých složek v portfoliu a s pomocí této váhy se vypočte odhadovaný výnos.

PRODUKT	ZASTOUPENÍ	VÝNOS (p.a.)	ZDROJ
termínované bankovní vklady	18%	2,5%	ČS, a.s.
státní pokladniční poukázky	12%	4,1%	Patria online
depozitní směnky	6%	2,75%	ČNB
správa aktiv	24%	4,1%	
střednědobé dluhopisy	30%	4,3%	Patria online
dluhopisové fondy	10%	4,5%	Patria online

Tabulka 8 Odhad výnosů složek krátkodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku

Vypočtená výnosnost (její odhad) se velmi blížila předchozímu portfoliu a pohybovala se okolo 3,83 % za rok. Je to dáno především vyšší akceptací rizika samotného investora.

odhadovaný výnos (p.a.)	3,83%
--------------------------------	--------------

Tabulka 9 Odhad výnosu krátkodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku

3.3.4.4 Dlouhodobé portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku

Do dlouhodobého portfolia investora s neutrálním postojem k riziku byly zařazeny i akciové tituly, které zde mají největší podíl. Odhadovaná výkonnost akcií je podrobně vypočtena v tabulce 2. Zdroj těchto informací je internetový server finance.yahoo.com.

Na základě zastoupení jednotlivých složek v portfoliu je vypočtena odhadovaná výkonnost celého portfolia. Vložením již zmiňovaných akcií je toto portfolio již více rizikové než krátkodobé portfolio stejného investora. Akcie mohou hodnotu investice mírně rozkolísat, ovšem z dlouhodobého hlediska nemá tato volatilita takový vliv.

PRODUKT	ZASTOUPENÍ	VÝNOS (p.a.)	ZDROJ
termínované bankovní vklady	10%	2,5%	ČS, a.s.
státní pokladniční poukázky	15%	4,1%	Patria online
střednědobé dluhopisy	25%	4,3%	Patria online
dlouhodobé dluhopisy	20%	4,6%	Patria online
blue chips	30%	15,4%	finance.yahoo.com

Tabulka 10 Odhad výnosů složek dlouhodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku

Tabulka 11 udává, že vypočtený výnos se pohybuje kolem 7,49 % p.a. Na rozdíl od krátkodobého portfolia je tento výnos velmi odlišný. Je to dáno především akciovou složkou v portfoliu, která činí toto portfolio rizikovější.

odhadovaný výnos (p.a.)	7,49%
--------------------------------	--------------

Tabulka 11 Odhad výnosu dlouhodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku

3.3.4.5 Krátkodobé portfolio investora vyhledávajícího riziko

Investor vyhledávající riziko se nebrání dočasnému poklesu hodnoty jeho portfolia. Proto jsou i v krátkodobém portfoliu začleněny instrumenty navázané na akciové tituly. Na druhou stranu lze díky nim dosáhnout vyšších výnosů.

Odhadovaná výkonnost indexových certifikátů vycházejí z tabulky 2, kde se odhadovala výkonnost akcií. Protože jsou tyto certifikáty navázány na akcie, je počítáno se stejnou roční výnosností.

PRODUKT	ZASTOUPENÍ	VÝNOS (p.a.)	ZDROJ
termínované bankovní vklady	8%	2,5%	ČS, a.s.
státní pokladniční poukázky	17%	4,1%	Patria online
střednědobé dluhopisy	20%	4,3%	Patria online
dluhopisové fondy	30%	4,5%	Patria online
indexové certifikáty	25%	15,4%	finance.yahoo.com

Tabulka 12 Odhad výnosů složek krátkodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko

Z tabulky 13 vyplývá, že toto portfolio, sestavené z investic popsanych v tabulce 12, dosáhne ročního zhodnocení okolo 6,97 %. To je velmi podobné zhodnocení jako u dlouhodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku, avšak je toho dosaženo na krátkodobém časovém horizontu.

odhadovaný výnos (p.a.)	6,97%
--------------------------------	--------------

Tabulka 13 Odhad výnosu krátkodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko

3.3.4.6 Dlouhodobé portfolio investora vyhledávajícího riziko

U investora vyhledávajícího riziko je portfolio sestaveno již s vysokým sklonem k volatilitě. Akciové tituly nebo instrumenty navázané na akcie zaujímají totiž v tomto

portfoliu 85 %. Z tak vysokého akciového podílu vyplývá, že toto portfolio bude mít nejvyšší potenciální zhodnocení.

Velmi rizikovou složkou jsou v tomto portfolio především akcie rozvíjejících se trhů (emerging markets), kde však může být dosaženo také velmi vysokých výnosů. Především tyto vysoké výnosy jsou, jak ukazuje tabulka 14, hlavním zdrojem vyšších výnosů celého portfolia.

PRODUKT	ZASTOUPENÍ	VÝNOS (p.a.)	ZDROJ
termínované bankovní vklady	5%	2,5%	ČS, a.s.
státní pokladniční poukázky	10%	4,1%	Patria online
blue chips	35%	15,4%	finance.yahoo.com
akcie malých společností	15%	19,2%	finance.yahoo.com
indexové certifikáty	20%	15,4%	finance.yahoo.com
akcie rozvíjejících se trhů	15%	24,5%	finance.yahoo.com

Tabulka 14 Odhad výnosů složek dlouhodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko

Vysokou složkou akcií má toto portfolio nejvyšší potenciál zhodnocení mezi všemi zmiňovanými investicemi. Je zde velmi dobře vidět, že investor s averzí vůči riziku nedosáhne takových výnosů jako investor riziko vyhledávající. Na druhou stranu však podstupuje daleko menší riziko.

odhadovaný výnos (p.a.)	15,6%
--------------------------------	--------------

Tabulka 15 Odhad výnosu dlouhodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko

3.3.5 Důležitá doporučení

Při investování nemusí vždy docházet pouze ke zhodnocení finančních prostředků, ale také ke ztrátě finančních prostředků. V mnoha případech nemůže investor tuto ztrátu předpokládat ani ovlivnit. Na druhou stranu v mnoha případech je tato ztráta způsobena neakceptací některých pravidel, která jsou je při investování nezbytné dodržovat. V následujícím textu jsou uvedena doporučení, která významným způsobem zmenší rizika ztráty.

Investování by se v žádném případě nemělo vyvíjet na základě rychlých rozhodnutí, neplánovaně bez širšího konceptu. Jediným správným přístupem je vytvoření investiční strategie v souladu se strategií celého podniku.

Teprve, když vznikne základní investiční strategie včetně cílů, může dojít k tvorbě portfolia.

Dalším důležitým prvkem, který je v praxi uplatňován ke škodě investorů hodně ojediněle, je pohled na investiční portfolio jako celek. Tím je myšlen celkový pohled na majetkovou situaci. Investor by při vytváření investiční strategie měl sledovat nejen majetek, ale i závazky a s nimi souvisejícími peněžními toky. Neakceptací tohoto pravidla může dojít k problémům s likviditou.

3.3.5.1 Měnová rizika

Za naprosto zbytečnou chybu při investování se dá označit špatný výběr referenční měny. Toto rozhodnutí dělá investor hned na počátku při vytváření investiční strategie. Pokud je zvolena chybná referenční měna, je neúspěch investice téměř stoprocentně zaručen. Investor totiž ve finále hodnotí investici úplně v jiné měně, než na kterou je nastavena. Jednoduchá pomůcka, podle které se dá referenční měna odvodit, je následující: je to měna, v níž bude investor na konci investice spotřebovávat. Investoři často chybují tím způsobem, že staví konzervativní část portfolia na jiné než

referenční měně. Důvodem může být například vysoká úroková sazba jiné měny, která tuto investici opticky ztraktivňuje. Je to ale pouze klam, protože díky úrokové paritě investor nevydělá, navíc při rozkolísanosti měnových kurzů si investor může pod dojmem „levně“ získaných výnosů přivodit v portfoliu citelnou ztrátu. I když měnové riziko působí na obě strany, tedy i ve prospěch investora, u konzervativní složky je nepřijatelné.

Nejčastější dilema domácích investorů bývá v rozhodnutí, zda zvolit za referenční měnu českou korunu nebo euro, kterým by se u nás mělo v budoucnu platit. Zde je třeba zvážit všechny vlivy. Termín přijetí eura není znám, což znamená, že pro krátkodobé investice by měla být logicky referenční měnou česká koruna. U dlouhodobých investic je nutné počítat s tím, že podnik jako investor bude nucen porušit investiční horizont nebo jej zkrátit. Současně nelze opomíjet dlouhodobě posilující korunu, což při volbě referenční měny eura bude investory stále vést k hodnocení výkonnosti v koruně. Investoři budou litovat „ušlých“ zisků i přesto, že by je výkonnost v koruně neměla zajímat. Dá se tedy doporučit, aby investoři za současné situace volili referenční měnu euro výjimečně, a to výhradně u dlouhodobých investic, u kterých si jsou jistí, že budou spotřebovány v euru.

3.3.5.2 Diverzifikace

U diverzifikace se jedná o rozložení investic a tvorbu investičního portfolia, což může výraznou měrou snižovat celkové riziko (volatilitu).

Jak by ale měla taková diverzifikace správně vypadat? Pokud má investor v portfoliu velké množství produktů, v žádném případě to neznamená, že diverzifikuje správně. Portfolio o 100 investičních nástrojích může být mnohem hůře diverzifikováno, než portfolio, ve kterém se nachází pouze dvě investice. Důležité totiž je, do jaké míry jsou jednotlivé investice mezi sebou korelované (jakou mají srovnatelnou výkonnost v čase). Cílem diverzifikace je zařadit do portfolia právě takové investice, které mají korelaci nízkou (co nejbližší 0), což znamená, že se vyvíjejí

nezávisle. Typickým příkladem je kombinace akcií a dluhopisů, což jsou třídy aktiv, které na vývoj trhu reagují rozdílně, většinou protichůdně.

Pro názornost diverzifikace uvádím příklad, který ukazuje, jak snížit volatilitu portfolia při různé výši akciového podílu v portfoliu.

Z dlouhodobého pohledu akcie vydělávají kolem deseti procent ročně. Dluhopisy vydělávají kolem pěti procent ročně. To jsou dlouhodobé průměry za posledních 25 let. (Tabulka 16)

Když postavíme portfolio na tomto standardním dlouhodobém vývoji akciových trhů, uvedeném v tabulce 16, a bude to portfolio tvořeno ze 100 % akcií, tak výkonnost toho portfolia bude 10 % p.a. Pokud to portfolio bude tvořeno z akcií s podílem 50 %, tak výkonnost toho portfolia bude 7,8 % p.a. V případě portfolia tvořeného z 25 % z akcií, bude dosaženo výkonu 6,8 % p.a. To je však dlouhodobý průměr.

Akcie však mohou vydělat např. 20 % p.a. a dluhopisy, kterým se obvykle v dobách kdy jsou akciové trhy na vzestupu nedaří tolik, vydělají jen 2 % p.a. Pak výkonnost těch stejných portfolií je 20 % p.a., 11 % p.a. respektive 6,5 % p.a. (Tabulka 17)

Akcie jsou však velmi volatilní nástroj a existují období, kdy se jim nedaří a jejich výkonnost bude např. -15% p.a. Obvykle v tomto období se bude dařit dluhopisům, které přinesou 7% zhodnocení za rok. Pak zhodnocení uvedených portfolií podle dané struktury bude -15 % p.a., -4 % p.a. respektive +1,5 % p.a. (Tabulka 17)

Je vidět, že samozřejmě to 100 % akciové portfolio přináší samozřejmě dlouhodobě nejvyšší zisk, ale přináší také nejvyšší výkyvy ve zhodnocení. Naproti tomu v případě portfolia, které je tvořeno z 25 % akciemi, je výkonnost hodně podobná. I v horším období, kdy akcie prodělaly 15 %, toto portfolio investorovi přineslo kladné zhodnocení.

	Dlouhodobý průměr	Období 1	Období 2
Akcie	10,0%	20,0%	-15,0%
Dluhopisy	5,5%	2,0%	7,0%

Tabulka 16 *Zhodnocení akcií a dluhopisů per annum*

Akciová složka	Výkonnost	Výkonnost	Výkonnost
100%	10,0%	20,0%	-15,0%
50%	7,8%	11,0%	-4,0%
25%	6,6%	6,5%	1,5%

Tabulka 17 *Výkonnost jednotlivých portfolií per annum*

Nejde ale jen o kombinaci akcií a dluhopisů. Stupeň diverzifikace zvyšují i nemovitostní investice nebo investice do komodit. Pokud jsou v portfoliu pouze akcie společností z českého burzovního trhu (Burza cenných papírů Praha), jedná se o diverzifikaci, ovšem pouze v rámci jednoho trhu. Problém je v tom, že akcie jednoho úzkého trhu jsou spolu velmi korelované. Takové rozložení rizik sice uchrání v případě bankrotu jedné společnosti, ale pokud bude klesat celý trh, postihne to celé portfolio.

3.3.5.3 Výběr produktu

Konečné naplnění portfolia vzniká až samotným výběrem produktů, které odrážejí stanovenou investiční strategii. Platí pravidlo, že výběr produktu je stejně důležitý jako tvorba strategie. Při špatném výběru investičního nástroje, byť při dobré

investiční strategii, se může investor zbytečně připravit o značnou část zisků. Hlavní zásada je, že do portfolia nakupujeme jen produkty, o kterých víme, jak fungují.

Ostře sledovaným parametrem jsou poplatky a nákladovost jednotlivých investic. Platí úměra: čím rizikovější investice, tím vyšší poplatek. Sledovat nákladovost se sice vyplácí, ale investovat čistě na jejím základě je horší, než ji nesledovat vůbec. Špatný levný produkt se v celkové výkonnosti portfolia projeví daleko hůře než drahý produkt, který má perfektní výsledky. Nákladovost proto sledujte jen u produktů, které jsou srovnatelné i na základě ostatních parametrů, tzn. v širším kontextu.

Pokud je portfolio postaveno již na konkrétních produktech, není zdaleka investice u konce. Přichází totiž otázka, jak často portfolio přeskupovat. Rebalancování jsme již zmiňovali, přeskupováním se ovšem myslí záměna jednotlivých produktů, případně posouvání strategie (zvyšování podílu rizikové složky, případně opak). Obecně platí, že každý tah v portfoliu bez většího odůvodnění jen přináší dodatečné transakční náklady a snižuje tak celkovou výkonnost portfolia.

Závěr

Diplomová práce se zabývá problematikou finančních investic a investiční strategie s cílem navrhnout optimální investiční strategii průmyslovým podnikům v České republice.

Teoretická část byla věnována samostatné problematice investice a jejím druhům. Pozornost byla zaměřena na popis a členění základních druhů cenných papírů, jejich využití v portfoliu a zdaňování běžných a kapitálových výnosů.

Druhá část práce je věnována analýze finančních trhů ve světě, zejména Spojeným státům americkým, které v současné době bojují s hypoteční a posléze kreditní krizí. Vyústěním těchto krizí jsou až 25 % propady hodnot akciových titulů po celém světě. Mohlo by se zdát, že současná situace není vhodná pro investování finančních prostředků, ovšem jejich několikaletá minima jsou právě k nákupu vhodná. V druhé části této kapitoly byl analyzován finanční trh v České republice. Ten tyto zmíněné krize příliš nepostihly, na druhé straně se zde potýkáme s nezvykle vysokou inflací a silnou korunou.

V třetí části práce je na základě teoretických východisek a výsledků analýzy zaměřena pozornost na návrh investiční strategie průmyslového podniku. V kapitole 3.3 jsou jako konkrétní výstup práce navržena různá investiční portfolia. Tato portfolia jsou rozdělena dle vztahu samotného investora k riziku a dále na krátký a dlouhý časový horizont.

K investování může mít podnik několik důvodů. Může finanční investici využít z čistě strategického hlediska, může také investici užít jako efektivně uložené volné finanční prostředky. Zejména pro uložení dočasně, ale i dlouhodobě volných prostředků jsou portfolia v této práci navržena.

Investicemi se lze také zajistit vůči některým rizikům, která mohou, ale také nemusí nastat. Zmiňovaným zajištěním se práce nezabývá, protože k tomuto

jsou využívány specifické finanční instrumenty, jejichž bližší popis a aplikace přesahuje stanovený rámec této práce.

V samotném závěru práce je pro každé portfolio odhadnuta roční výnosnost. Tento odhad byl stanoven na základě minulého vývoje a nelze tedy očekávat, že se investice bude takto vyvíjet. Jedná se pouze o hodnoty, okolo kterých se může tato výkonnost portfolií pohybovat.

Z těchto odhadů je zřetelné, že nižšího odhadovaného výnosu dosáhne investor s averzí vůči riziku. Naopak vysoké výnosy může očekávat investor, který se rizika nebojí, avšak hodnota jeho investice může v průběhu investičního horizontu výrazněji kolísat a v období pár let může dosahovat krátkodobé ztráty.

Seznam použitých zdrojů

Literární zdroje

- [1] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 4. rozšířené vydání. Praha: Grada. 2005. 290 s. ISBN 80-247-1438-8.
- [2] KOHOUT, P. A HLUŠEK, M. *Peníze, výnosy a rizika: příručka investiční strategie*. Praha: Ekopress. 2002. 214 s. ISBN 80-86119-48-3.
- [3] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress. 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- [4] NÝVLTOVÁ, R. A REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- [5] SOJKA, Z. A MANDELÍK, P. *Cenné papíry a burzy: studijní text pro kombinovanou formu studia*. 3. díl. Brno: Akademické nakladatelství CERM. 2006. s. 126 – 184. ISBN 80-214-3269-1.
- [6] REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie (Finanční trhy)*. 2. přepracované vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM. 2007. 286 s. ISBN 80-214-3235-7.
- [7] REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. 2. díl. Brno: Akademické nakladatelství CERM. 2005. 125 s. ISBN 80-214-3035-4.
- [8] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress. 2001. 447 s. ISBN 80-86119-38-6.
- [9] Zákon č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů ve znění pozdějších předpisů.

Internetové zdroje

- [10] BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. <http://www.pse.cz>.
- [11] CAPITAL PARTNERS, a.s. <http://www.stockmarket.cz>.
- [12] CONSEQ INVESTMENT MANAGEMENT, a.s.
<https://www.conseq.cz>.
- [13] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. <http://www.cnb.cz>.
- [14] ČESKÁ SPOŘITELNA, a.s. <http://www.csas.cz>.
- [15] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. <http://www.czso.cz>.
- [16] EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. <http://www.ecb.int>.
- [17] FEDERAL RESERVE SYSTEM. <http://www.federalreserve.gov>.
- [18] FINMAG - FINANČNÍ MAGAZÍN. <http://www.finmag.cz>.
- [19] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. <http://www.mpo.cz>.
- [20] MSN MONEY. <http://moneycentral.msn.com>.
- [21] PATRIA ONLINE, a.s. <http://www.patria.cz>.
- [22] REUTERS. <http://www.reuters.com>.
- [23] THE NEW YORK STOCK EXCHANGE. <http://www.nyse.com>.
- [24] U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. <http://www.ustreas.gov>.
- [25] VOLKSBANK CZ, a.s. <http://www.volksbank.cz>.
- [26] WIKIPEDIE – OTEVŘENÁ INTERNETOVÁ ENCYKLOPEDIÉ.
<http://cs.wikipedia.org>.
- [27] YAHOO! FINANCE. <http://finance.yahoo.com>.

Seznam tabulek

<i>Tabulka 1</i>	<i>Odpisy světových finančních institucí. Zdroj [11]</i>	37
<i>Tabulka 2</i>	<i>Výpočet průměrného zhodnocení blue chips za posledních 20 let. Zdroj [27]</i>	67
<i>Tabulka 3</i>	<i>Výpočet průměrného zhodnocení akcií rozvíjejících se států. Zdroj [27]</i>	68
<i>Tabulka 4</i>	<i>Odhad výnosů složek krátkodobého portfolia investora s averzí vůči riziku</i>	69
<i>Tabulka 5</i>	<i>Odhad výnosu krátkodobého portfolia investora s averzí vůči riziku</i>	69
<i>Tabulka 6</i>	<i>Odhad výnosů složek dlouhodobého portfolia investora s averzí vůči riziku</i>	70
<i>Tabulka 7</i>	<i>Odhad výnosů dlouhodobého portfolia investora s averzí vůči riziku</i>	70
<i>Tabulka 8</i>	<i>Odhad výnosů složek krátkodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku</i>	71
<i>Tabulka 9</i>	<i>Odhad výnosu krátkodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku</i>	71
<i>Tabulka 10</i>	<i>Odhad výnosů složek dlouhodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku</i>	72
<i>Tabulka 11</i>	<i>Odhad výnosu dlouhodobého portfolia investora s neutrálním postojem vůči riziku</i>	72
<i>Tabulka 12</i>	<i>Odhad výnosů složek krátkodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko</i>	73
<i>Tabulka 13</i>	<i>Odhad výnosu krátkodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko</i>	73
<i>Tabulka 14</i>	<i>Odhad výnosů složek dlouhodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko</i>	74
<i>Tabulka 15</i>	<i>Odhad výnosu dlouhodobého portfolia investora vyhledávajícího riziko</i>	74
<i>Tabulka 16</i>	<i>Zhodnocení akcií a dluhopisů per annum</i>	78
<i>Tabulka 17</i>	<i>Výkonnost jednotlivých portfolií per annum</i>	78

Seznam rovnic

<i>Rovnice 1</i>	<i>Elasticita poptávky. Zdroj [4]</i>	25
<i>Rovnice 2</i>	<i>Očekávaná výnosová míra. Zdroj [4]</i>	26
<i>Rovnice 3</i>	<i>Výpočet čistého ročního výnosu Zdroj [6]</i>	28
<i>Rovnice 4</i>	<i>Výpočet rozptylu. Zdroj [4]</i>	32

Seznam obrázků

Obrázek 1	Základní členění finančního trhu. Zdroj [6]	11
Obrázek 2	Členění trhů cenných papírů. Zdroj [6]	13
Obrázek 3	Členění cenných papírů. Zdroj [6]	14
Obrázek 4	Členění na cenné papíry peněžního a kapitálového trhu. Zdroj [6]	16
Obrázek 5	Členění cenných papírů na majetkové a dlužní. Zdroj [6]	17
Obrázek 6	Členění dluhopisů. Zdroj [6]	19
Obrázek 7	Magický trojúhelník investování. Zdroj [4]	26
Obrázek 8	Členění výnosů z cenných papírů. Zdroj [6]	27
Obrázek 9	Ukázka volatility na vývoji kurzu akcie americké banky JP Morgan Chase. Zdroj [22]	31
Obrázek 10	Podíl dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku na aktivech průmyslových podniků v ČR v roce 2007. Zdroj [19]	35
Obrázek 11	Podíl krátkodobých cenných papírů na aktivech průmyslových podniků v roce 2007. Zdroj [19]	36
Obrázek 12	Vývoj akcií světových bank na NYSE. Zdroj [22]	38
Obrázek 13	Vývoj dolaru k euru. Zdroj [16]	39
Obrázek 14	Vývoj hlavních amerických indexů za poslední rok. Zdroj [20]	39
Obrázek 15	Vývoj indexu Dow Jones Industrial Average, obsahující 30 významných amerických společností. Zdroj [20]	40
Obrázek 16	Index Standard & Poor's 500 je jedním z nejsledovanějších amerických indexů zahrnující v sobě 500 emisí. Zdroj [20]	40
Obrázek 17	Vývoj technologického indexu NASDAQ Composite za minulý rok. Zdroj [20]	41
Obrázek 18	Vývoj asijských indexů. Zdroj [27]	42
Obrázek 19	Vývoj kurzu koruny k dolaru. Zdroj [13]	43
Obrázek 20	Vývoj kurzu koruny k euru. Zdroj [13]	44
Obrázek 21	Vývoj pražského burzovního indexu PX zahrnující 14 společností. Zdroj [21]	44
Obrázek 22	Vývoj základních úrokových sazeb 2005 – 2008. Zdroj [13],[16],[17]..	45

Obrázek 23	<i>Výnosové křivky amerických státních dluhopisů. Zdroj [24]</i>	46
Obrázek 24	<i>Výnosové křivky českých státních dluhopisů. Zdroj [13]</i>	47
Obrázek 25	<i>Vývoj Conseq Invest Dluhopisového fondu. Zdroj [12]</i>	48
Obrázek 26	<i>Rozdělení investičních nástrojů dle stupně rizika. Zdroj: Autor</i>	55
Obrázek 27	<i>Portfolio investora s averzí vůči riziku s krátkodobým horizontem. Zdroj: Autor</i>	57
Obrázek 28	<i>Portfolio investora s averzí vůči riziku s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor</i>	58
Obrázek 29	<i>Portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor</i>	60
Obrázek 30	<i>Portfolio investora s neutrálním postojem vůči riziku s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor</i>	62
Obrázek 31	<i>Portfolio investora vyhledávajícího riziko s krátkodobým horizontem. Zdroj: Autor</i>	64
Obrázek 32	<i>Portfolio investora vyhledávajícího riziko s dlouhodobým horizontem. Zdroj: Autor</i>	65