



# Finanční trhy

---

Analýza akcií - Teorie efektivních trhů  
a psychologická analýza



# Psychologická analýza

---

- PA zkoumá vliv psychologických aspektů účastníků trhu
- chování účastníků trhu není racionální
- výsledky analýz (FA,TA) na reálném trhu selhávají vlivem psych. aspektů účastníků obchodů (investoři, zprostředkovatelé)



# Psychologická analýza

---

- trh je determinován velkým množstvím proměnných veličin
  - fundamentální (výnosy, riziko...), vliv na strategii investorů
  - psychologické faktory určují chování investorů v krátkém období, na změnu kurzů působí psych. investorů



# Psychologická analýza

---

- psychologická analýza zahrnuje čtyři základní teoretické koncepce zabývající se vlivem masové psychologie na kurzy akcií
- jsou to
  - Keynesova investiční psychologie
  - Kostolanyho burzovní psychologie
  - Teorie spekulativních bublin
  - Drasnarova koncepce psychologické analýzy

# Keynesova investiční psychologie

---

- značný vliv na chování akciových kurzů mají subjektivní faktory, kterými jsou
  - struktura vlastnictví akcií (neustále více lidí vlastní akcie a přitom jen mizivé procento z nich ví, jak se správně ohodnocují)
  - nepřiměřené reakce akciových kurzů na určité události (investiční publikum reaguje nepřiměřeně na běžné události mající pomíjivý charakter, to zvyšuje volatilitu akciových trhů)



# Keynesova investiční psychologie

---

- chování investičního publika je značně ovlivňováno kolektivní psychologií velkého počtu neinformovaných jednotlivců
- investiční rozhodování je zaměřeno na prognózování budoucího chování investičního publika



# Spekulace X podnikavost

---

- spekulace je podle Keynesese investiční rozhodování, které je založeno na prognózování kolektivní psychologie
- podnikavost je naproti tomu činnost vyplývající z předvídání budoucího výnosu akciového instrumentu po celou dobu jeho životnosti a na základě fundamentálních analýz
- tato teorie považuje za velmi nebezpečné, pokud by spekulace nabyla většího rozsahu než podnikavost

# Řešení (Keynes)

---

- psychologie determinuje investory v krátkém horizontu, investorův odhad je nepřesný  $\Rightarrow$  iracionální faktor – cit (určitý stupeň víry investora, že v budoucnu nastane nějaká událost)
- proti růstu spekulace nabízí
  - snížení likvidity trhů,
  - snížení množství účastníků na trhu,
  - přijmout určitá omezení pro vstup na trh,



# Řešení (Keynes)

---

- zvýšení nákladů spojených s obchodováním,
  - zvýšení daní, progresivní zdanění převodu CP,
  - zavedení poplatků na trzích, což by snížilo likviditu trhu
- postupy individuálních a profesionálních investorů se neliší od davu

# Kostolanyho burzovní psychologie

---

- vychází z rozdílů kurzů pro krátké, střední a dlouhé období
  - v krátkém období je změna kurzů určena psych. reakcemi
  - ve střed. období jsou změny kurzů funkcí úrokových sazeb a likvidity
  - v dlouhém období jsou dominantní veličiny FA

# Kostolanyho burzovní psychologie

---

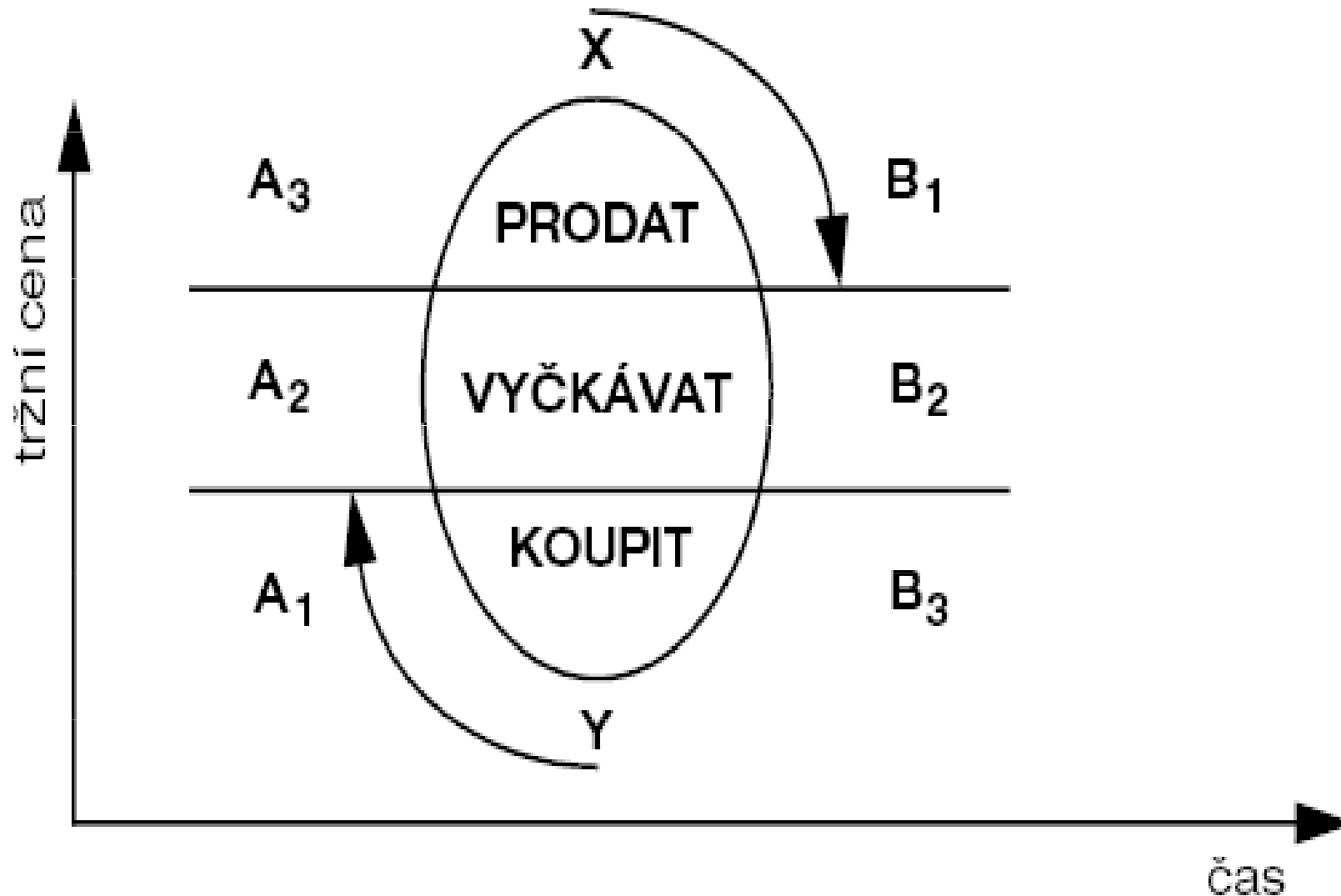
- burzovní psychologie vychází ze dvou skupin účastníků burzy
  - hráči - snaha o dosažení výnosu v krátkém období, jednají emocionálně,
  - spekulanti - jednají na základě vlastní analýzy a zkušeností
- toky peněžních prostředků a akcií mezi hráči a spekulanty tvoří dle Kostolanyho věčný koloběh burzy

# Kostolanyho burzovní psychologie

---

- koncepce vychází z technického složení trhu
  - trh přeprodaný (oversold market) - stav trhu, kdy po převaze nabídky se očekává růst ceny
  - trh překoupený (overbought market) - stav trhu, kdy po převaze poptávky se očekává pokles ceny
- koloběh akciových kurzů má 3 fáze
  - určení fází nákupu a prodeje (změna, korekce)
  - vyčkávání a držení akcií (fáze doprovodná)
  - držení peněžních aktiv (fáze přepínání)

# Kostolanyho burzovní psychologie





# Teorie spekulativních bublin

---

- spekulativní bubliny = situace, kdy se kurzy cenných papírů dočasně, bez jakéhokoli racionálního vysvětlení velmi výrazně odchylují oběma směry od vnitřních hodnot
- výskyt je vysvětlován masovou psychologií
- teoreticky je tento jev spojen s nadměrnou reakcí na nějakou událost



# Teorie spekulativních bublin

---

- bubliny mohou být dvojí
  - nejprve dochází k růstu tržních kurzů a poté k prudkému propadu cen
  - nejprve dochází k velkému poklesu tržních kurzů a poté k prudkému růstu

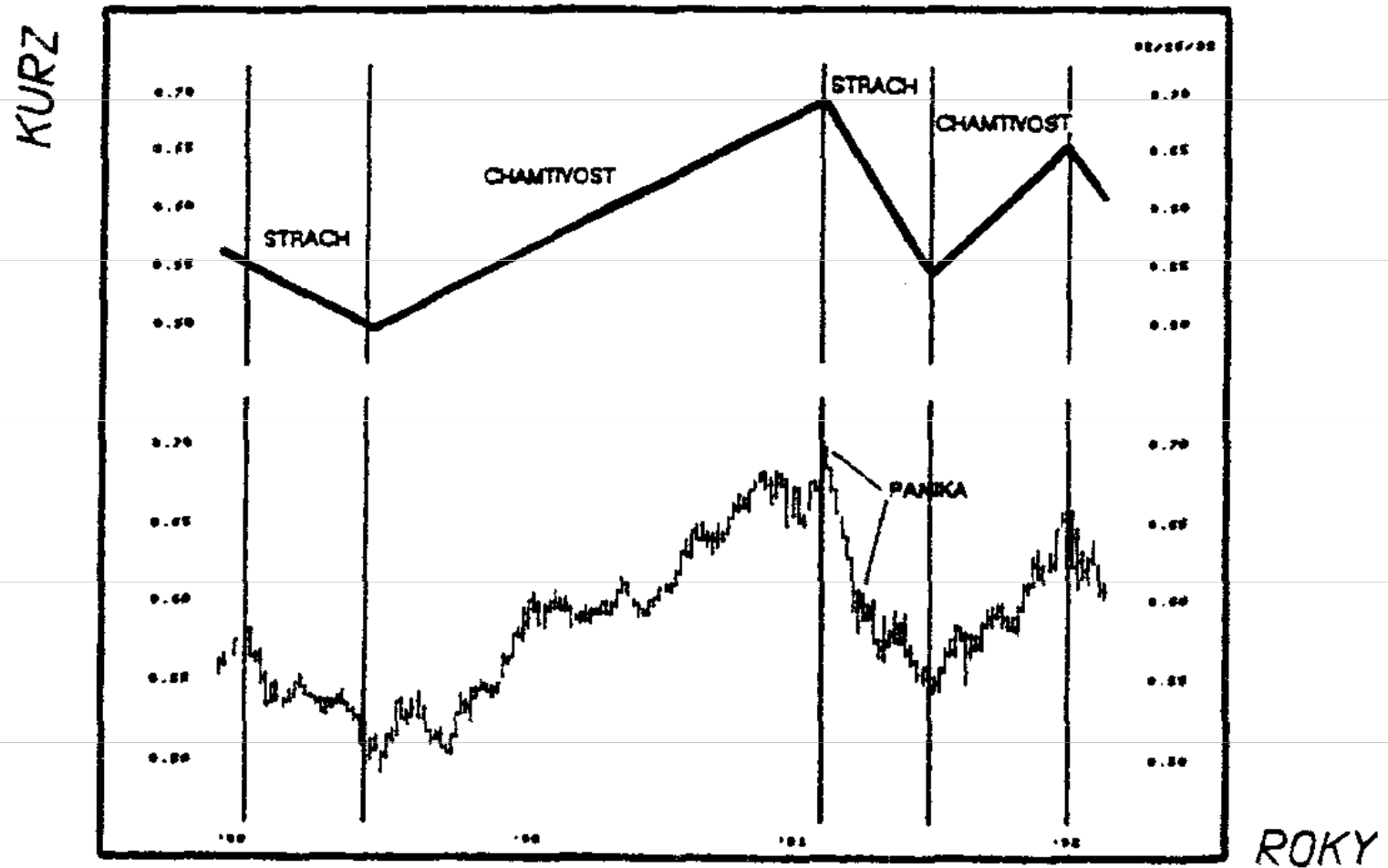
# Drasnarova koncepce psychologické analýzy

---

- existenci zhodnocovacího či znehodnocovacího trendu je projev dvou protichůdných vlastností, chamtivosti a strachu
- podle toho, která vlastnost převládne nad vlastností zbývající, dochází na trhu k růstu kurzů cenných papírů nebo k poklesu



# Drasnarova koncepcie psychologické analýzy





# Analýza efektivních trhů

---

- tzv. teorie náhodné procházky
- je zbytečné se pokoušet analyzovat společnosti, cenné papíry, kurzy a objemy obchodů, burzovní publikum či jiné faktory za účelem zjištění budoucího vývoje kurzů, protože kurzy akcií vykonávají podle této hypotézy „náhodnou procházku“



# Analýza efektivních trhů

---

- na trhu není možné dosahovat v dlouhém období nadprůměrných zisků po očištění rizika
- pokud někdo těchto nadprůměrných výsledků dosahuje, pak je to pravděpodobně způsobeno používáním neveřejných informací



# Předpoklady analýzy efektivních trhů

---

1. stále přítomný ziskový motiv investorů, který napomáhá správnému ocenění cenného papíru, tedy ocenění na tzv. vnitřní hodnotě
2. vysoce konkurenční tržní prostředí a stejné postavení účastníků na trhu
3. volný a neomezený přístup k informacím a informačním technologiím



# Předpoklady analýzy efektivních trhů

---

4. vytvoření kvalitní infrastruktury na trhu
5. dostatečná likvidita na trhu
6. kvalitní právní legislativy na trhu



# Charakteristiky efektivního trhu

---

- okamžitá, skoková reakce na novou, neočekávanou informaci
- náhodné změny v kurzech
- žádný investor na efektivním trhu není schopen v dlouhém období trvale při dané úrovni rizika dosahovat nadprůměrného výnosu



# Charakteristiky efektivního trhu

---

- na plně efektivním trhu musí selhat všechny obchodní a investiční strategie, protože CP je neustále správně oceněn a díky skokové reakci na novou informaci chybí jakýkoliv časový prostor pro realizaci i té nejinteligentnější strategie



# Anomálie na efektivních trzích

---

- lednový efekt - výnosy akcií jsou v lednu relativně vysoké - jedna hypotéza říká, že investoři v prosinci realizují daňové ztráty tím, že prodávají CP (pokles cen), v lednu je nakupují zpět, čímž dochází k růstu cen





# Anomálie na efektivních trzích

---

- efekt malé firmy - právě malé firmy v lednu dosahují většiny výnosů z „lednového efektu“ - malé firmy mají vzhledem k riziku relativně vysoké výnosy, to lze částečně vysvětlit tím, že analytici se zpravidla soustřeďují na velké firmy a malých si příliš nevšímají



# Anomálie na efektivních trzích

---

- víkendový efekt - existuje tendence poklesu cen akcií během víkendu, resp. pondělního dopoledne - důvodem mohou být špatné zprávy, které investoři během víkendu obdrží



# Chování cen akcií

---

- pro vysvětlení pohybu cen akcií existuje řada teorií
- podle jedné konají akcie náhodnou procházku („random walk“) - cena akcií je výsledkem náhodných faktorů a nelze ji předpovídat; pouze dlouhodobě zachovává určitý růstový trend



# Chování cen akcií

---

- podle jiné teorie jsou v cenách akcií již dávno zahrnuty veškeré odpovídající informace, takže je nemožné nalézt podhodnocené akcie, natož pak „překonat trh“



# Chování cen akcií

---

- podle další teorie je vývoj cen akcií odrazem tří trendů
  - primárního, který má trvání v řádu let a může být rostoucí (býčí) nebo klesající (medvědí);
  - sekundárního, který se odehrává v rádech týdnů až měsíců a koriguje trend primární;



# Chování cen akcií

---

- denních fluktuací, které se odehrávají v rámci jednoho dne nebo týdne, jsou odrazem náhodných faktorů a jejich význam je z hlediska investičního rozhodování zanedbatelný
- hlavním úkolem analytika podle této teorie je potom rozlišit, zda je vývoj cen akcií odrazem primárního nebo sekundárního trendu



# Chování cen akcií

---

- úkolem analytika je odvodit tzv. „vnitřní hodnotu akcie“, tj. hodnotu akcie, která by odpovídala všem těmto fundamentálním ukazatelům
- tuto vnitřní hodnotu porovnat s aktuální tržní cenou akcie a určit, zda je akcie podhodnocena nebo nadhodnocena



# Chování cen akcií

---

- podle toho akcii nakoupit či prodat
- tímto způsobem dochází k vyčišťování akciového trhu, který se pak stává efektivní





# Analytici

---

- obchodníci s cennými papíry, penzijní a podílové fondy, banky i pojišťovny zaměstnávají ve svých řadách tisíce investičních profesionálů zvaných akcioví analytici



# Analytici

---

- mají za úkol provádět analytický výzkum akciového trhu, hodnotit vývoj ekonomiky, jednotlivých odvětví a společností, s jejichž akciemi se obchoduje, a na základě svých znalostí a zkušeností nalézat vhodné investiční příležitosti a vydávat investiční doporučení



# Analytici

---

- mezi těmito analytiky lze rozlišit tři skupiny
  - sell-side analysts
    - jsou zaměstnanci mezinárodních investičních bank a makléřských firem.
    - jejich úkolem je provádět podrobné a důkladné rozборы jednotlivých společností a vydávat investiční doporučení individuálním i institucionálním klientům



# Analytici

---

- nezávislí analytici („independent analysts“, „indies“)
  - pracují pro firmy specializované na výzkum akciového trhu,
  - jejich klienty jsou často i samotné makléřské firmy, případně jednotlivci



# Analytici

---

- buy-side analysts
  - jsou zaměstnanci institucí kolektivního investování jako jsou podílové a penzijní fondy,
  - provádějí vlastní výzkum jednotlivých společností nebo mají přístup k analýzám sell-side analytiků,
  - sami pak vytvářejí zprávy pro portfolio manažery, kde uvádějí svá investiční doporučení



# Analytici

---

- akcioví analytici vydávají ve svých zprávách zpravidla investiční doporučení
- mají být vodítkem pro investory při rozhodování o investičních příležitostech
- škály investičních doporučení se mezi jednotlivými makléřskými domy či investičními bankami liší

# Analytici

---

- existují však tři základní, kdy analytik zaujímá jednoznačné stanovisko, a to
  - „koupit“ („Strong Buy“, „Buy“),
  - „držet“ („Hold“, „Neutral“),
  - „prodat“ („Sell“, „Strong Sell“)



# Analytici

---

- vedle toho mohou existovat i doporučení
  - „přikoupit“ („Moderate Buy“, „Accumulate“, „Outperform“),
  - „částečně odprodat“,
  - „redukovat“ („Moderate Sell“, „Underperform“, „Weak Hold“)





# Analytici

---

- zde se analytik domnívá, že trend růstu či poklesu ceny akcie bude nějakou dobu ještě pokračovat, a tak se přiklání více k nákupu či prodeji
- protože analyzování pohybu cen akcií je časově náročná činnost, zaměřují se makléřské firmy či investiční banky obvykle pouze na omezený okruh akciových titulů



# Analytici

---

- vždy potom oznamují, pokud začnou nebo přestanou některý titul analyticky sledovat a hodnotit (Initiate/Drop Coverage)



# Analytici

---

- kromě investičních doporučení sestavují analytici i odhady zisků společností
- jde o čtvrtletní, pololetní a roční odhady zisku na akcii, které se tito analytici domnívají, že společnosti vykáží ve svém účetnictví



# Analytici

---

- na základě odhadů skupiny analytiků se potom sestavují průměrné (konsensuální) odhady, což mají na starosti specializované agentury jako First Call či Reuters



# Analytici

---

- v případě, že společnosti vykáží lepší hospodářské výsledky než činí průměrné odhady zisků analytiků, ceny jejich akcií na burze či mimoburzovním trhu vzrostou a naopak



# Analytici

---

- problematická pozice akciových analytiků, zejména těch zaměstnaných u velkých investičních bank a makléřských domů, spočívá ve dvou skupinách klientů, které tyto instituce obsluhují



# Analytici

---

- individuální investoři - jejich cílem je nalézat vhodné investiční příležitosti a zhodnotit své peníze
- podnikoví klienti - pro ně tyto instituce provádějí různé transakce, například emise akcií či fúze a akvizice



# Analytici

---

- vzniká zde potom konflikt zájmů
- investiční banky se snaží na jedné straně co nejlépe provést transakci, například co nejlépe umístit emisi akcií





# Analytici

---

- na druhé straně by měly dát investorům nezávislá doporučení týkající se hospodaření svých podnikových klientů
- i toto lze ošetřit striktními zásadami uvnitř investičních bank, jejichž plnění ovšem závisí především na managementu a zaměstnancích těchto institucí