

13. Investiční rozhodování a podnikání

13.1. Aktiva

Pojem *investování* používáme ve smyslu *nakupování aktiv*. **Aktivum je vše, co svému vlastníkovi přináší výnos. Může přitom jít o reálná aktiva nebo o finanční aktiva.**

Reálná aktiva přinášejí výnos tím, že **jsou používána ve výrobě**. Jsou to pozemky, budovy, stroje, dopravní prostředky, minerální ložiska – tedy vlastně výrobní faktory. Ale patří sem i taková nehmotná aktiva, jako jsou například patenty nebo obchodní značky.

Finanční aktiva jsou zejména bankovní vklady a cenné papíry (akcie, dluhopisy aj.), které svým majitelům přinášejí výnosy, jako jsou úroky z vkladů a dluhopisů nebo dividendy z akcií. Finanční aktiva **představují práva na výnosy z reálných aktiv**. Majitel finančního aktiva je totiž buď věřitelem, nebo spoluvlastníkem firmy, která ve výrobě používá reálná aktiva. Ukažme si to na příkladu.

Pan Novák investuje do aktiv

Pan Novák má část svého majetku v reálných aktivech – má pole, rybník, dům, v němž má restauraci, a auto, kterým vozí potraviny a nápoje. Kromě toho investoval do finančních aktiv – část peněz uložil v bance, za část zakoupil dluhopisy elektrárny a akcie mlékárny. Banka jeho úspory zapůjčí truhlářské firmě. Tímto se pan Novák podílí na výnosech řady reálných aktiv: svých vlastních (svého pole, rybníka a restaurace) i cizích (truhlárny, elektrárny a mlékárny). Bankovní vklad je finančním aktivem představujícím právo na část zisku truhlárny – ta platí úroky bance a banka z nich platí úroky panu Novákovi. Dluhopisy jsou finančním aktivem představujícím právo na část zisku elektrárny – ta platí panu Novákovi úroky z dluhopisů. I akcie jsou finančním aktivem představujícím právo na část zisku mlékárny – ta platí panu Novákovi dividendy z akcií.

Některá aktiva přinášejí výnos permanentně, například pozemky nebo akcie. **Takovým „věčným aktivům“ říkáme *perpetuity***. Jiná aktiva přinášejí výnos **jen po určitou dobu**, například ložiska surovin, patenty nebo některé typy dluhopisů. **Takovým aktivům říkáme *anuity***.

Jak se vytváří cena aktiv? Musíme odlišovat nájemní ceny od kupních cen. Například nájemní cena pozemku (nájemné) je cena, za kterou se pozemek pronajímá a najímá, kdežto kupní cena pozemku je cena, za kterou se pozemek prodává a kupuje. Tato kapitola pojednává

o *kupních cenách* aktiv a o *trzích*, kde se aktiva *prodávají a kupují*.

13.2 Cena perpetuity

Ukážeme si nejprve na příkladu, jak se na trhu vytváří cena reálného aktiva – perpetuity. Příkladem reálné perpetuity je pozemek, protože má nekonečnou životnost.

Cena pozemku

Pan Novák má pozemek, který využívá jako pastvinu a který mu vynáší roční čistý výnos 8 000 Kč/ha. O koupi jeho pozemku mají zájem stavební podnikatelé. Pan Novák uvažuje, za kolik by svůj pozemek prodal. Nejprve si položí otázku, co by mohl učinit s penězi získanými za pozemek. Předpokládejme, že jeho nejlepší příležitostí, jak s nimi naložit, by bylo jejich uložení v bance na roční úrokovou míru 4 %. Pan Novák proto prodá hektar pole minimálně za takovou částku, která mu po uložení v bance ponese alespoň oněch 8 000 Kč ročně. Za nižší cenu by neprodal a raději by pokračoval v zemědělské činnosti. Řeší následující rovnici, v níž p^N je minimální cena, kterou bude za své pole chtít:

$$p^N \times 0,04 = 8\,000$$

$$p^N = 8\,000 : 0,04$$

$$p^N = 200\,000$$

Nyní se podívejte, za kolik bude ochoten koupit pozemek stavební podnikatel Janda. Ten uvažuje, co mu získání Novákova pozemku přinese. Pan Janda by se mohl bez Novákova pozemku obejít a postavit své domy na menších parcelách nebo postavit méně domů o více poschodích. Ale když koupí hektar Novákova pozemku, jeho domy budou atraktivnější a on očekává, že získá ročně o 20 000 Kč víc. Těchto 20 000 Kč je jeho očekávaný čistý výnos z hektaru pozemku. Je to vlastně čistý mezní produkt pozemku využívaného jako stavební parcela.

Předpokládejme, že druhým nejlepším použitím peněz pana Jandy by také bylo jejich uložení v bance na 4 % roční úrok. Pan Janda proto koupí pozemek maximálně za takovou cenu, která by mu po uložení v bance již vynášela také 20 000 Kč. Za vyšší cenu by pozemek nekoupil a raději by uložil své peníze v bance. Pan Janda tedy řeší následující rovnici, v níž p^J je maximální cena, kterou bude ochoten dát:

$$p^J \times 0,04 = 20\,000$$

$$p^J = 20\,000 : 0,04$$

$$p^J = 500\,000$$

Při smlouvání o ceně se oba pánové budou pohybovat mezi krajními limity 200 000 Kč/ha a 500 000 Kč/ha. Pan Novák neprodá pod 200 000 Kč/ha a pan Janda nekoupí nad 500 000 Kč/ha. Pokud se dohodnou na kterékoli ceně mezi 200 000 Kč/ha a 500 000 Kč/ha, vydělají na tom oba. Pan Janda vydělává na pozemku více, než kdyby nechal peníze v bance, a pan Novák získá prodejem a uložení peněz v bance více, než kolik mu pozemek dnes vynáší jako pastvina.

Na tomto trhu pozemků je ovšem mnoho prodávajících a mnoho kupujících. Někteří z majitelů těchto pozemků jsou schopnější zemědělci a vydělávají na nich více než pan Novák. A někteří stavební podnikatelé jsou méně schopní a vydělali by na nich méně než pan Janda. Jeden z těchto pozemků bude „mezním pozemkem“. Jeho majitel, pan Rybáček, je nejschopnější zemědělec, který neprodá pod 320 000 Kč/ha. Zájem o pozemek projevuje nejméně schopný stavební podnikatel, pan Kouba, který nekoupí nad 320 000 Kč. Konkurence mezi stavebními podnikateli o tyto pozemky „vytáhne“ jejich cenu až na 320 000 Kč/ha (kdyby byla cena vyšší, pan Kouba by už nekupoval). A konkurence mezi zemědělci nabízejícími pozemky „srazí“ jejich cenu také na 320 000 Kč/ha (kdyby byla cena nižší, pan Rybáček by už neprodával).

Příklad nám ukazuje, jak se vytváří cena aktiva – perpetuity. **Tato cena je odvozena od očekávaného čistého výnosu aktiva a od úrokové míry**, o níž předpokládáme, že je druhou nejlepší příležitostí. Označme očekávaný čistý výnos z aktiva – perpetuity symbolem V a úrokovou míru označme r . Potom se **na trhu aktiva – perpetuity vytvoří cena P , pro kterou platí:**

$$P = \frac{V}{r}$$

Co je očekávaný čistý výnos z aktiva? Zjistíme jej, když porovnáme dvě situace: kolik bychom vydělávali,

kdybychom aktivum neměli, a kolik očekáváme, že budeme vydělávat, když budeme aktivum mít. Rozdíl mezi oběma výsledky je očekávaný čistý výnos z aktiva.

Jak vidíte, **ceny aktiv nezávisejí na ničem jiném než na očekávaném výnosu z aktiv a na úrokové míře**. Tento poznatek je velmi důležitý a užitečný, zejména když uvažujeme o tržní ceně takových aktiv, které již byly v minulosti vyrobeny a nyní se kupují a prodávají. Ukažme si to na příkladu domu.

Cena domu

Stavební podnikatel Janda postavil ve městě dům určený pro obchodní a kancelářské prostory. Náklady na postavení domu byly 10 mil. Kč. Realitní podnikatel Schwarz, nejlepší zájemce, kterého pan Janda najde, si spočítal, že bude-li dům permanentně opravovat a udržovat v dnešním stavu (tj. udržovat jej jako „věčné“ aktivum), může z něho očekávat (po odečtení všech nákladů včetně nákladů na opravy a rekonstrukce domu) roční čistý výnos 400 tis. Kč. Za kolik bude pan Schwarz ochoten dům koupit, je-li úroková míra z bankovních vkladů 5 %? Dům permanentně udržovaný v dnešním stavu je perpetuitou a jeho cenu tedy vypočítáme jako $P = V : r$. V našem příkladu bude tržní cena tohoto domu $400\,000 : 0,05 = 8\,000\,000$. Pan Schwarz nebude proto ochoten dům koupit za více než 8 mil. Kč. Marně pan Janda dokazuje, že dům postavil za 10 milionů. To žádného kupce nezajímá – zajímají jej pouze výnosy, které lze z používání domu očekávat. Marně pan Janda nechá vyhotovit znalecký posudek o ceně domu. Ani ten žádného kupce nezajímá. Pan Janda neprodá dům za více než 8 mil. Kč. Prodělá, protože špatně investoval. Možná neodhadl, jaké budou výnosy z tohoto domu. Možná že v době, kdy dům stavěl, byla ve městě velká poptávka po kancelářských prostorách, která mezitím poklesla. Možná, že mezitím postavili ve městě domy jiní stavební podnikatelé. Je ovšem také možné, že pan Janda neodhadl úrokovou míru. Možná, že v době, kdy se rozhodoval, zda dům postaví, byla úroková míra nižší a mezitím vyrostla. Nyní si představme, že úroková míra klesla na 2 %. Cena tohoto domu pak vzroste na 20 mil. Kč. Pokud pan Janda počkal s prodejem, nyní může dům prodat za dvojnásobek toho, kolik činily náklady na jeho postavení.

Příklad nám ukazuje, že **náklady, za které bylo reálné aktivum vyrobeno, nemají vliv na jeho cenu. Ta závisí pouze na očekávaných výnosech aktiva a na úrokové míře**.

Ale že by cena takových statků, jako jsou domy, stroje, počítače, auta apod., nezávisela na nákladech na jejich výrobu? Není takové tvrzení podivné? Cožpak cena těchto statků nemá žádný vztah k nákladům? Má, ale pouze k budoucím nákladům, nikoli k minulým nákladům (minulé náklady jsou utopené náklady). Když pan Janda postavil dům za 10 milionů Kč a tento dům se dnes prodává za pouhých 8 milionů, pak stavební firmy přestanou takové domy stavět, dokud jejich cena nevzroste na úroveň nákladů.

Ukažme si nyní, jak se vytváří cena finančního aktiva – perpetuity. Příkladem takového aktiva je akcie, protože ta představuje příslib dividendy po neomezenou dobu.

Cena akcie

Mlékárna potřebovala finanční kapitál na nákup nové výrobní linky. Vyдалa proto nové akcie, které prodává na trhu cenných papírů. Jaká cena těchto akcií se na trhu vytvoří? Pro jejich cenu má klíčový význam to, jaký je jejich očekávaný výnos. Předpokládejme, že očekávaný výnos z jedné akcie je 100 Kč. Dále předpokládejme, že úroková míra z bankovního vkladu je 5 %. Kupec, který se rozhoduje, za kolik tyto akcie koupit, bude ochoten zaplatit za akcii maximálně takovou částku, která by mu po uložení v bance vynášela oněch 100 Kč. Řeší tedy následující rovnici, v níž P je maximální cena, kterou by za akcii zaplatil:

$$P \times 0,05 = 100$$

$$P = 100 : 0,05$$

$$P = 2\,000$$

Protože si lidé kupující tyto akcie navzájem konkurují, jejich konkurence vytáhne cenu akcií na horní hranici, kterou by ještě byli ochotni dát, tj. na 2 000 Kč za akcii.

Cena finanční perpetuity, jako je akcie, je rovněž odvozena od jejího očekávaného výnosu a od úrokové míry. Platí pro ni:

$$P = \frac{V}{r}$$

kde P je její cena, V je očekávaný čistý výnos a r je úroková míra, která představuje druhou nejlepší příležitost.

13.2 Cena anuity – dnešní hodnota budoucích výnosů

Anuita je aktivum, které nese výnos jen po určitou dobu. Ukažme si nejprve na příkladu, jak se na trhu vytváří cena anuity.

Cena ojetého auta

Pan Votruba se rozhoduje, za kolik má koupit ojeté auto, jehož životnost je již pouhý jeden rok. Bude jej používat rok a pak jej dá do šrotu. Auto zvýší očekávaný čistý výnos Votrubovy pekárny o 10 000 Kč. Místo koupě auta by mohl pan Votruba uložit peníze do banky na 5 % úrok. Uvažuje proto takto. Kdybych koupil auto, přinese mi za rok čistý výnos 10 000 Kč. Kdybych však částku P, kterou za auto dám, uložil v bance, měl bych za rok částku $P + 0,05 \times P$. Proto maximální cena, kterou za toto auto dám, musí splňovat podmínku:

$$\begin{aligned}P + 0,05 \times P &= 10\,000 \\P \times (1 + 0,05) &= 10\,000 \\P &= 10\,000 : 1,05 \\P &= 9\,524\end{aligned}$$

Pan Votruba nedá za toto auto více než 9 524 Kč. Kdyby auto stálo více, raději jej ožehlí, protože více vydělá uložením peněz v bance na úrok.

Z příkladu vidíme, jaká bude cena aktiva, které ponese výnos jen jeden rok. Pro tuto cenu platí:

$$P = \frac{V}{(1 + r)}$$

kde P je cena aktiva, V je jeho očekávaný čistý výnos za tento rok a r je roční úroková míra. (Přitom předpokládáme, že výnos z aktiva přichází během roku ve stejném časovém rozložení jako úrok z bankovního vkladu.)

Na příkladu tohoto aktiva si můžeme ukázat, že **investor přepočítává budoucí očekávaný výnos na jeho dnešní hodnotu**. Tomuto přepočítávání říkáme **odúročení budoucího výnosu**. Kdybyste například dostali výnos 100 Kč ode dneška za rok a úroková míra je 2 %, pak dnešní hodnota těchto budoucích 100 Kč je 98 Kč. To proto, že kdybyste částku 98 Kč uložili v bance na 2 % úrok, budete mít za rok 100 Kč.

Investor je ochoten dát za aktivum nanejvýš takovou cenu, která se rovná dnešní hodnotě jeho očekávaných budoucích výnosů. Pokud aktivum přinese pouze jeden výnos, a to ode dneška za rok, maximální cena, kterou za něj investoři dají, bude $P = V : (1 + r)$, kde V je výnos ode dneška za rok a r je úroková míra. Pokud aktivum přinese výnos V ne za jeden, ale až za dva roky, investoři opět přepočítají tento budoucí výnos na jeho dnešní hodnotu, která činí $V : (1 + r)^2$. Kdyby totiž tuto částku uložili na úrok, dostanou za dva roky právě částku V.

Nyní se podívejme, jaká bude cena aktiva – anuity, které přináší výnos po dobu několika let.

Cena ložiska uhlí

Firma chce koupit ložisko uhlí. Očekává, že jej vytěží za 10 let a že každoročně čistý výnos z něj bude 10 mil. Kč. Za kolik by byla firma ochotna takové ložisko koupit? Firma má druhou alternativu – uložit raději peníze v bance na 5 % úrok. Při rozhodování, za kolik by ložisko koupila, uvažuje, jaká je dnešní hodnota jeho budoucích výnosů. Těchto výnosů je deset a každý z nich přichází v jiném roce. Dnešní hodnota výnosu je $10\,000\,000 : 1,05^2$. Dnešní hodnota výnosů třetího roku je $10\,000\,000 : 1,05^3$, atd. Maximální cena, kterou by firma byla ochotna za ložisko uhlí zaplatit, by se rovnala součtu dnešních hodnot všech jeho budoucích výnosů.

Příklad nám ukazuje, že **tržní cena anuity – aktiva s omezenou životností – je dána vzorcem:**

$$P = \frac{V}{(1+r)} + \frac{V}{(1+r)^2} + \frac{V}{(1+r)^3} + \dots + \frac{V}{(1+r)^n}$$

kde P je cena aktiva, V je očekávaný roční výnos z aktiva, r je roční úroková míra a n je doba životnosti aktiva, tj. počet let, během nichž plyne z aktiva každoroční výnos V.

Zajímavým a důležitým poznatkem této kapitoly je **nepřímá úměrnost mezi cenou aktiv a úrokovou mírou**. Pokles úrokové míry zvyšuje tržní ceny aktiv – pozemků, domů, strojů, počítačů, dokonce ojetých automobilů, ale také akcií a jiných cenných papírů. Růst úrokové míry ceny aktiv naopak snižuje. Pokud tedy z nějakých důvodů očekáváme, že se úroková míra například sníží, očekáváme tím, že se zvýší ceny všech reálných i finančních aktiv.

Polské akcie po snížení úrokových sazeb stouply

„Ve Varšavě včera akciový trh zaznamenal největší skok vzhůru za poslední dva měsíce poté, co centrální banka přistoupila ke snížení svých sazeb. Celotržní index, zahrnující všechny tituly obchodované na varšavské burze, včera stoupl p 3,7 %. Akcie reagovaly na jednání centrální banky, která snížila své úrokové sazby o jedno procento. Centrální banka se tímto krokem snaží podpořit větší domácí úvěrovou aktivitu.“

(Hospodářské noviny, 22. 5. 1998)

13.3 Míra výnosu

Míra výnosu z aktiva je důležitým kritériem pro investiční rozhodování. V dalším výkladu se již omezíme pouze na míru výnosu perpetuit. **Jejích míra výnosu je definována jako podíl výnosu a ceny aktiva:**

$$v = \frac{V}{P}$$

kde v je míra výnosu, V je výnos a P je cena. Ale *jaká cena?* Máme výnos vztáhnout k té ceně, za kterou jsme aktivum již dříve koupili, nebo k té ceně, jakou má dnes na trhu?

Míra výnosu z domu

Realitní podnikatel Schwarz před pěti lety koupil za 1 mil. Kč dům, který mu vynáší ročně čistých 200 000 Kč. Mezitím však ceny nemovitostí vzrostly, takže dnes by mohl tento dům prodat za 5 mil. Kč. Přítel panu Schwarzovi říká, že koupil dluhopisy velké firmy, které slibují permanentní výnos 100 Kč a prodávají se po 1000 Kč. „To je 10 % míra výnosu“, říká přítel a radí panu Schwarzovi, aby tyto dluhopisy také nakoupil. Pan Schwarz však s hrdostí sděluje svému příteli, že investoval všechny peníze před pěti lety do koupě domu, jehož míra výnosu je 20 %. „To je mnohem lepší investice. Byl bych blázen, kdybych kupoval dluhopisy s roční mírou výnosu 10 %, když mám dům s roční mírou výnosu 20 %.“ Má pan Schwarz pravdu? Představuje skutečně jeho dům lepší investici než dluhopisy, o kterých mluví jeho přítel? Ovšemže ne. Pan Schwarz se mylí, pokud považuje svůj dům za výnosnější investici než zmíněné dluhopisy. Proč? Protože kdyby dům prodal za 5 milionů a nakoupil za tyto peníze dluhopisy, získával by z nich ročně 500 tis. Kč, zatímco jeho dům mu vynáší pouhých 200 tis. Kč. Ale jak vůbec přišel pan Schwarz na to, že má dům s mírou výnosu 20 %? Protože vztáhl jeho výnos 200 tis. Kč k jednomu milionu korun, tedy k ceně, za kterou dům před pěti lety koupil. Touto kalkulací ovšem zjistí pouze to, že byl před pěti lety chytrý a že udělal tehdy dobrou investici. Jenže pokud porovnává svůj dům s těmi investičními příležitostmi, které existují dnes, nesmí vypočítávat míru výnosu z ceny domu, za kterou jej kdysi koupil, nýbrž z ceny, za kterou by jej dnes prodal. Dnes by jej mohl prodat za 5 mil. Kč, dnes je tedy míra výnosu jeho domu nikoli 20 %, nýbrž pouhá 4 % ($200\,000 : 5\,000\,000 = 0,04$). A to je méně než míra výnosu z dluhopisů, která činí 10 %.

Příklad nám ukazuje, že počítáme-li míru výnosu z nějakého aktiva proto, abychom jej porovnali s jinými investičními příležitostmi, musíme výnos z aktiva vztáhnout k jeho dnešní ceně – k ceně, za kterou je možné jej dnes koupit nebo prodat na trhu.

Investoři porovnávají míry výnosu z různých aktiv a přirozeně nakupují ta aktiva, která mají míru výnosu nejvyšší (prozatím zanedbáváme riziko aktiv). Ale je vůbec možné, aby se míra výnosu různých aktiv dlouhodobě lišila? Následující příklady nám tuto otázku osvětlí.

Míra výnosu z pozemků

V jednom velkém městě se prodávají a kupují pozemky blízko centra a pozemky na okraji města. Cena pozemků u centra je 10 000 Kč/m² a očekávaný výnos z nich je 500 Kč/m², čili jejich očekávaná míra výnosu je 5 %.

Cena pozemků na okraji města je 1 000 Kč/m² a očekávaný výnos z nich je 100 Kč/m², čili jejich očekávaná míra výnosu je 10 %. Je možné, aby se očekávané míry výnosu těchto dvou typů pozemků dlouhodobě lišily? Není, protože realitní investoři se budou snažit převést své investice do pozemků s vyšší mírou výnosu. Pan Schwarz vlastní pozemek 1000 m² u centra, jehož cena je 10 mil. Kč a který mu vynáší 500 tis. Kč. Bude jej chtít prodat a za 10 milionů koupit raději 10 000 m² pozemků na okraji města, protože ty mu budou vynášet 1 mil. Kč. Takto se budou chovat i ostatní realitní investoři. Nabídka pozemků u centra se bude zvyšovat a s ní bude klesat cena těchto pozemků. Poptávka po pozemcích na okraji města bude naopak vzrůstat a s ní bude růst také jejich cena. Ovšem pokles ceny pozemků u centra bude zvyšovat míru jejich výnosu, protože míra výnosu se rovná výnosu dělenému cenou pozemku: klesne-li jejich cena pod 10 000 Kč/m², roste jejich míra výnosu nad 5 %. Naopak růst ceny pozemků na okraji bude snižovat jejich míru výnosu. Tím se míry výnosu obou typů pozemků začnou sblížovat. Kdy ustane ruch na trhu pozemků v tomto městě? Kdy se přestane zvyšovat nabídka pozemků u centra a poptávka po pozemcích na okraji města? Až budou míry výnosu z obou typů pozemků stejné. Jakmile cena pozemků u centra klesne a cena pozemků na okraji města vzroste natolik, že míra výnosu z obou typů pozemků bude stejná, nebude mít už žádný investor zájem prodat svůj pozemek, aby koupil jiný. Tehdy zavládne na trhu pozemků v tomto městě rovnováha.

Příklad nám ukazuje, že míry výnosu z různých aktiv se dlouhodobě lišit nemohou, protože investoři se snaží vždy nakupovat aktiva s vyšší mírou výnosu. Tím ovšem zvyšují cenu takových aktiv a v důsledku toho jejich míra výnosu klesá. To znamená, že se prosazuje tendence ke sblížení měr výnosů z aktiv.

To platí i o finančních aktivech. Představme si akcie několika různých firem, které se neliší rizikem.

Představme si, že by například akcie pojišťovny měly vyšší míru výnosu než akcie mlékárny. Pak by investoři akcie mlékárny prodávali a kupovali by akcie pojišťovny. To by však zvýšilo cenu akcií pojišťovny, a tím snížilo míru jejich výnosu. Naopak cena akcií mlékárny by šla dolů, což by zvyšovalo jejich míru výnosu.

Lidé si někdy myslí, že nejlepší investicí je nakupovat akcie známých a prosperujících firem. Jenže prosperita firmy se na burze velmi brzy promítne do vysoké ceny jejích akcií. Když nakoupíte akcie takových známých a prosperujících firem, zjistíte, že jste vlastně neudělali žádný dobrý obchod – míra výnosu z těchto akcií (podíl jejich výnosu k jejich tržní ceně) se nijak významně neliší od míry výnosu akcií jiných firem.

Znamená to tedy, že se nevyplatí nakupovat akcie známých a prosperujících firem? Ale ano, vyplatí, ale jen tehdy, když ještě nejsou známé a prosperující. Tehdy ještě můžete jejich akcie nakoupit za nízkou cenu. Jakmile se však tyto firmy stanou známými a prosperujícími, budete už jejich akcie kupovat za vysokou cenu.

Ukázali jsme si, že se na trhu aktiv prosazuje tendence ke stejné míře výnosu. Ale jedním z aktiv je také bankovní vklad, jehož mírou výnosu je úroková míra. Znamená to, že míra výnosu všech ostatních aktiv má nakonec tendenci přibližovat se úrokové míře?

Představme si, že by byla míra výnosu například z pozemků vyšší než úroková míra z bankovních vkladů. Pak by lidé, snažící se investovat do aktiv s vyššími výnosy, rušili své bankovní vklady a nakupovali pozemky. Rostoucí poptávka po pozemcích by však zvyšovala jejich cenu, a tím snižovala míru výnosu z pozemků. Tím by se nakonec míra výnosu z pozemků vyrovnala s úrokovou mírou z bankovních vkladů. Toto analogicky platí pro všechna aktiva.

Pokud je riziko bankovních vkladů a ostatních aktiv stejné, pak míry výnosu z aktiv mají tendenci se přibližovat úrokové míře z bankovních vkladů.

13.4 Riziko a míra výnosu

Až dosud jsme předpokládali, že se aktiva neliší svou rizikovostí. Nyní začleníme do našich úvah riziko. Jaký vliv má riziko aktiva na míru jeho výnosu? Mají vysoce riziková aktiva vysokou nebo nízkou míru výnosu? Následující příklady nám pomohou tuto otázku zodpovědět.

Riziko zničení

V hlavním městě jedné země na Blízkém východě byla míra výnosu potravinářských obchodů kolem 8 %. Potom však v zemi propukly náboženské konflikty a objevily se různé teroristické skupiny. V důsledku toho se zvýšilo riziko požárů a výbuchů, které mohly zasáhnout a zničit potravinářské obchody. Výnosy potravinářských obchodů se ovšem nesnížily, protože lidé i nadále kupovali potraviny v nezmenšeném objemu. Přesto se zvýšila míra výnosu těchto obchodů z 8 % na 16 %. Překvapuje vás to? Nemělo by, vysvětlení je jednoduché. Někteří majitelé obchodů v obavě před jejich zničením začali obchody prodávat a převádět svůj kapitál do bezpečnějších aktiv – například do pozemků, do bankovních vkladů nebo také do zahraničí. V důsledku toho se snížila cena budov a zařízení těchto obchodů – zatímco dříve jste takový obchod koupili za, řekněme, 30 000 dolarů, nyní jej lze koupit za polovinu. Ten, kdo je ochodlán nést riziko zničení obchodu, může takový obchod koupit za poloviční cenu oproti dřívějšímu, a proto bude mít dvojnásobnou míru výnosu oproti dřívějšímu. Tato vyšší míra výnosu je ovšem vykoupena vyšším rizikem, že obchod lehne popelem nebo vyletí do povětří.

Akcie zlatého dolu na Kamčatce

Představte si, že na burze cenných papírů lze koupit akcie zlatého dolu na Kamčatce. Bude míra výnosu těchto akcií vysoká nebo nízká? Firma, která důl vlastní a prodává jeho akcie, přesvědčuje investory, že jde o velmi bohatá a výnosná naleziště zlata, a že tamní dělníci pracující v dolech jsou velmi levní. Ale investoři váhají, zda tomu mohou věřit. Firmu, která důl vlastní, nikdo nezná. Kamčatka je příliš daleko na to, aby se investoři mohli přesvědčit na vlastní oči, jak to se zlatým dolem skutečně vypadá. Riziko nákupu těchto akcií je pro ně příliš veliké, a proto dávají raději přednost jistějším investicím. Nezáměr o akcie zlatého dolu na Kamčatce vede k poklesu jejich ceny. Když je už jejich cena velmi nízká, přece jen se najdou odvážlivci, kteří jsou ochotni riskovat, a akcie koupí. Udělají to však, až když jsou ceny takových akcií dostatečně nízké. Když vztáhnou očekávaný výnos akcií k jejich nízké ceně, zjistí, že míra výnosu z těchto akcií je tak vysoká, že už se vyplatí riziko podstoupit.

Lidé si někdy myslí, že riziková aktiva mají nízkou míru výnosu, protože riziko snižuje výnos. To ovšem není pravda. Riziko nemá žádný vliv na výši výnosu, má vliv pouze na *pravděpodobnost* jeho dosažení. Tím má riziko vliv na cenu aktiva. **Aktiva s vyšší mírou rizika mají vyšší míru výnosu, protože vyšší míra rizika snižuje jejich cenu.** Skutečně můžeme pozorovat, že nejnižší míru výnosu mají ta nejbezpečnější aktiva, jako jsou vládní dluhopisy, vklady u velkých a solidních bank nebo akcie velkých a známých firem.

Je to právě odlišná míra rizika, která nám objasňuje, proč se míry výnosu různých aktiv odlišují. **Čím větší je míra rizika, tím vyšší musí být míra výnosu, protože pouze vysoká míra výnosu motivuje investory k tomu, aby investovali do rizikových aktiv.**

Míru rizika můžeme vyjádřit pravděpodobností očekávaného výnosu. Ukažme si, jak pravděpodobnost výnosu ovlivňuje míru výnosu.

Hazardní hry

Představte si, že se chcete zúčastnit hazardní hry – házení mincí – ve které je výhra 1200 Kč. Chcete vsadit na orla. Pravděpodobnost, že padne orel, je 0,5. Kolik vsadíte do takové hry? Na výhru 1200 Kč vsadíte maximálně 600 Kč, protože pravděpodobnost, že vyhrajete, je 0,5 a pravděpodobnost, že prohrajete, je také 0,5. Když násobíte možnou výhru 1200 Kč pravděpodobností 0,5, rovná se právě vašemu vkladu 600 Kč. Vsadíte tedy 600 a hrajete. Když padne orel, dostanete 1200 Kč, tedy dvakrát tolik, než kolik jste vsadili. Když padne hlava, ztratíte vsazených 600 Kč. Míra výnosu z této hry je 100 %, míra rizika je vyjádřena pravděpodobností výhry 0,5. Máte také možnost zúčastnit se jiné hry – házení kostkou. Pravidlem této hry je, že když padne číslo, na které jste vsadili, dostanete výhru 1200 Kč. Když však padne kterékoli jiné číslo, prohráváte vše. Kolik vsadíte do takové hry na jedno číslo? Na výhru 1200 vsadíte v tomto případě nanejvýš 200 Kč. Pravděpodobnost, že vyhrajete, je totiž jen jedna šestina. Když vynásobíte možnou výhru 1200 Kč pravděpodobností 1/6, rovná se vašemu vkladu 200 Kč. Vsadíte tedy 200 Kč, například na šestku, a hrajete. Když padne šestka, dostanete 1200 Kč. Když padne jiné číslo, prohráváte svůj vklad. Míra výnosu z této hry je vysoká – 500 %, ale míra rizika je také vysoká – jen šestinová pravděpodobnost výhry.

Investování do rizikových aktiv je dosti podobné hazardním hrám.

Jak vidíte, **rozhodování investora je ovlivněno dvěma kritérii – mírou očekávaného výnosu a mírou rizika**, která je vyjádřena pravděpodobností očekávaného výnosu. Investor by pochopitelně chtěl maximalizovat míru výnosu a zároveň minimalizovat míru rizika. To je však obtížné, protože výnosnější aktiva jsou právě ta rizikovější. Existuje vůbec nějaká strategie investování, která by co nejvíce snížila riziko, aniž by zároveň snížila míru výnosu?

Ano. **Pokud investor rozdělí celkovou sumu, kterou chce investovat, mezi velký počet aktiv, snižuje své celkové riziko.** Ukažme si to na příkladu.

Rozložení investičního rizika

Paní Hromádková zdědila po svém strýci 5 milionů korun. Chce je investovat výnosně, ale zároveň bezpečně. Má koupit pozemky? Dům? Nebo dát peníze do banky? Má koupit akcie pojišťovny nebo zlatého dolu na Kamčatce? Paní Hromádková se nakonec rozhodne pro strategii „nedávat všechna vajíčka do jednoho košíku“. Rozdělí svých 5 milionů mezi dvacet různých investic. Kdyby investovala jen do jedné či dvou rizikových investic, pravděpodobnost, že prodělá, by byla dost velká. Ale když rozdělí peníze mezi dvacet různých investic, pravděpodobnost, že o všechny přijde, je malá. Je totiž nepravděpodobné, že by vznikly ztráty u všech (nebo u velké většiny) dvaceti různých investic. Některé budou možná ztrátové, ale ztráty jedněch investic budou vyváženy zisky jiných investic. Touto investiční strategií paní Hromádková snížila celkové riziko, aniž by přitom musela investovat výlučně do málo rizikových, a tudíž málo výnosných aktiv.

Investor, který chce snížit své riziko, by měl investovat do velkého počtu různých aktiv. Takovému vějíři aktiv, mezi něž investor rozdělí své peníze, se říká **portfolio**. Pokud si tedy vytvoříte takové portfolio, snížíte celkové riziko svého investování. Je totiž nepravděpodobné, že by se všechna aktiva ve vašem portfolio zklamala a nepřinesla výnos. Různá aktiva totiž podléhají *různým druhům rizik*. Například snížení poptávky po kancelářských a obchodních prostorách sníží výnosy z nemovitostí, ale nesníží výnosy z akcií průmyslových firem nebo z bankovních vkladů. Pokles úrokové míry zase sníží výnos z bankovních vkladů, ale zvýší ceny akcií. Neúspěch jedné firmy neznamena, že si povedou špatně všechny firmy, jejichž akcie máte ve svém portfoliu.

13.5 Morální hazard

Pokud člověk investuje vlastní peníze, řídí se vlastním zájmem a vlastní racionální úvahou, takže jeho investiční rozhodování je efektivní. Mnoho lidí však nemá dostatek znalostí, potřebných k investování. Neznají existující investiční příležitosti a nemají zkušenosti s prováděním nákupních a prodejních transakcí na trzích aktiv – například na trzích nemovitostí nebo burze cenných papírů. Proto využívají služeb různých zprostředkovatelů, kteří pak investují za ně. Profesionální investoři dokážou lépe investovat než laikové, protože umějí lépe odhadovat očekávané výnosy a jejich rizika. Jejich služby jsou proto užitečné a většinou dobře placené. Jenže tito lidé investují cizí peníze. A právě v takových případech může někdy docházet k velmi nežádoucímu jevu, který nazýváme **morálním hazardem**. V čem je problém? Přečtěte si tento příklad.

Investování tetiných peněz

Stará paní Amálie prodala dům na venkově za milion korun a chtěla by své peníze dobře investovat. Navštíví tedy svého synovce Adama a řekne mu: „Jsi finanční expert. Svěřím ti svůj milion, abys jej dobře investoval. Abys neřekl, že tě chci využívat, dostaneš dvacet procent výnosu investice.“ Adam zná dvě investiční příležitosti. V obou případech se jedná o spekulace – dnes koupí a za rok prodá. Jednou z těchto spekulací jsou akcie nového obchodního centra, které bude zanedlouho otevřeno. Adam odhaduje, že získá-li nové obchodní centrum zákazníky také z okolních blízkých měst, jeho akcie budou mít za rok o 20 % vyšší hodnotu. Koupí-li je dnes za milion, prodá je za rok za 1 200 000 Kč. Pravděpodobnost tohoto příznivého výsledku odhaduje Adam na 0,8. Avšak nezíská-li obchodní centrum zákazníky z okolních měst, jeho akcie za rok ztratí 20 % své dnešní hodnoty. Koupí-li dnes akcie za milion, prodá je za rok jen za 800 000 Kč, tedy se ztratou. Pravděpodobnost tohoto nepříznivého výsledku odhaduje Adam na 0,2. Když se Adam rozhodne pro tuto spekulaci, co z toho vyplývá pro tetu? Vezmeme-li v úvahu riziko investice, měřené pravděpodobnostmi zisku a ztráty, můžeme její výhodnost ohodnotit takto:

$$1\,200\,000 \times 0,8 + 800\,000 \times 0,2 = 1\,120\,000$$

S přihlédnutím k riziku by tetu pravděpodobně vydělala ze svého milionu 120 000 Kč. A co z toho vyplývá pro Adama? Tetu mu slíbila 20 % ze zisku, ale nezavázala jej, aby se podílel také na ztrátě. Adam může tedy očekávat, že na této investici, s přihlédnutím k pravděpodobnosti zisku, sám vydělá 32 000 Kč (20 % z 200 000 x 0,8 = 32 000). Adam zná ale ještě druhou investiční příležitost. Mohl by se stát společníkem firmy, která se chystá kupovat pozemky, protože spekuluje na vzestup jejich ceny. Tato investice je sice výnosná, ale značně riziková. Adam odhaduje, že když spekulace vyjde, přinese 80 % výnos. Nevyjde-li, bude znamenat ztrátu 80 %. Pravděpodobnost úspěchu je 0,4 a pravděpodobnost neúspěchu je 0,6. Výhodnost této investice pro Adamovu tetu zjistíme, když výnos, resp. ztrátu vynásobíme jejich pravděpodobnostmi:

$$1\,800\,000 \times 0,4 + 200\,000 \times 0,6 = 840\,000$$

S přihlédnutím k riziku by tedy Adamova tetu pravděpodobně prodělala. Adam však může očekávat, že on sám na této investici vydělá 64 000 (20 % z 800 000 x 0,4 = 64 000). Pro tetu Amálii by byla výhodnější první investice, protože s přihlédnutím k riziku by z ní pravděpodobně získala 120 000 Kč. Z druhé investice by, s přihlédnutím k riziku, pravděpodobně prodělala 160 000 Kč. Ale pro Adama je druhá investice výhodnější. Na té pravděpodobně sám získá 64 000 Kč, zatímco na první investici by pravděpodobně získal pouze 32 000 Kč.

Příklad ukazuje, jak vzniká **morální hazard**. Adam je silně motivován k tomu, aby upřednostnil rizikovější investici, a to i tehdy, když je pro jeho tetu méně výhodná. **Morální hazard může vzniknout, když investor investuje cizí peníze, podílí se na zisku z investice, ale nenese riziko ztráty. V tom případě má motivaci k upřednostnění rizikovějších investic, i když jsou (z hlediska porovnání rizika a výnosu) pro majitele kapitálu méně výhodné.**

Adam nakonec odolá pokušení morálního hazardu, protože má svou tetu rád. Ale jak by to dopadlo v ekonomice – v oné „velké skupině“ lidí, kteří se navzájem neznají a které nepoutají vztahy lásky a přátelství tak, jak tomu je v rodině?

V příkladu jsme viděli, jak se Adam dostal do pokušení morálního hazardu – tetu mu slíbila podíl na zisku, ale nevyžadovala od něho podíl na ztrátě. V ekonomice může obdobná situace nastat tehdy, když stát chrání finanční zprostředkovatele proti ztrátám. Ukažme si to na příkladu.

Státní záruka

Banka je finančním zprostředkovatelem, který půjčuje cizí peníze – peníze svých vkladatelů. Představte si banku, která se rozhoduje mezi dvěma podnikateli žádajícími o úvěr 1 mld. Kč. Jeden z nich chce investovat do stavby hotelu a druhý chce postavit obchodní dům. Banka umí odhadnout výnos z těchto investic a také pravděpodobnost výnosu. Předpokládejme, že z miliardové investice do hotelu banka očekává výnos 200 milionů s pravděpodobností 0,8 a ztrátu 200 milionů s pravděpodobností 0,2. Z miliardové investice do obchodního domu banka očekává výnos 500 milionů s pravděpodobností 0,5 a ztrátu 500 milionů rovněž s pravděpodobností 0,5. Která investice je výhodnější? Investici do hotelu můžeme ohodnotit takto:

$$1\ 200\ 000\ 000 \times 0,8 + 800\ 000\ 000 \times 0,2 = 1\ 120\ 000\ 000$$

Investici do obchodního domu ohodnotíme takto:

$$1\ 500\ 000\ 000 \times 0,5 + 500\ 000\ 000 \times 0,5 = 1\ 000\ 000\ 000$$

Vidíme, že výhodnější je investice do hotelu, protože s přihlédnutím k riziku vynese pravděpodobně 120 milionů korun, zatímco investice do obchodního domu pravděpodobně nevynese nic. Kdyby banka upřednostnila investici do obchodního domu před investicí do hotelu a kdyby takto systematicky půjčovala na rizikovější, avšak méně výhodné investice, pravděpodobně by zkrachovala. To si vedení banky uvědomuje, a proto to nebude dělat. Ale co když stát chrání banku před rizikem ztrát? Představme si, že by banka měla takovou státní záruku – věděla by, že když bude mít velké ztráty, stát raději vyplatí jejím vkladatelům peníze ze státního rozpočtu, než aby nechal banku zkrachovat. Jaké investice bude potom banka upřednostňovat? Když riziková investice do obchodního domu vyjde, banka hodně vydělá, když nevyjde, zaplatí to stát. Její rozhodování bude vedeno myšlenkou: „Když to vyjde, vydělám, když to nevyjde, prodělají daňoví poplatníci.“ Proto upřednostní investici do obchodního domu před investicí do hotelu. Bude upřednostňovat rizikové investice, i když to budou investice horší pro vkladatele, pro daňové poplatníky i pro ekonomiku. Banka bude tedy v pokušení morálního hazardu jako Adam z předchozího příkladu. Na rozdíl od Adama, který morálnímu hazardu odolal, protože měl svou tetu rád, lze však těžko spoléhat na to, že banka odolá pokušení morálního hazardu proto, že má své vkladatele ráda.

Příklad naznačuje, jaké jsou příčiny morálního hazardu. **Kdyby banka plně pociťovala riziko ztráty, morální hazard by neexistoval. Jakmile z ní však někdo toto riziko sejme, banka je v pokušení morálního hazardu.**

Morální hazard banka a jiných finančních zprostředkovatelů může vést nakonec k jejich hromadným úpadkům, když jejich ztráty ze špatných půjček a investic narostou do velkých rozměrů a stát zjistí, že není schopen je pokrýt. Jde o velmi nebezpečný úkaz, který může vyvolat finanční krizi s velmi vážnými následky pro celou ekonomiku.

Krachy amerických bank

V 80. letech docházelo v USA k velkému počtu krachů amerických bank a spořitelů. Ve druhé polovině 80. let krachovalo kolem dvou stovek bank ročně. Příčinou tohoto jevu, který americká ekonomika předtím nezažila, bylo státní pojištění vkladů a neochota státu připustit krachy velkých bank. Pojištění vkladů sňalo z vkladatelů rizika, a ti se proto málo starali o tom, zda banka, u níž mají uloženy peníze, funguje dobře nebo špatně. Banka podlehla morálnímu hazardu a pouštěly se do rizikových aktivit. Tak se hospodaření mnoha bank a spořitelů zhoršovalo, ale státní regulační orgány příliš dlouho váhaly s rozhodnutím nechat je zkrachovat, protože by stát musel vyplatit vkladatelům jejich pojištěné vklady. Banky, zralé ke krachu, se zaplétaly do ještě rizikovějších aktivit, protože už neměly co ztratit. Jejich ztráty se hromadily a odkládání jejich bankrotů je pouze měnilo v „chodící mrtvolý“. Když už nebylo možné krachům zabránit, ztráty byly obrovské a američtí daňoví poplatníci zaplatili neuvěřitelné sumy peněz, aby stát mohl vyplatit vkladatelům pojištěné vklady zkrachovalých bank.

Ruská finanční krize a ztráty německých bank

V roce 1998 zachvátila Rusko finanční krize – ruská vláda i řada soukromých ruských institucí nebyla schopna splácet své dluhy. Na ruské krizi hodně prodělali němečtí věřitelé, jejichž pohledávky v Rusku činily (podle odhadů) přes 70 miliard dolarů. Proč německé banky poskytovaly do Ruska tolik půjček? Jedním z důvodů tohoto neopatrného půjčování byla proexportní politika německé vlády. Ta, aby podpořila vývoz, dávala poměrně štědré státní záruky za vývozní úvěry – úvěry, které poskytovaly německé banky německým vývozcům. Tyto státní záruky významně snížily rizika německých vývozců do Ruska i rizika německých bank, které je úvěrovaly. Jde opět o příklad morálního hazardu, kdy stát slibuje, že uhradí případné ztráty neopatrných vývozců a neopatrných bank. Když němečtí věřitelé přišli v Rusku o peníze, část těchto ztrát jim (v rámci státních záruk za vývozní úvěry) hradila německá vláda, pochopitelně z peněz daňových poplatníků.

Mezinárodní měnový fond a morální hazard na světových finančních trzích

V 90. letech prožily světové finanční trhy několik ničivých krizí (mexická krize 1994, asijská krize 1997, ruská krize 1998, brazilská krize 1999), které měly jednoho společného jmenovatele: morální hazard investorů na světových trzích. Ten byl posilován chováním Mezinárodního měnového fondu – světové organizace, která poskytuje finanční pomoc zemím, jež se dostávají do velkých finančních potíží a ztrácejí schopnost splácet své dluhy. Mezinárodní měnový fond tím nechtěně snižuje rizika investorů, kteří těmto ekonomikám půjčují. Investoři předem kalkulují s tím, že když se jejich dlužníci dostanou do platebních potíží, Mezinárodní měnový fond jim poskytne půjčky, z nichž budou moci své dluhy splácet. To vede investory k neopatrnému půjčování i na riskantní projekty. V červnu 1999 přišla skupina sedmi nejvyspělejších států světa „G7“ – s plánem, který by měl tento morální hazard omezit. Podle tohoto plánu poskytne Mezinárodní měnový fond zadluženým zemím pomoc až s určitým časovým odkladem, což pro jejich věřitele bude znamenat nemalé ztráty. To by mohlo vést k omezení jejich morálního hazardu.

Tyto příběhy ukazují, jak velkým nebezpečím pro ekonomiku je morální hazard. **Podstatou podnikání a investování je realistické oceňování rizik. Pokud stát někomu poskytuje záruky za jeho investice, snímá z něho část rizika, uměle mu riziko snižuje. To pak může vést k neefektivnímu investování – k poskytování špatných půjček a k uskutečňování nadměrně rizikových investic.**

13.6 Podnikatel

„V každé skutečně živoucí ekonomice je každý z nás podnikatelem a spekulantem.“

Ludwig Mises

Podnikání je činnost plná nejistoty. Abychom lépe pochopili, co je podnikání, srovnajme podnikatele s inženýrem.

Inženýr a podnikatel

Víte, jaký je rozdíl mezi inženýrem a podnikatelem? Než inženýr postaví most, předem jej vyprojektuje a přesně vypočítá. Pak má naprosto známý nejen cíl, ale i cestu k jeho dosažení. Krok za krokem staví most podle definitivního projektu, kde jsou již všechny parametry dané a nebudou se mu měnit. A co podnikatel? Když chce mít úspěch na trhu, není schopen si pro to vytvořit žádný definitivní projekt. Vstupní parametry se totiž neustále mění. Mění se ceny, mzdy, počet a síla konkurentů, možná i vkus a záliby spotřebitelů. Podnikatel není schopen odhadnout chování konkurentů. „Ve hře“ je příliš mnoho neznámých činitelů. Spíše než k inženýrovi bychom jej mohli přirovnat k šachistovi. Zná svůj cíl pouze rámcově – chce vyhrát. Ale není schopen si naplánovat celý průběh hry, protože jeho tahy na šachovnici závisejí na tom, jak táhnou „protivníci“. Může odhadnout jen několik tahů, a proto sám může dopředu rozmyslet též jen několik vlastních tahů.

Podnikatel není totéž co investor. Investor se rozhoduje mezi nákupem různých aktiv, oceňuje jejich očekávané výnosy a rizika. **Podnikatel** ale dělá něco více – **hledá mezery na trhu.**

Mezera na stavebním trhu

Pan Janda, stavební podnikatel, neustále hledá ziskové příležitosti pro svoji stavební firmu. Dozví se, že v jednom městě je vysoká cena domů. Zároveň je v nedalekém okolí města poměrně nízká cena stavebních pozemků. Pan Janda objevil „mezeru“ na trhu bydlení. Rozhodne se tuto mezeru „zaplnit“, protože si slibuje vysoké zisky. Začne nakupovat pozemky v okolí města a stavět na nich domky. Předtím si ještě zjistí strukturu poptávky – budou mít lidé ve městě zájem o desetimilionové vily nebo spíše o třímilionové řadové domky? A pak začne stavět. Vydělá spoustu peněz. Někteří lidé mu závidí a ptají se, jak je možné, že podnikatelé, jako je pan Janda, tolik vydělávají. Ale vysvětlení je snadné. Pan Janda podstupuje riziko – investoval do stavby domů značný kapitál (dokonce se zadlužil u banky) a přitom neměl úplnou jistotu, jestli své domy prodá za dobrou cenu. Mohl se v odhadu poptávky zmýlit. Kromě toho, když pan Janda hledal „mezeru na trhu“, musel k tomu získávat mnoho informací. Pan Janda také nebude v tomto městě dosahovat vysokých zisků věčně. Jeho zisky posléze přilákají do města další stavební podnikatele. Konkurence donutí pana Jandu snížit ceny a jeho ekonomický zisk začne klesat k nule. „Mezera“ na trhu se zaplnila. Pan Janda ale nečeká a hledá zas jiné „mezery“ na trzích, které by mohl „zaplnit“.

Příklad ukazuje podstatu podnikání. **Podnikatelé neustále hledají nové příležitosti – mezery na trhu. To jsou dosud neobjevené a nevyužívané příležitosti, které slibují (když je někdo objeví a využije) vysoký ekonomický zisk.**

Mezery na trzích jsou zaplňovány dvěma základními podnikatelskými aktivitami: arbitrážemi a inovacemi. Podívejme se nejprve na **arbitráž**.

Truhlářovy arbitráže

Truhlář Tříška je podnikatelem, který ví, že může hodně vydělat tím, když bude nakupovat dřevo na nejlevnějším trhu a prodávat svůj nábytek na nejdražším trhu. Zmapuje si trh dřeva a zjistí, že nejlevněji nakoupí dřevo od pana Součka, majitele pily v menším městě, kde je poptávka po dřevu poměrně malá. Truhlář Tříška našel „mezeru na trhu“ – mezeru v poptávce, kterou ihned zaplní vlastními nákupy. Díky tomu zvýší míru výnosu své truhlárny. Pan Tříška také ví, že může hodně vydělat, když bude svůj nábytek dodávat na co nejdražší trh. Zmapuje si tedy trh nábytku a opět nalezne „mezeru na trhu“: nalezne exportní firmu IMPEX, která je schopna prodávat jeho nábytek na drahém rakouském trhu a kterou zatím neobjevili jiní truhláři. Hned s ní uzavře smlouvu o dodávkách svého nábytku. Díky tomu opět zvýší svou míru výnosu. Tříška ovšem není sám, kdo hledá mezery na trhu. Jiní truhláři – jeho konkurenti – brzy objeví to, co objevil on, a budou také chtít nakupovat dřevo od pana Součka a prodávat nábytek firmě IMPEX. Tím vysoká míra výnosu pana Tříšky klesne. Jenže Tříška nečeká a objevuje další levné trhy dřeva a další drahé trhy nábytku. Jeho arbitrážerská aktivita je permanentní a díky ní se mu daří udržovat vysokou míru výnosu – vyšší, než jakou mají truhláři, kteří nejsou tak aktivními podnikateli a kteří nevyhledávají tak intenzivně nové trhy.

Arbitráže jsou rozšířeným druhem podnikatelské aktivity a mohou přinášet vysokou míru výnosu. **Arbitráž** (se kterou jste se seznámili už v kapitole „Tržní rovnováha“ **znamená hledání levných trhů surovin nebo pracovních sil a hledání drahých trhů výrobků a služeb.** Podnikatel musí mít schopnost hledat a objevovat nové trhy a pronikat na ně (pokud možno rychleji než konkurenti). Právě to mu slibuje velké zisky.

Dalším typem podnikatelské aktivity je **inovace. Inovace je uvádění nových výrobků, služeb nebo výrobních postupů na trh.** Nejedná se zde ani tak o samotné *vynalézání* (podnikatel není vynálezce) jako spíše o hledání trhu, na kterém lidé postrádají určitý výrobek nebo službu a jsou ochotni za ně dobře zaplatit.

„Baby-sitting“

V jednom velkém městě mají lidé vysoké výdělků a je tam mnoho zaměstnaných žen. Paní Alena, žena s podnikatelskými vlohami, rozpozná „mezeru“ na trhu: zaměstnané ženy by jistě uvítaly a dobře platily službu hlídání dětí. Tato mezera na trhu je ziskovou příležitostí. Paní Alena proto založí firmu „Baby-sitting“, najme několik zaměstnankyň a začne ve městě nabízet tuto službu. Protože ve městě dosud nikdo tuto službu nenabízel, jedná se o inovaci – paní Alena uvedla na trh novou službu. Protože má její firma vysoké zisky, začnou ji brzy napodobovat jiní podnikatelé. Paní Aleně vyrůstá konkurence, která ji nutí jít s cenami dolů. Její ekonomický zisk v tomto městě se pomalu rozplývá. Ale protože je paní Alena dobrá podnikatelka, rozhlíží se po podobné ziskové příležitosti v jiných městech, kde tato služba ještě není.

Inovace na trhu ochrany rostlin

V jisté zemědělské oblasti je na plodinách rozšířeno mnoho škůdců. Zemědělci by byli ochotni dobře platit tomu, kdo by jim pomohl a poradil. Paní Jana, absolventka zemědělské univerzity, má nejen potřebné expertní znalosti. Má navíc také podnikatelské vlohy. Dozví se, jaká je situace v této zemědělské oblasti, založí si firmu „JANA – Ochrana rostlin“ a nabízí zemědělcům své služby – poradenství i prodej prostředků na ochranu rostlin. Paní Jana uskutečnila inovaci – uvedla na tento trh novou službu. Po čase zjistí, že na našem trhu chybí jeden účinný přípravek, který však existuje v zahraničí. Začne jej proto dovážet. Tím uvedla na domácí trh nový výrobek. Na bramborách se však rozšířila určitá choroba, kterou žádné ochranné přípravky nedokáží potlačit. Paní Jana tuší, že by bylo možné potlačit škůdce změnou osevnických postupů nebo změnou hnojení. Zaměstná proto ve své firmě odborníky, kteří tyto nové postupy navrhnou, a pak tuto poradenskou službu nabízí a prodává zemědělcům. Tím paní Jana uvedla na trh další inovaci.

Podnikatel není totéž co výrobce. V kapitole „Náklady a nabídka“ jsme zkoumali chování výrobce, který se rozhoduje mezi různými alternativními příležitostmi a který alokuje své zdroje mezi tyto příležitosti (vzpomeňme si na příklad majitele pily, který se rozhodoval, kolik prken má vyrábět a kdy má odejít do jiné příležitosti). **Výrobce si ovšem vybírá mezi známými příležitostmi. Podnikatelská aktivita obsahuje něco víc – je to objevování dosud neznámých příležitostí.** Podnikatelé jsou na trzích průkopníky tím, že objevují dosud neznámé a neobjevené ziskové příležitosti a využívají je. **Právě objev nového otevírá cestu k velkým ziskům.** Podnikatelské objevování přitom nemá konce. Jakmile se totiž neznámé posléze stane známým, jakmile je „mezera“ zaplněna příchodem nových podnikatelů, počáteční vysoký ekonomický zisk zmizí. Skutečný podnikatel ale opět hledá dál a pouští se na nová neprobádaná území.

Podnikání reaguje na to, že jsou informace neúplné a trhy nedokonalé. Na dokonale konkurenčních trzích není místa pro podnikatele. Pouze nedokonale konkurenční trhy vytvářejí příležitost pro podnikání. Právě neúplnost informací způsobuje, že existují mezery na trhu a že zaplnění těchto mezer přináší zisky. Podnikání tím, že vyhledává a zaplňuje mezery na trhu, zároveň snižuje nedokonalost trhů.

Stát však mnohdy nedává podnikání šanci a pokouší se sám zaplnit tyto mezery. Politikové jsou totiž pod tlakem části veřejnosti, která si myslí, že „vláda může všechno“ a že „vláda může za všechno“. Když jsou vysoké ceny bydlení, ozývá se volání po výstavbě obecních bytů. Zaměstnané ženy žádají státní nebo obecní jesle a školky. Zemědělci chtějí, aby pro ně stát zřizoval a financoval poradenská centra. Pod tíhou odpovědnosti, ve snaze zavděčit se svým voličům, ale i v touze po větší ekonomické moci mnoho politiků a státních úředníků vyslyší tyto hlasy. Rádi uvěří, že jen státní pošta umí roznášet poštovní zásilky, že jen Státní fond tržní regulace umí stabilizovat zemědělské ceny, že jen státní úřady práce umí lidem zprostředkovávat zaměstnání, že jádrem vzdělávacího systému mohou být jen státní školy (ty soukromé necht' jsou jen „vhodným doplňkem“), že jen státní instituce umějí poskytovat sociální služby.

Když stát takto vstoupí na dosud neobsazené trhy a zaplní jejich mezery, nedá již podnikatelům šanci, aby je zaplnili sami. Se zaplněním mezer na trzích mizí totiž ziskové příležitosti pro podnikatele. Služby, které by jinak poskytoval soukromý sektor, zůstávají pak na bedrech státu. Lidé užívající těchto služeb žijí v iluzi, že je stát poskytuje levně. Ve skutečnosti je stát obvykle poskytuje draž, než by to dokázaly soukromé firmy. Státní úředníci nejsou motivováni k efektivnímu podnikatelskému chování. Státní instituce nezkoumají, zda svých služeb poskytují příliš málo nebo naopak příliš mnoho. Neexistence konkurence ve státním sektoru nevytváří

motivace ke kvalitním službám.

Někdy si politikové uvědomí, že by bylo lepší tam či jinde uvolnit prostor soukromému sektoru. Ale pak je to už politicky velmi riskantní krok. Přestat stavět obecní byty, zrušit Státní fond tržní regulace, snížit počty státních škol, školek a jeslí, zrušit státní úřady práce? Vždyť by to znamenalo vznik „mezer na trzích“. Ano, vznikly by mezery na trzích a bylo by nutné čekat, až je podnikatelé zaplní. To ale nějakou dobu trvá a mezitím by voliči přesvědčení, že „vláda může za všechno“, nedali takovým politikům v dalších volbách šanci.

Proto je dobrým řešením některé veřejné služby, které nemusí nutně poskytovat stát, raději privatizovat.

Shrnutí

- *Aktivum* je vše, co svému vlastníkovvi přináší výnos. Může jít o reálná aktiva nebo o finanční aktiva.
- *Reálná aktiva* jsou používána ve výrobě. Jsou to pozemky, budovy, stroje, dopravní prostředky, minerální ložiska. Finanční aktiva jsou práva na výnosy z reálných aktiv. Jsou to zejména bankovní vklady a cenné papíry (akcie, dluhopisy).
- Aktivum, které přináší výnos permanentně, nazýváme *perpetuita*. Aktivum, které přináší výnos jen po určité době, nazýváme *anuita*.
- Náklady, za které bylo reálné aktivum vyrobeno, nemají vliv na jeho cenu. Ta závisí pouze na očekávaných výnosech aktiva a na úrokové míře.
- *Míra výnosu* aktiva je podíl výnosu a tržní ceny aktiva. Počítáme-li míru výnosu aktiva proto, abychom ji porovnali s jinými investičními příležitostmi, musíme výnos vztáhnout k jeho dnešní ceně.
- Na trzích se prosazuje tendence ke sblížení měr výnosů z aktiv. Pokud se aktiva neliší rizikovostí, pak míry jejich výnosu jsou dlouhodobě stejné a mají tendenci se přibližovat úrokové míře z bankovních vkladů.
- Rozhodování investora je ovlivněno dvěma kritérii – mírou očekávaného výnosu a mírou rizika. Aktiva s vyšší mírou rizika mají vyšší míru očekávaného výnosu, protože vyšší míra rizika snižuje jejich cenu.
- *Morální hazard* může vzniknout, když investor investuje cizí peníze, podílí se na zisku z investice, ale nenese přitom plně riziko ztráty. V tom případě má tendenci upřednostnit rizikovější investice, i když jsou (z hlediska porovnání rizika a výnosu) pro majitele kapitálu méně výhodné.
- V bankovním sektoru může být morální hazard bank způsoben zárukami státu za jejich ztráty. Záruky státu totiž snímají z banky velkou část odpovědnosti za případné ztráty z rizikovějších půjček a investic.
- Podstatou podnikatelské aktivity je hledání *mezer na trhu* a jejich zaplnění. Hlavní typy podnikatelských aktivit jsou *arbitráže* a *inovace*.
- *Arbitráž* znamená hledání nových levných trhů surovin nebo pracovních sil a hledání nových drahých trhů výrobků a služeb. *Inovace* znamená uvádění na trh nových výrobků, služeb nebo výrobních postupů.
- Podnikání má prostor jen na nedokonale konkurenčních trzích, kde jsou neúplné informace. Podnikatel získává informace na trzích, vyhledává ziskové příležitosti a zaplňuje mezery na trhu, čímž snižuje nedokonalost trhů.
- Stát však někdy nedává podnikání šanci a pokouší se sám zaplnit tyto mezery. Tím mizí ziskové příležitosti pro podnikatele.

Klíčové pojmy

Aktivum · reálné aktivum · finanční aktivum · perpetuita · anuita · cena aktiva · očekávaný výnos z aktiva · dnešní hodnota budoucích výnosů · míra výnosu · míra rizika · portfolio · morální hazard · podnikatel · mezera na trhu · inovace.