

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia*, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49  
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 215 93 614

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia*, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49  
120 74 Prague 2  
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

František VENCOVSKÝ: Řízení naší měny v prvním Československu (K 70. výročí vzniku Národní banky čs.) . . . . . 189

Pavel ŠTALMACH: Liberální finanční trh . . . . . 204

Jiří FOTR: Finanční plánování a jeho počítačová podpora . . . . . 219

Jaroslav VOSTATEK: Odpovědnostní pojištění motorových vozidel: quo vadis? (1. část) . . . . . 231

### Ze zahraničí

Jarmila FUCHSOVÁ—Marie LÁNIKOVÁ: Informace o některých aspektech systému financování sociálního zabezpečení ve Francii . . . . . 238

### Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 7 a 8/96 . . . . . 244

### Poznámka

Zdeněk TŮMA—Renata NOVÁKOVÁ: Problém: terminologie . . . . . 248

## CONTENTS

František VENCOVSKÝ: Solving Monetary Policy Issues During the First Republic . . . . . 189

Pavel ŠTALMACH: Liberal Financial Market . . . . . 204

Jiří FOTR: Financial Planning and its Computer Support . . . . . 219

Jaroslav VOSTATEK: Motor Liability Insurance: Quo vadis? (1st Part) . . . . . 231

### Foreign Experience

Jarmila FUCHSOVÁ—Marie LÁNIKOVÁ: Information on Some Aspects of the Social Security Financing in France . . . . . 238

### Tax judicial decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation: No 7, 8/96 . . . . . 244

### Note

Zdeněk TŮMA—Renata NOVÁKOVÁ: Problem: Terminology . . . . . 248

# Liberální finanční trh

Pavel ŠTALMACH\*

## Finanční trh

V každém ekonomickém systému existují vždy subjekty, které mají v určitém časovém období buď přebytek, nebo nedostatek volných finančních prostředků. *Finanční trh je v ekonomickém systému institucionální prostředí, ve kterém jsou volné finanční prostředky od přebytkových subjektů (občané, finanční zprostředkovatelé, podnikatelské subjekty atd.) formou emise a obchodování s finančními nástroji přemísťovány k těm deficitním subjektům (stát, podnikatelské subjekty, finanční zprostředkovatelé atd.), které je dokáží co nejefektivněji využít (efektivnost je dána cenou očištěnou od rizika, kterou jsou deficitní subjekty za tento volný kapitál ochotné zaplatit).* Při existenci takových organizovaných trhů finančních nástrojů, které jsou schopné generovat dostatečnou likviditu těchto nástrojů, mohou účastníci těchto trhů své portfolio finančních nástrojů (včetně jeho přeměny na peněžní hotovost) měnit podle vnitřních potřeb likvidity pružně a za přijatelných nákladů.

Finanční nástroje jsou většinou realizovány jako cenné papíry. Cenný papír je obecně institucionalizované právo, které umožňuje jeho držiteli: (1) buď se podílet na majetku emitenta finančního nástroje a v rámci výše svého podílu na zisku (případně ztrátě) z využití majetku emitentem (finanční nástroje majetkového typu — např. akcie), (2) nebo mít právo na vrácení hodnoty zapůjčených volných finančních prostředků po uplynutí dohodnuté doby splatnosti nástroje včetně vyplacení dohodnutého úroku (finanční nástroje dluhového typu — např. dluhopisy), (3) nebo mít právo na odebrání určitého množství cenných papírů či jiného vybraného zboží nebo na jejich směnu za dohodnutou cenu v dohodnutém termínu (finanční deriváty — např. opce nebo swapy).

V rámci finančního trhu lze rozlišit dva základní systémové kanály, kterými může docházet k transferu volných finančních prostředků formou finančních nástrojů mezi přebytkovými a deficitními subjekty: (1) prostřednictvím *trhu bez finančních zprostředkovatelů*; na tomto trhu je realizován transfer volných finančních prostředků od přebytkových subjektů přímo k deficitním subjektům formou emise primárních finančních nástrojů deficitními subjekty, a to bez účasti zprostředkovatele — alokační riziko, tj. riziko spojené s držním emitovaného finančního nástroje, zde zcela nesou pouze přebytkové subjekty; (2) prostřednictvím *trhu s finančními zprostředkovateli*; na tomto trhu

\* Dr. Pavel Štalmach, divize marketingu a rozvoje Burzy cenných papírů Praha

Redakce příspěvek obdržela v prosinci 1995.

je realizován transfer volných finančních prostředků od přebytkových subjektů k deficitním subjektům prostřednictvím finančního zprostředkovatele, a to tak, že finanční zprostředkovatel většinou nakupuje primární finanční nástroje emitované deficitními subjekty a současně sám emituje sekundární finanční nástroje, které prodává za volné finanční prostředky přebytkovým jednotkám — alokační riziko je v tomto případě v určitém poměru rozděleno mezi finančního zprostředkovatele a přebytkové subjekty.

Finanční trh plní v tržní ekonomice celou řadu významných funkcí, jejichž naplnění v rámci finančního trhu je samou podstatou jeho existence. Obecně lze konstatovat, že *finanční trhy by měly plnit v ekonomickém systému tyto základní funkce:*

a) *umožnit deficitním subjektům získávat volné finanční prostředky k financování svých aktivit;*

b) *umožnit alokovat volné finanční prostředky přebytkových subjektů do oblasti produktivního využití.* Ve vyspělých ekonomikách jsou rozhodujícími přebytkovými subjekty především domácnosti, jejichž volné finanční prostředky ve formě úspor tvoří až 60 % celkových úspor. Volné finanční prostředky jsou alokovány buď přímo do reálných podnikatelských či jiných projektů, nebo nepřímo do finančního kapitálu vytvářeného z volných finančních prostředků finančními zprostředkovateli;

c) *umožnit alokovat riziko přebytkových subjektů způsobem odpovídajícím očekávaným výnosům z použitých finančních nástrojů.* Volné finanční prostředky jsou alokovány na základě ziskové motivace přebytkových subjektů, tj. investorů, do těch aktivit (a odvětví), které při očekávaném riziku poskytují investorovi maximální očekávaný výnos. Trhy finančních nástrojů zároveň vytvářejí prostor, ve kterém může investor snižovat své celkové riziko vhodnou diverzifikací (skladbou) finančních nástrojů;

d) *umožnit vznik, převod a efektivní výkon vlastnických práv u finančních nástrojů majetkového typu.* Vzhledem k tomu, že základním cílem výkonu vlastnických práv u finančních nástrojů majetkového typu je dosažení maximální tržní hodnoty těchto finančních nástrojů (která je vyjádřena tržní cenou dosaženou především na institucionalizovaných trzích), je management emitentů finančních nástrojů majetkového typu nucen vykonávat svou činnost tak, aby byla maximalizována tržní hodnota příslušných finančních nástrojů, neboť jinak se tento management vystavuje nebezpečí ztráty své existenční jistoty. Reálný výkon vlastnických práv je však ovlivněn řadou možných distorzí, jež jsou vyvolány přirozeným konfliktem zájmů vznikajícím při odděleném vlastnictví a řízení majetku. Řešením těchto situací je především zvětšení majetkového zainteresování managementu a zvýšení ochrany majoritních a minoritních investorů (viz např. Jensenova teorie zastoupení [Jensen—Meckling 1976]);

e) *umožnit prostřednictvím soustředování nabídky a poptávky po finančních nástrojích a vytvářením různých především institucionálních forem realizace transferu finančních nástrojů, aby se generovala tržní cena finančních nástrojů a aby se minimalizovaly transakční náklady finančních nástrojů.* Vytváření tržních cen finančních nástrojů, které efektivně zobrazují jejich tržní hodnotu především na organizovaných veřejných trzích, má zásadní význam pro chování v deficitních podmínkách; nutí totiž subjekty, aby se vyrovnaly s neustále se měnícími tržními podmínkami, což je faktor, který rozhodujícím způsobem ovlivňuje hospodaření těchto subjektů. Organizované veřejné trhy finančních nástrojů umožňují rovněž minimalizovat transakční náklady při převodu těchto nástrojů tím, že soustředováním nabídky a poptávky po fi-

nančních nástrojích snižují náklady vyhledání transakčních partnerů (vyhledávací náklady) a náklady spojené s tržním ohodnocením finančních nástrojů (informační náklady). Organizované veřejné trhy mohou být určitým způsobem deformovány spekulacními procesy, které mohou významně negativně ovlivňovat alokaci volných finančních prostředků.

Finanční trhy, tj. trhy finančních nástrojů, můžeme strukturovat podle některých vybraných atributů. V rámci tohoto strukturování je vytvářena i množina standardních definičních pojmů využívaných při popisu finančního trhu. Přehled a popis základní struktury finančního trhu lze nalézt např. v [Mishkin 1991–92].

Fungování finančního trhu a stupeň naplnění výše uvedených základních funkcí jsou generovány jako netriviální výslednice současného působení celé řady nejrůznějších faktorů. Tyto faktory lze utřídít do určitých specifických skupin faktorů — za hlavní skupiny faktorů lze označit skupinu makroekonomických faktorů, skupinu mikroekonomických faktorů, skupinu tržních faktorů, skupinu institucionálních faktorů a skupinu faktorů globálního investování. Shrnutí některých základních fakt, jež vyplývají z analýzy těchto skupin faktorů, je základním argumentem pro názor, že zásadním předpokladem naplnění základních funkcí finančního trhu a jeho dalšího rozvoje je především další „vhodná“ liberalizace tohoto trhu (liberalizace především v otázce informačního zajištění finančního trhu).

### **Vliv makroekonomických faktorů na fungování finančního trhu**

Makroekonomické faktory jsou skupina faktorů, jež působí na fungování finančního trhu především ve střednědobém a dlouhodobém časovém horizontu. Jde o faktory, jejichž základem jsou především určité tendence chování jednotlivých účastníků finančního trhu v návaznosti na vývoj tržního hospodářství a ekonomiky v typických fázích tržní ekonomiky. Jejich vliv se výrazně projevuje především u alokační a cenové funkce finančního trhu.

Vlivem makroekonomických veličin na tržní funkce finančního trhu se zabývá tzv. globální analýza finančního trhu. Za typické závěry studií v rámci globální analýzy lze označit [Cottle—Muttay—Block 1994] tyto:

a) Dlouhodobě akciové kurzy kopírují časový vývoj HDP, střednědobě akciové kurzy anticyklicky kopírují periodické změny HDP (hospodářský cyklus) s přibližně 5–9měsíčním předbíhavým fázovým posuvem.

b) Fiskální politika je správa a řízení příjmů, výdajů a dluhů vlády. Ukazuje se, že:

- růst daňového zatížení akciových společností snižuje akciové kurzy,
- růst daňového zatížení investorů snižuje akciové kurzy (klesá poptávka),
- růst státních zakázek zvyšuje akciové kurzy.

c) Zvýšení peněžní nabídky při konstantní poptávce po penězích umožní zvýšení poptávky po akciích a dojde ke zvýšení akciových kurzů — poptávka po akciích roste i v důsledku poklesu výnosů investorů z úrokových nástrojů a v důsledku poklesů úrokových sazeb bank, které vedou k investiční aktivitě společností, a tím ke zvýšení zisků společností.

d) Růst úrokových sazeb vede obecně ke snížení akciových kurzů. Akciové kurzy jsou dány současnou hodnotou budoucích peněžních příjmů držitelů akcií — zvýšení úrokových sazeb vede k růstu požadované výnosové míry, a tím

ke zvýšení současné hodnoty budoucích příjmů akcionáře. Růst úrokové sazby z dluhových nástrojů vede ke zvýšení přílivu peněžních prostředků na trh dluhopisů, a tím ke snížení poptávky po akciích. To vede k poklesu akciových kurzů. Růst úrokové sazby snižuje míru investic společnosti, což vede ke snižování zisku společnosti, a tím ke snížení kurzu akcie.

e) Inlace je snížení kupní síly peněžních prostředků — rostoucí inflace vede ke snížení akciových kurzů. Ceny akcií klesají v inflačním období, neboť se zvyšuje daňové zatížení (klesá hodnota odpisů — odpis je dán pořizovací hodnotou), a tím klesají zisky společnosti — tzv. hypotéza daňového efektu [Cottle—Murray—Block 1994].

f) Globální investoři vyhledávají na celosvětovém akciovém trhu nástroje, které mají vzhledem k riziku a likviditě nejvyšší očekávaný výnos. V důsledku toho dochází k velmi rychlému přesunu na podhodnocené trhy, kde pak dochází k rychlému růstu akciových kurzů. Po vyčerpání akciového potenciálu dochází k rychlému přesunu na perspektivnější trhy, a tím k poklesu akciových kurzů (u „emerging markets“ — vznikajících trhů — je tento efekt zesílen malou likviditou těchto trhů).

g) Ekonomické a politické šoky vedou vždy k prudkému poklesu akciových kurzů (ekonomické šoky — obchodní války, hyperinflace, masová nezaměstnanost, výrazné změny v měnových kurzech; politické šoky — válečné konflikty, demise vlád, volební výsledky).

Výše uvedené příklady závěrů globální analýzy ukazují, že finanční trh musí být schopen relativně rychle a masivně transferovat likviditu do různých segmentů trhu finančních nástrojů, a tím přispět k přizpůsobení se tohoto trhu některým makroekonomickým faktorům. K tomu je nezbytná dostatečná liberalizace některých procesů na finančním trhu.

## **Vliv mikroekonomických faktorů na fungování finančního trhu**

Mikroekonomické faktory jsou skupina faktorů, které jsou rozhodující z hlediska alokačních a cenových funkcí finančního trhu. Jejich působením je vytvářena tzv. vnitřní hodnota finančního nástroje [Francis 1986]. Na základě interakce tržní ceny s touto vnitřní hodnotou jsou pak generovány určité alokační procesy v závislosti na tom, zda je tržní cena finančního nástroje nadhodnocená, správně oceněná, nebo podhodnocená vůči vnitřní hodnotě tohoto nástroje, a v závislosti na tržních a časových trendech vývoje mikroekonomických faktorů. Tento ohodnocovací proces probíhá na finančním trhu kontinuálně a je hlavním motorem vývoje likvidity finančního trhu. Obecně se ukazuje, že tržní cena osciluje kolem vnitřní hodnoty — horní a dolní hranice je tvořena tzv. reflektačními bariérami, které jsou vytvářeny činností profesionálních investorů na finančním trhu.

Pro stanovení vnitřní hodnoty finančních nástrojů byla vypracována celá řada různých modelů, jež vycházejí z různých základních východisek (diskontní modely, ziskové modely, bilanční modely, finanční analýza apod. [Brealey—Meyers 1992]). Obecně lze u všech modelů konstatovat, že rizika stanovení vnitřní hodnoty rostou s rostoucím časovým horizontem.

Studium mikroekonomických faktorů prokazuje, že pro správné formování tržních procesů na finančním trhu jsou nezbytné veřejné informace. Při liberalizaci vstupu emitentů finančních nástrojů na finanční trh musí být zajištěno důsledné plnění informačních povinností vůči investiční veřejnosti.

## Vliv tržních faktorů na fungování finančního trhu

Tržní faktory jsou především krátkodobé faktory, které generují vývoj nabídky a poptávky na finančních trzích. Tyto faktory vytvářejí určité krátkodobé trendy vývoje tržních cen a alokačních funkcí na základě působení informačních a psychologických faktorů na nabídku a poptávku. Vždy vedou k vytváření jistých rovnovážných tržních úrovní na finančním trhu, jež odpovídají dané tržní a informační úrovni. Technikou zkoumání tržních faktorů se zabývají takové disciplíny jako technická analýza [Edwards—Magee 1992], statistická analýza apod.

Velmi zajímavou skupinou faktorů jsou tzv. psychologické faktory, které jsou generovány velmi specifickými (především masovými) psychologickými reakcemi investorů na finančním trhu, a to především v krátkodobém investičním horizontu. Modely působení těchto faktorů na finančním trhu vycházejí z představy, že na finančním trhu se setkávají dlouhodobé a krátkodobé zájmy investorů, přičemž krátkodobé zájmy investorů mohou značně ovlivnit masové chování neprofesionálních investorů. Otázkou pak může být, zda je nutné vliv těchto krátkodobých spekulacích procesů na finanční trhy regulovat. Podrobnější analýzu psychologických faktorů lze nalézt např. v pracích Keynese o investiční psychologii [Keynes 1963] nebo Kostolanyho o burzovní psychologii [Kostolany 1990].

Hlavní proud finanční ekonomie se dnes orientuje na zkoumání tzv. efektivnosti finančních trhů (efektivnost zde znamená efektivní zpracování nových informací trhem). Skupina faktorů především informačního typu (faktor historických informací, faktor veřejných informací, faktor neveřejných informací) pak generuje určitý stupeň efektivnosti finančního trhu, a to v závislosti na absorpčních vlastnostech těchto faktorů v rámci vytvářených tržních cen [Sharpe—Alexander 1994]. Základním poznatkem poměrně ucelené teorie efektivních trhů je závěr, že na efektivních trzích jsou v delším časovém horizontu výsledky všech investorů na rizikově očištěné bázi přibližně stejné a že na efektivních trzích lze dosáhnout dodatečných výnosů prostřednictvím speciálních tržních situací — tzv. anomálií — např. na akciovém trhu [Musílek 1994], a to:

a) při akciových akvizicích. Anomálie je v tom, že tržní cena se zvyšuje o tzv. akviziční prémii (USA — cca 35 %) a za tuto cenu kupuje akcie přebírající společnost. Studie ukazují, že 2/3 zisku vznikají před veřejným oznámením akvizice, a proto se analytici snaží identifikovat kandidáty akvizice již před veřejným oznámením. Rovněž se ukazuje, že jestliže je oznámená akvizice zrušena, dochází k prudkému poklesu tržní ceny akcie přebírané firmy a akcie přebírající firmy nevykazují při akvizici nadprůměrný pohyb tržní ceny;

b) při emisi nových akcií (going public). Anomálie je v tom, že emise nových akcií na veřejném trhu jsou pravidelně podhodnoceny (cca o 10 %), přičemž během několika dní dochází ke zhodnocení tržní ceny. Podhodnocení závisí na administrátorovi emise;

c) při kótování akcií na burze. Anomálie je v tom, že kótování zvyšuje likviditu akcie a vyvolává růst tržní ceny, který se většinou realizuje před veřejným oznámením kótace. Zrušení kótace naopak vede ke snížení tržní ceny akcie. Kótace znamená především lepší informační zajištění akcií;

d) při obchodování akcií malých akciových společností. Anomálie je v tom, že společnosti s malým počtem obíhajících akcií mají vyšší tržní ceny: to je způsobeno především vysokou výnosovou mírou a malou likviditou;

e) při obchodování akcií s nízkým poměrem ceny a výnosu —  $P/E$ . Anomálie se projevuje u akcií s nízkou kapitalizací, nedostatkem informací a nízkou likviditou. V tomto případě nízké  $P/E$  znamená podhodnocení akcie, a tedy mimořádný výnos;

f) při obchodování uzavřených investičních fondů. Anomálie je v tom, že tržní cena akcií uzavřených investičních fondů je nižší než hodnota portfolia, přičemž tento efekt by měl působit krátkodobě v důsledku působení arbitrážních operací. Přitom změna ceny je vyšší než dlouhodobý diskont („medvědí“ trh — zvýšení diskontu, „býčí“ trh — snížení diskontu). Důvody existence diskontu jsou:

- nižší likvidita akcií uzavřených fondů proti likviditě akcií v portfoliu;
- vznikají náklady zastoupení při řízení investičních fondů;
- daňové zatížení uzavřených investičních fondů;

g) při časových efektech. Anomálie se projevuje tak, že v některých časových obdobích se zvyšuje tržní cena akcie díky zvýšené výnosové míře akcií (z trhů v USA je to např. lednový efekt, pondělní efekt).

Studium tržních faktorů jednoznačně ukazuje, že je nutné zajistit potřebné množství veřejných informací pro správné formování tržních procesů na finančním trhu, a dále ukazuje na nutnost existence vhodných nástrojů, které eliminují některé distorze a poruchy finančního trhu.

## **Vliv institucionálního uspořádání na fungování finančního trhu**

Finanční trh má v důsledku svého obrovského kvalitativního i kvantitativního rozvoje ve 2. polovině 20. století dnes již velmi složitou institucionální strukturu. Aby bylo možné vytvářet účinnou legislativu a regulovat procesy na finančních trzích, bylo nutné výrazně institucionalizovat postavení jednotlivých subjektů na tomto trhu. Za nejdůležitější instituce z hlediska jejich vlivu na finanční trh lze považovat banky, burzovní a mimoburzovní trhy cenných papírů, obchodníky s cennými papíry a tzv. institucionální investory.

*Bankovníctví* je odvětví, jehož hlavní funkcí je jednak shromažďování volných finančních prostředků a jejich zapůjčování formou úvěrů (tzv. komerční bankovníctví), jednak vytváření vhodných investičních nástrojů včetně služeb souvisejících s nákupem a prodejem těchto nástrojů (tzv. investiční bankovníctví). Kromě těchto základních funkcí poskytují banky celou řadu dalších specializovaných služeb (platební styk, hypoteční bankovníctví, finanční poradenství, správa aktiv atd.).

Investiční bankovníctví je možné specifikovat různými způsoby. Jako nejvhodnější se ukazuje poměrně široké vymezení činnosti investičního bankovníctví, např. takto: *Investiční bankovníctví zahrnuje veškeré transakce, které jsou prováděny s cennými papíry, s finančními deriváty a s ostatními nástroji, které jsou obchodovány v rámci finančních trhů. Mezi hlavní činnosti investičního bankovníctví patří především emisní obchody, vlastní a zprostředkovatelské obchody s investičními nástroji, úschova a správa investičních nástrojů a akvizice emitentů investičních nástrojů.*

V oblasti investičního bankovníctví (na rozdíl od komerčního bankovníctví, kde převládají obchody na vlastní účet a hlavním zdrojem zisku je úrokový rozdíl mezi aktivními a pasivními úrokovými obchody) jde především o zprostředkovatelské aktivity a hlavním zdrojem zisku je zprostředkovatelská provize nebo rozdíl mezi prodejním a nákupním kurzem.

Na základě řady faktorů nabylo investiční bankovníctví v systému bankovníctví a především v obecném systému finančního trhu různých forem. Tyto základní formy lze shrnout do tří modelů začlenění investičního bankovníctví do finančního trhu:

1. *Model univerzálního bankovníctví.* V rámci univerzálního bankovníctví jsou komerční i investiční obchody prováděny jednou institucí. Univerzálnost je především v účetním informačním propojení komerčních a investičních aktivit banky. Tento model bankovníctví se vyskytuje především v Evropě. Výhodami tohoto modelu bankovníctví jsou především nabídka širokého spektra finančních služeb jednou institucí, větší stabilita finančního hospodaření banky a snížení kapitálových nákladů (znalost rizik spojených s klienty banky). Nevýhodou tohoto modelu je, že vytváří monopolní postavení několika největších bank na finančním trhu, což vede ke snížení konkurence a efektivnosti finančního trhu — tento model je typický pro země s transformující se ekonomikou, neboť státu umožňuje snadné řízení bankovního sektoru. Další analýzy prokazují, že v rámci modelu univerzálního bankovníctví vzniká konflikt zájmů mezi komerčními a investičními obchody a nedostatečná efektivnost nákladů těchto bank.

2. *Model striktně odděleného investičního bankovníctví od komerčního bankovníctví.* Tento model vychází ze striktního oddělení investičního bankovníctví od ostatních komerčních aktivit banky. Je typický pro anglosaské země, a to především pro USA. K aplikaci tohoto modelu v USA došlo především na základě obrovské vlny finančních bankrotů a skandálů se zneužíváním komerčních informací bank o klientech. Rozhodující v tomto procesu bylo především vydání — z hlediska historie investičního bankovníctví jistě nejvýznamnějšího — zákona, tzv. Glassova-Steagallova zákona v roce 1933 [Francis 1986], který výrazně omezil činnost komerčních bank v investičních aktivitách. Za revoluční změny tu lze považovat především zákaz komerčním bankám ručit za akcie a dluhopisy, distribuovat je a obchodovat s nimi na vlastní účet (netýká se vládních cenných papírů a depozitních certifikátů), omezení nákupu cenných papírů komerčními bankami na dluhové nástroje schválené regulátorem trhu, zákaz spojení komerčních bank s investičními bankami a zákaz investičním bankám podnikat v komerčním bankovníctví. Cílem této reformy bylo především obnovit důvěru v komerční bankovní systém prostřednictvím oddělení komerčního a investičního bankovníctví, zabránit toku peněžních prostředků z komerčního bankovníctví do spekulativních obchodů investičního charakteru, eliminovat konflikty zájmů a zabránit koncentraci moci komerčních bank. Tento model investičního bankovníctví je z hlediska vnitřní integrity finančního trhu dobrý, ale poněkud omezuje konkurenceschopnost komerčních i investičních bank v tvrdé mezinárodní konkurenci s univerzálními bankami.

3. *Smíšený model bankovníctví.* Tento model je charakteristický tím, že banka může vykonávat pouze komerční obchody, avšak může mít podíl (až 100 %) ve dceřiné společnosti, která se věnuje investičním obchodům. Problém možného konfliktu zájmu by se měl řešit jednak prostřednictvím tzv. čínských zdí (Chinese walls), které by měly bránit volnému pohybu informací a personálnímu propojení komerčních a investičních subjektů, a jednak prostřednictvím tzv. požárních zdí (firewalls), které by měly bránit volnému pohybu peněžních prostředků a kapitálu mezi komerčními a investičními subjekty. Tímto směrem se bude pravděpodobně ubírat i bankovníctví v ČR; čeká ho však velká legislativní transformace.



Dalším důležitým prvkem finančního trhu jsou trhy, na kterých jsou obchodovány jednotlivé investiční nástroje; většinou mají *formu trhů cenných papírů*. Trhy cenných papírů získaly v průběhu svého historického vývoje specifický institucionální rámec, zejména pokud jde o trhy veřejné. Základními typy veřejných trhů jsou burzovní trhy, mimoburzovní veřejně organizované trhy a mimoburzovní neorganizované trhy — tzv. OTC-trhy (over-the-counter markets). Bližší popis základní struktury a funkcí jednotlivých typů trhů cenných papírů lze nalézt např. v [Pavlát 1992].

Burzovní veřejné finanční trhy jsou veřejné trhy cenných papírů, které se vyznačují některými specifickými základními rysy: burzy jsou většinou zřízeny zvláštním zákonem, fungují na základě členského principu, mají specifickou strukturu burzovních orgánů, na burze se nabídka a poptávka soustřeďuje na určitém místě a v určitém čase a uzavřené burzovní obchody se různým způsobem garantují.

Hlavní důvody, které vedly k rozšíření obchodování s finančními nástroji na mimoburzovních trzích, jsou: vytvoření možnosti obchodování rizikovějších finančních nástrojů, snížení transakčních nákladů, rozšíření časového rámce obchodování a rozšíření přímého přístupu investorů a zprostředkovatelů k obchodování. Mimoburzovní trhy mají nejrůznější charakter, většinou však nabývají buď formy dealerského systému (jde o systémy svou činností poměrně podobné burzám), nebo jde o tzv. OTC-market, který vychází většinou z provádění transakcí přímo v majetkových registrech cenných papírů bez požadavku transparentního vytváření tržní ceny.

*Obchodníci s cennými papíry* patří mezi hlavní subjekty, jež zprostředkovávají obchody s finančními nástroji ve formě cenných papírů. Mezi jejich hlavní činnosti patří provádění obchodů s cennými papíry a deriváty na vlastní i cizí účet, provádění emisních obchodů, úschova a správa cenných papírů včetně managementu portfolia a poskytování investičního poradenství. V anglosaských zemích mohou obchodníci s cennými papíry i přijímat finanční prostředky a z nich poskytovat úvěry pro investiční obchody.

Základním předpokladem pro činnost obchodníka s cennými papíry je získání příslušné licence od regulačních orgánů. Hlavním faktorem při licenčním řízení je prokázání dostatečné kapitálové přiměřenosti, která by dostačovala pro pokrytí především tržních rizik, jež v obchodě s cennými papíry převládají. Obchodníci s cennými papíry musejí při své činnosti dodržovat všechny předpisy upravující obchody s cennými papíry a udržovat svou finanční situaci na dostatečné úrovni. Pravidelný dohled provádějí regulační orgány, které často přenášejí svou pravomoc na vhodné autoregulační orgány — např. burzy, garanční fondy apod.

Kromě předpisů by měli obchodníci s cennými papíry dodržovat i tzv. morální kodex, který jim ukládá jednat co nejlépe v zájmu svého klienta, neposkytovat klientovi nesprávné nebo klamavé informace, chránit klienta před možnými riziky, přesně informovat klienta o průběhu obchodů s cennými papíry, bránit konfliktu zájmů (tj. obchody na vlastní účet realizovat až po uspokojení zájmů klientů), vést oddělenou evidenci obchodů na vlastní a cizí účet apod.

*Institucionální investoři* tvoří nejvýznamnější skupinu investorů na finančních trzích — důvodem je zejména množství volných peněžních prostředků, které tyto institucionální subjekty spravují. Podle způsobu jejich činnosti je možné rozdělit institucionální investory na investiční a podílové fondy a penzijní fondy.

Investiční a podílové fondy jsou rozhodujícími zástupci subjektů tzv. kolektivního investování, které umožňuje sdružování volných peněžních prostředků a díky vhodné diverzifikaci investičních rizik zmenšování rizika individuálních investorů. Výhodnost kolektivního investování je dána především možnostmi dostatečné diverzifikace investičních rizik, možnostmi snížení transakčních nákladů, možnostmi kvalifikovaného investičního managementu atd. Některé zkušenosti však ukazují, že negativem kolektivního investování jsou vysoké administrativní náklady, které snižují aktiva kolektivního investování.

Penzijní fondy jsou subjekty, které vytvářejí pro své účastníky na základě jejich pojištění kapitalizovaný důchod (tj. důchod zvýšený o určitý úrok). Vzhledem k tomu, že stát obvykle vytváří systém povinného (sociální a zdravotní pojištění) i dobrovolného pojištění, získávají příslušné penzijní fondy velké množství peněžních prostředků, které mohou investovat. Volba vhodných finančních nástrojů musí být provedena s ohledem na penzijní plán příslušných fondů, který vytváří především časový plán potřeb likvidity penzijního fondu — vždy musejí být v portfoliu cenné papíry s časově definovaným pevným výnosem. Penzijní fondy jsou vytvářeny především státem, pojišťovnami a některými zaměstnavateli.

Důležitou skupinu investorů na finančních trzích dnes tvoří i velké korporace, které musejí hledat možnosti určitého zhodnocení poměrně velkých částek z tržeb, jež mohou využívat. Tato skupina investorů bude mít tedy především zájem o krátkodobé finanční nástroje. Kromě toho dnes tito investoři často využívají některých derivátů k provádění „managementu rizika“, zejména v rámci zajištění svého platebního styku především na mezinárodní úrovni.

Často důležitou skupinu investorů tvoří i drobní investoři — tato skupina má význam zejména v zemích s rozsáhlým privatizačním procesem a v zemích s velkou peněžní zásobou. Zájmy této skupiny investorů výrazně závisejí na ekonomickém stavu příslušné země, průběhu ekonomických cyklů apod.

Institucionální struktura finančního trhu je jedním z nejvýznačnějších faktorů, jež ovlivňují fungování finančního trhu. Analýzy jasně prokazují, že bez dobře nastavených prvků (včetně vzájemných vazeb) institucionálního schématu finančního trhu, jejich práv a povinností (zejména kapitálových a informačních) se mohou na finančním trhu objevit různé poruchy a distorze, které brání jeho správnému fungování.

## **Globální investování na finančním trhu**

Od 80. let probíhá ve světovém měřítku proces integrace finančních trhů. Přestává se rozlišovat mezi domácími a zahraničními finančními nástroji a investory — dochází k procesu globalizace finančních trhů. Globalizace je vyvolána především vhodnou deregulací (liberalizací) finančních trhů a rozvojem technologií. Deregulací trhu se rozumí jednak liberalizace přístupu zahraničních cenných papírů a investorů na národní trhy, jednak liberalizace postavení investorů jako takových (investiční vs. komerční bankovníctví apod.). Rozvoj technologie se projevuje především v rozvoji informační a telekomunikační techniky: urychlují se tak analytické práce, management rizika a technické provádění rychlých investičních procesů, které jsou základem globálního investování.

Globální investování je v současné době zaměřeno především na dva specifické trhy finančních nástrojů:

1. *globální trh dluhopisů*. Globální trh dluhopisů dnes využívá jednak národních trhů zahraničních dluhopisů (např. Samurai market v Japonsku), jednak eurotrhů dluhopisů (na těchto trzích se obchodují dluhopisy nominované v jiné měně, než je měna na daném národním trhu);
2. *globální trh akcií*. Na globálním trhu akcií se dnes obchodují převážně americké, japonské, britské a německé akcie společností, které významně přispívají k celkové tržní kapitalizaci vyspělých ekonomik.

Výhodami globálního investování je především širší možnost diverzifikace rizika a dále globální rozložení výnosového potenciálu finančních nástrojů (anticyklické procesy v globální ekonomice). Globální investování jako proces však obsahuje celou řadu specifických rizik, která mohou retardovat výsledek tohoto procesu. Mezi rozhodující rizika patří: kurzové riziko (spočívá v nebezpečí změn měnových kurzů, které mohou mít značný vliv na výnosovou míru finančních nástrojů. Toto riziko lze eliminovat především tzv. hedgingem, tedy pomocí finančních derivátů); riziko země (spočívá v nebezpečí transferů peněžních toků, a to jednak v důsledku politické nestability — znárodnění nebo blokáce transferů —, jednak v důsledku makroekonomické nestability — inflace, platební bilance); daňové riziko (spočívá v tom, že různé země používají různé metody pro zdaňování kapitálových zisků a dividend — toto riziko je eliminováno především uzavíráním dohod o dvojím zdanění); riziko neefektivnosti (spočívá v deformaci tržních cen finančních nástrojů a v možnosti „insider“ obchodů — typické pro vznikající trhy); riziko nelikvidity (spočívá především ve vysokých časových a transakčních nákladech — proto se vyplatí globální investování pouze ve velkém); informační riziko (spočívá především v rozdílném informačním zajištění národních finančních trhů — různé účetní soustavy, jazykové bariéry apod.).

Základním předpokladem pro rozvoj globálního investování je především potřebná liberalizace finančního trhu, ale zároveň i nastavení standardního stavu jednotlivých národních trhů tak, aby byla zajištěna především dostatečná ochrana investorů.

## **Liberální finanční trh**

*Základním procesem, který otevírá větší prostor pro naplňování hlavních funkcí finančního trhu, je jeho postupná liberalizace. Liberálnost by měla být především v otevřeném přístupu investorů, zprostředkovatelů a emitentů na finanční trh na základě jednoduché počáteční registrace podmíněné jasnými a diverzifikovanými vstupními požadavky, nikoliv v liberalizaci požadavků na chování těchto subjektů na finančním trhu — ty musejí být naopak v rámci regulace finančního trhu velmi důkladně definovány a kontrolovány. Regulace finančního trhu má sloužit především ke snížení rizik jednotlivých subjektů na tomto trhu včetně rizika možného zneužití finančního trhu některými subjekty k operacím, které narušují integritu tohoto trhu. Regulaci je nutné konstruovat s ohledem na nutnost postupné liberalizace finančního trhu. Kromě liberalizace finančního trhu se ukazuje jako nutné vytvořit předpoklady pro další nezbytné procesy, které výrazně ovlivňují fungování finančního trhu v rámci tržní ekonomiky. Jde především o naplňování následujících podmínek:*

*a) Vyspělý finanční trh musí mít zajištěnou dostatečnou vnitřní integritu. Vnitřní integrita finančního trhu je systém vnitřních legislativních, technic-*

kých, organizačních a kontrolních opatření, která zabezpečují, že finanční trh bude splňovat pro své účastníky základní funkce, tj. že veškeré obchody realizované zejména na veřejně organizovaném finančním trhu budou z hlediska jeho účastníků především:

— *transparentní*, tj. že veškeré obchody budou uzavírány na základě jasných pravidel a v souladu s těmito pravidly,

— *spravedlivé*, tj. že na finančním trhu bude prostředí, ve kterém budou mít v kterémkoliv okamžiku všichni účastníci obchodů na finančním trhu stejné podmínky pro uzavírání těchto obchodů — tedy možnost zaujetí stejné tržní pozice — a které neumožní žádnému účastníku obchodů na finančním trhu zaujetí výjimečné pozice na úkor jiného účastníka nebo manipulování s trhem,

— *bezpečné*, tj. že finanční trh bude vytvořen tak, že není možné na něm provádět jakékoliv neautorizované vnitřní nebo vnější manipulace s tržními podmínkami a vnitřní nebo vnější manipulace s tržními pozicemi.

Z hlediska vnitřní integrity finančního trhu je nejdůležitějším faktorem, který by mohl tuto integritu ohrozit, nedostatečná transparentnost finančního trhu. Transparentnost finančních trhů je závislá především na transparentnosti právního rámce, který tento trh upravuje, a na plnění základních informačních povinností všech účastníků finančního trhu. Mezi základní informační povinnosti patří především povinnost emitentů zpracovat prospekt příslušného finančního nástroje a průběžně poskytovat všechny informace, které mohou mít vliv na změnu kurzu (tyto informace musejí mít veřejný charakter). Regulační orgán by měl zjišťovat úplnost a pravdivost těchto informací, ale nesmí provádět veřejný rating finančního nástroje. Vzhledem k rozvoji globálního investování je nutná postupná informační harmonizace jednotlivých národních účetních a informačních soustav.

b) *Vyspělý finanční trh musí být efektivní*. Efektivnost finančního trhu je dána schopností tohoto trhu vytvářet tržní cenu cenného papíru tak, že v sobě odráží všechny dostupné veřejné informace o daném cenném papíru (ekonomické i tržní). Nezbytnou podmínkou pro existenci efektivního finančního trhu je důsledné definování a plnění veřejných informačních povinností všech jeho účastníků. Důsledné informační zajištění finančního trhu snižuje rizikovost obchodů a výrazně omezuje volatilitu tržních cen na tomto trhu.

c) *Vyspělý finanční trh musí chránit zájmy všech svých účastníků, a to především minoritních*. Ochrana musí vycházet z důsledného definování a plnění veřejných informačních povinností účastníků finančního trhu (a znemožnění obchodů na základě privilegovaných informací) a povinnosti standardního tržního řešení některých specifických vzájemných vztahů mezi účastníky finančního trhu.

Ochrana investorů musí být zaměřena především na ochranu minoritních investorů ve veřejných obchodních společnostech, na ochranu minoritních investorů v subjektech kolektivního investování a na ochranu investorů před poruchami vnitřní integrity trhu („insider“ obchody apod.). Ochrana investorů musí mít tržní charakter (tj. musí dojít k odpojení subjektů, které porušují stanovené povinnosti, od trhu — např. formou předběžného soudního rozhodnutí —, nesmí se však omezit jejich vlastnická práva — problém nucené správy).

„Insider“ obchody jsou nekalé obchody s finančními nástroji založené na znalosti neveřejných informací. Tyto obchody se realizují především u finanč-

ních nástrojů menších a středně velkých emitentů, jejichž tržní cena je značně závislá na charakteru veřejných informací. Zisku z „insider“ obchodů je dosaženo tím, že na základě neveřejné informace dojde ke změně v nabídce a poptávce po finančním nástroji, která je po určité době (kdy se stane daná informace veřejnou) doprovázená změnou tržní ceny finančního nástroje — právě využití této časové prodlevy je podstatou „insider“ obchodů.

Jinou kategorií nedovolených obchodů jsou operace zvané „praní peněz“. Principem těchto obchodů je legalizace peněžních prostředků, které byly získány nelegální činností, a to legalizace prostřednictvím fiktivních finančních operací nebo nákupu a následného prodeje vhodných finančních nástrojů. Základními formami prání špinavých peněz jsou:

- a) ukládání špinavých peněz na účty bank nebo firem obchodujících s finančními nástroji a jejich převod z těchto účtů na účty v zahraničí,
- b) transport peněz do zemí s malou měnovou regulací a malou kontrolou nelegálních obchodů,
- c) předstírání vysokých tržeb firem bez viditelného přesunu zboží,
- d) uskutečňování fiktivních plateb za neexistující zboží a služby.

Zejména boj proti prání špinavých peněz je dnes již organizován na mezinárodní úrovni, což je nutné vzhledem k charakteru těchto transakcí.

Zkušenosti z vyspělých trhů ukazují i určitý směr vývoje vztahů státu vůči finančnímu trhu. *Stát v liberální ekonomice by nepochybně neměl vstupovat do regulace přístupu subjektů ani zboží (finančních nástrojů) na finanční trh, ale pouze provádět jejich registraci. Stát by měl především vytvořit legislativní rámec, který bude jasně formulovat základní požadavky vůči finančnímu trhu z hlediska zajištění jeho dostatečné vnitřní integrity a ochrany jeho účastníků, a zajistit důslednou kontrolou plnění těchto požadavků všemi subjekty finančního trhu. V případě porušení legislativních pravidel upravujících finanční trh by stát měl řešit příslušnou situaci soudními žalobami vůči subjektu, jenž pravidla porušil.*

*Významným prvkem liberalizace vyspělých finančních trhů je i postupný přesun některých regulačních prvků státu na veřejně organizované trhy. Tím je lépe zajištěn tržní charakter regulace, protože se účastníci veřejně organizovaných finančních trhů mohou prostřednictvím orgánů veřejně organizovaných trhů přímo podílet na vytváření a výkonu této tržní regulace.*

Základním cílem regulace je především zajištění stability a transparentnosti finančních trhů a ochrana jejich účastníků v rámci postupné liberalizace těchto trhů.

## **Transformace finančního trhu v České republice**

Praktické zkušenosti z rozvíjení finančního trhu v ČR od roku 1990 ukazují na nutnost určité transformace českého finančního trhu, zejména pak v oblasti legislativy finančního trhu, která byla vytvářena pro poněkud specifické podmínky dané probíhajícím privatizačním procesem. Mnoho signálů z finančního trhu ukazuje, že je nutné začít řešit jeho postupnou transformaci, která se stane rozhodujícím faktorem ovlivňování dlouhodobého vývoje tohoto trhu.

Důvody pro transformaci legislativního rámce finančního trhu mají kromě svého věcného obsahu i svůj politický kontext, a to především v tomto smyslu:

a) Při privatizaci státního majetku v ČR došlo k hromadnému zapojení občanů do tohoto procesu. Většina občanů se dostala do pozice minoritních akcionářů, kteří nemají — především při dalším transferu privatizovaného majetku ke konečným vlastníkům, který je nutným následkem použitého způsobu privatizace — státem zaručenou ochranu svých vlastnických práv. Zároveň by měl stát zaručit takové tržní prostředí, aby zhodnocení majetku, který občané získali v rámci privatizace, se realizovalo ve skutečně tržním prostředí.

b) V současné době je občan poněkud omezen v možnostech uložení svých volných finančních prostředků na finančním trhu — především v důsledku zvýhodnění bankovního sektoru na tomto trhu. Rozšíření občanova investičního prostoru do oblasti kapitálového trhu (a tím i získání tohoto velmi důležitého zdroje pro financování ekonomiky) znamená zajistit v potřebné míře dostatečnou vnitřní integritu finančního trhu, zajistit, aby tento trh byl z hlediska investorů trhem transparentním, efektivním, soutěživým a spravedlivým; stát je odpovědný za správné fungování trhu.

c) Současné prorůstání vlastnických a financujících struktur v rámci ekonomiky může vést ke značné distorzi chování vlastníků. To vytváří možná rizika z hlediska finančních transferů v ekonomice. Veřejný rozpočet je jeden z účastníků těchto transferů a vystavuje se tímto riziku možných nestabilit. Proto je nutné upravit institucionální schéma finančního trhu tak, aby byly systémově minimalizovány možné distorze finančního trhu.

Kromě politických východisek je nutné jasně formulovat i základní strategický cíl předpokládané transformace legislativního rámce finančního trhu, kterým je vytvoření institucionálního a právního prostředí finančního trhu v ČR, které by odpovídalo standardům vyspělých finančních trhů.

Finanční trh je zvláštním segmentem tržní ekonomiky, který vytváří podmínky a nástroje pro efektivní financování ekonomiky. Zajištění dalšího efektivního rozvoje finančního trhu je jedním z velmi důležitých systémových prorůstových opatření v transformující se tržní ekonomice v ČR.

V podmínkách pro vstup ČR do Evropské unie lze nalézt řadu požadavků, jež akcentují nutnost dosažení takového stavu finančního trhu, který by umožnil plné zapojení tohoto trhu do evropského finančního trhu. Fungující finanční trh je tedy jedním z důležitých předpokladů vstupu ČR do Evropské unie. Tento fakt by měl přispět k rychlosti transformace finančního trhu v ČR tak, aby transformovaný finanční trh splňoval standardní požadavky EU na fungování finančního trhu v době vstupu ČR do EU; to lze předpokládat v dalších 3—5 letech.

Nejdůležitějšími segmenty finančního trhu jsou bankovníctví a kapitálový trh, přičemž pro stabilitu finančního trhu je nutné zajistit jejich určité rovnocenné postavení. V současné době má převažující vliv na průběh ekonomické transformace a její financování bankovníctví (ekonomika je z 95 % financována bankovním sektorem). Tento efekt ovlivňuje průběh ekonomické transformace negativně. Proto je nezbytné prosazovat vytvoření rovnocenného postavení bankovníctví a kapitálového trhu, a to především na úrovni legislativního rámce, regulačních orgánů a daňového a poplatkového zatížení. Zrovnoprávnění těchto dvou sektorů finančního trhu povede k výrazně efektivnějšímu financování ekonomické transformace; ta je dnes ve fázi hluboké hospodářské restrukturalizace, jež je finančně nejnákladnější fází ekonomické transformace.

Rozhodujícím faktorem, který ovlivní fungování nejen bankovníctví a kapi-

talového trhu, ale i celé ekonomiky, je již realizované zavedení plné směnitelnosti české měny a především pak přechod kurzu české koruny vůči jiným měnám z kurzu fixního na volně pohyblivý. Především proces změny kurzové vazby české koruny na jiné měny nesmí být realizován tak, aby narušil pozitivní ekonomický vývoj v ČR — rozhodujícím faktorem v tomto procesu je rychlost změn. Proto by bylo žádoucí prosazovat, aby přechod změny kurzové vazby české koruny na jiné měny směrem k volně pohyblivému kurzu byl realizován postupnými kroky (např. časově odstupňovaným zvětšováním kurzového rozpětí); rychlé zavedení této změny by mohlo vést k řadě ekonomických šoků (možné zhroucení exportu, nedostatek prostředků pro intervenování ve prospěch volně pohyblivého kurzu české měny na finančních trzích apod.), které by mohly znehodnotit dosavadní pozitivní výsledky ekonomické transformace.

Finanční trh je možné využít nejenom k realizaci pozitivních procesů v ekonomice, jako jsou privatizační procesy, rozvoj investičního bankovníctví apod., ale také k realizaci negativních procesů, jako je čištění „špinavých“ peněz a jiné transakce dnes spojené s organizovaným zločinem. Takovéto aktivity se na českém finančním trhu již objevily. Tyto jevy by mohly velmi negativně ovlivnit důvěryhodnost finančního trhu. Řešením je přijetí zákona o ochraně finančního trhu, který vytvoří systémové předpoklady pro monitorování a eliminaci takových aktivit.

Vzhledem k existujícímu právnímu a institucionálnímu rámci a ke složitosti transformace tohoto rámce lze předpokládat, že tato transformace by se měla realizovat ve dvou fázích:

1. fáze — částečná úprava platných zákonů upravujících finanční trh (do voleb 1996),
2. fáze — vytvoření nového právního rámce finančního trhu v ČR odpovídajícího standardům vyspělých trhů (1996—1998).

Doposud velmi dynamický rozvoj finančního trhu v ČR bude jistě pokračovat dál a je jistou zárukou úspěšnosti současné transformace tržní ekonomiky v ČR na standardní úroveň vyspělých ekonomik.

## LITERATURA

- BREALEY, R. A.—MEYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*. Praha, Victoria Publishing 1992.
- COTTLE, S.—MURRAY, R. F.—BLOCK, F. E.: *Analýza cenných papírů*. Praha, Victoria Publishing 1994.
- EDWARDS, R.—MAGEE, J.: *Technical Analysis*. Springfield 1992.
- FRANCIS, J. C.: *Investments — Analysis and Management*. McGraw-Hill 1986.
- JENSEN, M. C.—MECKLING, W. E.: *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, říjen 1976.
- KEYNES, J. M.: *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. Praha, ČSAV 1963.
- KOSTOLANY, A.: *Kostolanys Börseseminar*. Wilhelm Heyne Verlag 1990.
- MISHKIN, F. S.: *Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů*. *Finance a úvěr*, 1991—92.
- MUSÍLEK, P.: *Finanční trhy: instrumenty, instituce a management*. Praha, VŠE 1994.
- PAVLÁT, V.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha, Grada 1992.
- SHARPE, W. F.—ALEXANDER, G. J.: *Investice*. Praha, Victoria Publishing 1994.

## SUMMARY

### **Liberal Financial Market**

Pavel ŠTALMACH, Marketing and Development Division, Prague Stock Exchange

This article presents a three part description of the liberal financial market inside market economy framework.

The first part describes the essential macroeconomic, microeconomic and market factors which affect the financial market behaviour at present time.

The second part gives a basic synopsis of the liberal financial market, necessary internal rules of its operation and its relation to state administration and law system.

The final part summarizes the basic grounds of the financial market transformation which takes place at the present time and its expected development in the years to come.