

**Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

Rigorózní práce

2007

Ladislav Frúhauf

**Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

RIGORÓZNÍ PRÁCE

Finanční zprostředkovatelé

Vypracoval: Ladislav Frúhauf

Vedoucí: Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc.

Akademický rok: 2006/2007

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem rigorózní práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 28. 6. 2007

.....

ABSTRAKT:

Tato rigorózní práce se zabývá tématem finančních zprostředkovatelů. Ti jsou specializovaní agenti, kteří vstupují mezi investory a zapůjčitele na finančních trzích a svojí činností umožňují a usnadňují výměnu finančních aktiv. Jejich aktivita zvyšuje míru úspor a efektivitu alokace investic a tím tedy přispívají k vyššímu hospodářskému růstu.

V modelu kompletních trhů jejich činnost nepřináší žádný reálný efekt. Klasické teorie vysvětlující jejich existenci potom vnímají jejich funkci jako překonávání tržních nedokonalostí a soustředí se na informační asymetrie, transakční náklady a regulační omezení. Tyto nedokonalosti se postupně zmenšují, ale význam zprostředkovatelů významně roste. Klasické teorie již tedy zřejmě nejsou schopny dostatečně vysvětlit současný vývoj. V práci je popsáno několik alternativních přístupů ke zkoumání finančních zprostředkovatelů.

ABSTRACT:

This thesis deals with the topic of financial intermediaries. These are specialized agents that enter between investors and borrowers on financial markets and facilitate the exchange of financial assets. Their activity increases savings rate and improves effectivity of allocation of resources and thus has a positive effect on economic growth.

Financial intermediaries create no real value in the model of complete markets. Classic theories see their role as alleviating market imperfections and center around informational asymmetries, transaction costs and regulatory barriers. These imperfections diminish over time but intermediaries gain on importance. Classic theories seem not to provide sufficient explanation of current development. Several new approaches to the functioning of financial intermediaries are described in this thesis.

Obsah

Obsah	1
1. Úvod.....	2
2. Finanční trhy	5
2.1 Funkce finančních trhů	6
2.2 Vztah finančních trhů a ekonomického růstu	10
2.3 Rizika na finančních trzích	16
2.4 Dělení finančních trhů.....	18
3. Finanční zprostředkovatelé	26
3.1 Teoretická východiska zkoumání finančních zprostředkovatelů.....	28
3.2 Druhy finančních zprostředkovatelů.....	33
3.3 Vlastnická struktura finančních zprostředkovatelů.....	36
3.4 Funkce finančních zprostředkovatelů	40
4. Kritika klasické teorie finančních zprostředkovatelů	51
4.1 Řízení rizik finančními zprostředkovateli.....	57
4.1.1 Motivace k řízení rizik	58
4.1.2 Role zprostředkovatelů v řízení rizik.....	61
4.2 Náklady participace	67
4.3 Nový pohled na finanční zprostředkování	70
5. Závěr	75
Použitá literatura:	80

*„It is fashionable these days to
speak of the growing
institutionalization of saving
and investment.
Rapid advances in recent years
by pension funds, open-end
investment companies, credit
unions and savings and loans
associations, among others,
have caught our eye...“*

Gurley, J. G., Shaw, E. S., 1956¹

1. Úvod

Finanční zprostředkovatelé jsou instituce, firmy nebo jednotlivci, kteří usnadňují výměnu finančních aktiv mezi dvěma nebo více stranami. V nejběžnějším případě je pojmem finanční zprostředkovatel označována instituce, která umožňuje nepřímou výměnu finančních prostředků mezi zapůjčovatelí a dlužníky. Svoji aktivitou zajišťují řádnou, rychlou a efektivní

¹ Úvodní dvě věty z jednoho z prvních přehledů teorie finančního zprostředkování a dodnes často citované práce Gurley, Shaw (1956) ukazuje, že rychlý vývoj v oboru finančního zprostředkování a proces institucionalizace úspor byl intenzivně vnímán již před více než padesáti lety sejně jako v současnosti.

funkčnost finančních trhů.² Stabilní a efektivní finanční trhy jsou zásadní nejen pro růst ekonomiky, ale také pro pouhou její funkčnost v delším období.

Globální finanční systém v současnosti obepíná celý svět sítí neviditelných finančních toků a vzájemných vztahů. Jednotky celého systému jsou finanční trhy, které se dají chápat jako ekonomické křižovatky, kde se setkávají prodávající a kupující, a udržují tak křehkou stabilitu poptávky a nabídky. Nárůst korporátní formy organizace obchodních společností a obecně externího financování firem vytvořil obrovskou nabídku investičních instrumentů a tím přímý podnět pro rozvoj finančních trhů.

Finanční systémy pak zejména za posledních několik let prošly ve většině zemí dramatickou změnou. Finanční trhy rostly ohromnou rychlostí nejen v objemu tržní kapitalizace, ale i podle objemu obchodů a mnoha jiných myslitelných kritérií.³ Mimo to došlo a dochází k živelnému vývoji finančních inovací, což přináší nové produkty a možnosti pro účastníky těchto trhů. Spolu s tím dochází k přesunu od přímé účasti jednotlivců na finančních trzích k participaci skrze finanční zprostředkovatele. Navíc došlo k zásadnímu posunu v tržním podílu a důležitosti mezi jednotlivými typy finančních zprostředkovatelů.

² Specifika finančních trhů bez finančních zprostředkovatelů a srovnání s trhy se zprostředkovateli jsou popsány např. v: Saunders, Millon Cornett (2006) str. 4 – 5.

³ Například mezi roky 1993 a 2003 rostl celkový objem celosvětových finančních aktiv průměrným tempem 8,4 % za rok. Na konci roku 2003 tato suma činila 118 bilionů amerických dolarů a do konce roku 2010 by toto číslo mělo překročit 200 bilionů. Viz McKinsey (2005) str. 43 – 50. Podle statistik Standard & Poor's došlo v USA v období mezi lety 1990 a 2005 k nárůstu poměru tržní kapitalizace akciových trhů a HDP z 53 % na 136 % a v objemu zobchodovaných akcií k HDP z 30 % na 172 %.

Tento vývoj je provázen nebývalým rozvojem specializovaných agentů – finančních zprostředkovatelů. Klasické teorie jejich funkce vnímají převážně jako překonávání tržních nedokonalostí. Ty ale v posledních desetiletích klesaly. Tyto protichůdné vývoje nabízejí dvě hypotézy pro tuto práci:

Je otázkou, zda tradiční teorie, popisující finanční zprostředkovatele, dostatečně vysvětlují současný stav.

A následně, existují nějaká alternativní vysvětlení rozvoje finančních zprostředkovatelů na světových trzích?

Tato práce je členěna následujícím způsobem. V kapitole 2 jsou popsány základní vlastnosti, funkce a typy finančních trhů. Důraz je kladen zejména na prozkoumání vztahu rozvoje finančních trhů a ekonomického růstu. Ve třetí kapitole jsou popsány jednotlivé typy finančních zprostředkovatelů a jejich funkce na finančních trzích. Dále jsou zde podrobně rozebrány klasické teorie zkoumající důvody existence těchto specializovaných agentů, které jsou založeny zejména na transakčních nákladech a informačních asymetriích.

V kapitole 4 jsou zkoumány trendy v odvětví finančního zprostředkování v posledních dekadách. Tato zjištění ale nejsou v souladu s klasickými teoriemi. Prostor je tedy věnován alternativním vysvětlením funkcí zprostředkovatelů. Kapitola 5 potom obsahuje závěrečné poznámky a postřehy k popisovaným teoriím a nastiňuje budoucí možný vývoj v tomto odvětví a navrhuje případné další oblasti zkoumání.

2. Finanční trhy

Finanční trhy jsou spolu s trhy fyzického kapitálu a trhy práce označovány jako trhy výrobních faktorů a jejich funkčnost zásadně ovlivňuje výkon celé ekonomiky. Samotné finanční trhy jsou systémy institucí a vztahů, kde se setkává poptávka a nabídka peněz a umožňují tak vznik dobrovolných obchodů mezi jednotlivými účastníky.⁴ Zmíněné instituce a vztahy mohou mít širokou škálu různých podob od velkých neorganizovaných sítí až po regulované a precizně strukturované trhy, kterými jsou například trhy s různými finančními deriváty.

V každé rozvinuté ekonomice jsou totiž organizace a jednotlivci, jejichž současné příjmy jsou vyšší, než kolik potřebují ke krytí současné spotřeby. Kladný rozdíl mezi současným příjmem a spotřebou se pak nazývá úsporami. Ty mohou být použity k nákupu reálných aktiv, jako jsou stroje, budovy nebo vybavení pro výrobu. Nicméně existují subjekty, které uspoří stále více, než spotřebují na fyzický kapitál, nebo vůbec žádný fyzický kapitál sami nenakupují. Tímto způsobem vzniká finanční přebytek, který je volný k zapůjčení.⁵

⁴ V odborných textech (např.: Bodie, Z., Merton, R. C. (2000)) se také používá označení „finanční systém“, které zahrnuje množinu finančních trhů, jednotlivce a organizace, kteří na trzích obchodují, regulační orgány a také platební a clearingový systém. Součástí finančního systému jsou pak tedy i finanční zprostředkovatelé. Konečnými uživateli těchto systémů jsou pak lidé a firmy, kteří chtějí investovat a půjčovat si finanční prostředky. Pojem finanční systém se tak překrývá s pojetím finančního trhu v širším smyslu.

⁵ Subjekt navíc může zapůjčovat více, než činí jeho finanční přebytek, protože může být současně věřitelem i zapůjčovatelem.

Na druhé straně existují osoby, společnosti anebo vládní organizace, které plánují vyšší spotřebu zejména investičních nebo dlouhodobých aktiv než je jejich příjem v určitém období. Toto může být uskutečněno pouze výběrem minulých vlastních úspor nebo právě vypůjčením od jiných subjektů. Nezastupitelnost finančních trhů pro celou ekonomiku pak spočívá v jejich základní funkci, kterou je přesun finančních prostředků od těch subjektů, které jich mají momentální přebytek a nemají pro ně jiné produktivní využití, k těm, kteří jich mají momentální nedostatek a jsou schopni a ochotni je efektivně použít.

Finanční trhy se vyvíjely s historií lidstva po velmi dlouhou dobu a jejich zrod se dá velmi těžko spojit s nějakým časem a místem. Modernější formy finančních trhů je možno vystopovat do poloviny 12. století, kdy Ludvík VII. ustanovil „changeurs“ na Pont du Change v Paříži, kteří zde začali obchodovat s cizími směnkami. Poté se finančnímu zprostředkování začala věnovat velká italská města, dále pak zejména v 15. a 16. století Bruggy a Antverpy. Postupně se pak finanční trhy dostávají do většiny evropských a světových center a začínají hrát velmi důležitou roli jak na regionální, tak i mezinárodní úrovni.⁶

2.1 Funkce finančních trhů

Základní funkcí finančních trhů tedy je shromažďování volných finančních prostředků a jejich následná alokace tam, kde je pro ně

⁶ Podrobný přehled historie rozvoje finančních trhů nabízí například Kindleberger (1993) anebo novější vývoj potom ve Flandreu (2003). Velmi zajímavý přehled počátků bankovníctví je také k nalezení v Hoover (1974). Ve zkrácenější a přístupnější formě pak Allen, L. (2001) a zejména potom kapitola 2.

nejefektivnější využití.⁷ Finanční trhy dále poskytují obchodní mechanismy, které zajišťují výměnu informací mezi potencionálními partnery a tím podporují vznik obchodů a dohod mezi jednotlivými účastníky trhu. Na to navazuje správné vykonání dohodnutých smluv, kterým se rozumí nejen vypořádání obchodu ale i následný transfer vlastnických práv. V neposlední řadě patří mezi funkce finančních trhů rozšiřování a sdílení informací a tím podpora odhalování cen jednotlivých aktiv.⁸

Funkce finančních trhů jsou přímo nebo nepřímo vykonávány jejich účastníky, kteří se dají rozdělit do třech základních skupin. Prvními jsou investoři, kteří jsou konečnými vlastníky obchodovaných aktiv. Těmi mohou být jednotlivci, obchodní společnosti a finanční společnosti, které nejsou jinak součástí systému. Druhou skupinu potom tvoří vypůjčovatelé zdrojů. Dále na trzích působí brokeri, kteří působí jako agenti pro investory a jejich odměnou jsou obvykle obchodní poplatky. Poslední skupinu tvoří dealeři, kteří obchodují na vlastní účet a jejich zisk pochází z obchodování samotného. Dalším významným činitelem na finančních trzích jsou státní orgány, které vytvářejí pravidla a vynucují jejich dodržování.⁹

⁷ Podobně definuje Merton (1995) primární funkci finančního systému jako zajištění alokace a rozmístění zdrojů v čase a prostoru v prostředí nejistoty.

⁸ Např. Crane et al. (1995) na str. 5 – 33 definuje a detailněji popisuje tyto funkce jako poskytování: (i) clearingového systému a vypořádání plateb k zajištění obchodů, (ii) mechanismů k slučování zdrojů a rozdělování podílů v různých podnicích a projektech, (iii) možností transferu ekonomických zdrojů v čase a mezi místy a obory, (iv) způsobů řízení rizik, (v) poskytování informací v podobě cen ke koordinaci decentralizovaného rozhodování v rozdílných oblastech ekonomiky a (vi) možností řešení problémů s motivací (incentive problems), které vznikají, když jedna strana transakce má úplnější informace než druhá anebo když jedna strana působí jako agent pro druhou.

⁹ Teorii regulace finančních trhů se věnuje např. Bhattacharya, Boot, Thakor (2004) Part IV. Detailní přehled relevantní literatury potom obsahuje Allen, Gale (2001) Section 7.

Účastí na finančních trzích se rozumí hmotně motivovaná směna konečných účastníků finančních prostředků ve všech jejich rozličných formách. Jedním je majitel peněz, který se stává jejich zapůjčením věřitelem anebo také finančním investorem¹⁰. Své prostředky prodává vypůjčovateli, který nemá dostatečný vlastní kapitál¹¹ k realizaci svých plánovaných investic. Vypůjčené prostředky se pro vypůjčovatele stávají pasivy a ten je využije podle svého investičního záměru s cílem dosažení zisku. Nákladem investora je úrok, který musí nabídnout vypůjčovateli, aby pro něho učinil takový obchod atraktivním.¹²

Na druhé straně stojí investor, jehož zájmem je maximalizovat výnos, minimalizovat riziko a udržovat potřebnou likviditu. Výnosem pro něho bývá právě úrok nebo vyplacená dividenda a případně realizovaný rozdíl v ceně při prodeji investičního instrumentu. Jakýkoli zmíněný druh výnosu představuje kompenzaci věřiteli za to, že se po určitou dobu zdržuje možnosti nakládat se svými prostředky.

¹⁰ Na finančních trzích se vyskytuje mnoho různých druhů investorů. Konečnými investory jsou domácnosti a firmy, ale ty jsou, jak bude dále popsáno, často reprezentovány nějakým typem finančního zprostředkovatele. Dohromady je tedy možno se na finančních trzích setkat s následujícími typy investorů: (i) domácnosti nebo firmy, které investují přímo a tvoří nepříliš významnou skupinu (ne tak vzhledem k své velikosti, jako spíše pasivitě), (ii) portfolio investoři, což jsou zejména klasičtí finanční zprostředkovatelé (viz dále), (iii) private equity a venture kapitálové fondy (možno chápat jako novější typ finančních zprostředkovatelů), a (iv) strategičtí investoři, kteří jsou také aktivními aktéry, ale nefungují jako finanční zprostředkovatelé.

¹¹ Existuje mnoho definic kapitálu a v obecné verzi je velmi vágní. Snad nejširší říká, že kapitál je cokoliv (obvykle mimo pozemků), co má nějakou hodnotu. Další označuje kapitálem materiální, finanční nebo intelektuální bohatství použitelné pro výrobu dalších statků. Jílek (1999) na str. 41 definuje kapitál v širokém pojetí jako: „... výrobní faktor, jehož výnosem je zisk nebo úrok“ a „Kapitálem obecně nazýváme vyprodukované hodnoty, s jejichž pomocí mohou být produkovány jiné hodnoty“. V tomto textu je dále jako kapitál chápán ve své likvidnější podobě, tedy ve formě peněz nebo jiných finančních aktiv, které mohou být obchodovány na finančních trzích. Finanční kapitál potom Jílek (1999) definuje jako takový, který vynáší majiteli úrok.

¹² Z toho vyplývá, že bez změny ostatních skutečností klesá nabídka investičních příležitostí s rostoucím požadovaným výnosem.

Střet nabídky a poptávky po penězích určuje výši úroku.¹³ Ta ale spolu s dalšími faktory zpětně působí na nabídku a poptávku po penězích. Pokud roste výše úroku, subjekty v ekonomice *ceteris paribus* preferují spoření před spotřebou a roste tím jejich míra úspor. Ve stejné situaci zapůjčovatelé snižují svoji poptávku po volných prostředcích, protože rizikové prémie z realizovaných investic klesají.¹⁴ Pokud se zvýší množství peněz v ekonomice, dojde k poklesu jejich ceny a tedy k poklesu úrokových měr.

Můžeme tedy shrnout, že na finančních trzích se střetávají investoři a věřitelé, kteří směňují svoje finanční aktiva. Jejich společným zájmem je minimalizovat rizika a transakční náklady spojené s těmito obchody. Jejich zájmy se rozcházejí ve výši výnosu, který si investoři přejí realizovat co nejvyšší a zapůjčovatelé co nejnižší. Rozdílné zájmy panují také v míře likvidity, kdy se zapůjčovatelé snaží o co nejdelší dobu trvání půjčky a naopak investoři preferují co nejlikvidnější investice.

¹³ Existuje mnoho teorií, které vysvětlují, jak dochází ke stanovení výše úroku. Zmíněná teze vychází z neoklasické teorie úrokové míry, na kterou navazuje teorie zapůjčitelných (*loanable funds*, někdy v české literatuře také jako zápujční fondy) fondů. Ta říká, že výše reálného úroku je stanovena na základě střetu poptávky po půjčkách a nabídkou úspor v daném období. Podle této teorie jsou zásadními faktory ovlivňujícími výši reálného úroku mezní produktivita kapitálu na straně poptávky a ochota potenciálních zapůjčitelů odložit svoji spotřebu v čase. Naopak podle teorie preference likvidity jsou úrokové míry určovány na základě poptávky a nabídky peněz. Existuje několik dalších teorií, které rozvíjejí nebo kombinují dvě již zmíněné. Nicméně existuje mnoho faktorů, které zřejmě mají vliv na výši nominálních úrokových sazeb. Těmi jsou myšleny zejména: mezní produktivita kapitálu, časová preference spotřeby, důvěra ekonomických subjektů, celkový stav dané ekonomiky a propojených ekonomik, očekávání budoucích změn cen finančních aktiv, výkonnosti ekonomiky, úrokových měr a směnných kurzů, dále míra inflace, její volatilita a očekávání jejich budoucích hodnot, krátkodobé úrokové sazby centrálních bank, míra soutěže mezi ekonomickými subjekty, mezinárodní mobilita kapitálu a změny ve vnímání rizika v dané zemi. Více o teorii úroku obsahuje např. Howells, Bain (2000) kapitola 7, Bodie, Merton (2000) str. 36–49 a dále ještě detailněji Kidwell et al. (2006) na str. 85–165.

¹⁴ Detailní popis faktorů ovlivňujících výši požadované míry výnosnosti investičních instrumentů obsahuje např. Reilly, Brown (2006) str. 17–24.

2.2 Vztah finančních trhů a ekonomického růstu

Mezi ekonomy panují překvapivě rozdílné názory na velikost vlivu finančních trhů na hospodářský růst. Tato debata se objevuje už v 19. století, kdy Walter Bagehot popisuje, jak důležitou roli hrál finanční sektor při podnícení industrializace v Anglii mobilizací kapitálu pro ohromné úkoly.¹⁵ Později Schumpeter (1912) tvrdí, že náležitě fungující banky urychlují technologickou inovaci. Je tomu podle něj tak, protože vyhledávají a financují podnikatele, kteří mají nejvyšší šanci úspěšně implementovat inovativní výrobní procesy a vyrábět moderní produkty.

Na druhou stranu například Joan Robinson¹⁶ tvrdí, že finance teprve následují podnikání. Tento výrok tedy reprezentuje zcela opačný pohled, že hospodářský rozvoj vytváří poptávku po finančních službách a finanční trh se

¹⁵ Bagehot (1873) v kapitole I.6 píše: „At this moment, in colonies and all rude countries, there is no large sum of transferable money; there is no fund from which you can borrow, and out of which you can make *immense works*. Taking the world as a whole – either now or in the past – it is certain that in poor states there is no spare money for new and great undertakings, and that in most rich states the money is too scattered, and clings too close to the hands of the owners, to be often obtainable in large quantities for new purposes. A place like Lombard Street, where in all but the rarest times money can be always obtained upon good security or upon decent prospects of probable gain, is a luxury which no country has ever enjoyed with even comparable equality before.“

Ještě před ním Britský premiér William Gladstone v roce 1858 pronáší svůj známý citát o důležitosti finančního trhu pro hospodářství: “Finance is, as it were, the stomach of the country, from which all the other organs take their tone”. Viz Matthew (1995).

¹⁶ Robinson (1952) v části *The Generalisation of the General Theory* na str. 86. uvádí: „By and large, ... where enterprise leads, finance follows“.

následně pouze přizpůsobuje. Podobně Robert Lucas¹⁷ tvrdí, že ekonomové příliš zveličují roli finančních faktorů pro ekonomický růst. A dále také existuje mnoho vědců, kteří tento vztah úplně ignorují.

Velké množství empirického výzkumu z poslední doby ale napovídá, že skutečně existuje pozitivní příčinný vztah mezi finančním rozvojem a hospodářským růstem. Je možné tvrdit, že většina ekonomů vnímá rozvoj finančních trhů a institucí jako neoddelitelnou součást růstového procesu a mizí názory, že jde jen o bezvýznamný vedlejší efekt pasivně následující hospodářský rozvoj a industrializaci. Většina těchto empirických výzkumů dokazuje pozitivní vztah mezi rozvojem finančních trhů a ekonomickým růstem, ale otázka kauzality stále zůstává v mnoha případech předmětem debat.

Dokonce existují výzkumy, které naznačují, že míra finančního rozvoje je dobrým znamením míry budoucí akumulace kapitálu, technologického pokroku a také samotného ekonomického růstu.¹⁸ Také byly nalezeny rozdíly s ohledem na vyspělost ekonomiky s tím, že čím vyšší je průměrný příjem obyvatele, tím nižší je důležitost finančních trhů. Dále byla zjištěna značná regionální různorodost tohoto vztahu, což je dáváno do souvislosti s různou mírou a kvalitou regulace finančních trhů a státních zásahů.

Tohoto tématu se týká jeden z nejnovějších empirických průzkumů de Serres et al. (2006). Ten zahrnuje země OECD a zaměřuje se na rozdíly mezi jednotlivými zeměmi v růstu odvětví, která jsou více závislá na externím financování, a regulatorními překážkami na finančních trzích. Těmi jsou v

¹⁷ Lucas (1988) na str. 6 píše: „In general, I believe that the importance of financial matters is very badly over-stressed in popular and even much professional discussion and so am not inclined to be apologetic for going to the other extreme”.

¹⁸ Přehled velkého počtu výzkumných prací na toto téma obsahuje například: Rajan, Zingales (2001) anebo Trew (2006).

oblasti bank zejména bariéry vstupu (pro domácí i zahraniční subjekty), složitá pravidla podnikání a podíl státního vlastnictví. Dále je to nesnadný přístup k úvěrům, nedostatečná ochrana investorů a složité procedury bankrotu. Bylo zjištěno, že míra regulace finančních trhů má signifikantní vliv na růst výkonu a produktivity firem ve zmíněných odvětvích. Dále byl prokázán vliv na možnost vstupu do těchto odvětví a tedy míry soutěže.¹⁹ Důvodem je fakt, že firmy, které působí v zemích s pro-konkurenčnější regulací finančních trhů, mohou více využívat externí zdroje.

Již dlouho je mezi vědci debatovány rozdíly v efektivitě mezi finančními systémy založenými primárně na přímé participaci na trzích (market-based) a se zprostředkovanou účastí (bank-based). Existují práce, které naznačují, že bankovní systém je efektivnější v mobilizaci úspor, alokaci kapitálu a vykonávání dohledu zejména v ranných fázích ekonomického rozvoje anebo v prostředí slabšího institucionálního rámce. Podle jiných ale systém s přímým přístupem na trhy přináší větší míru finančních inovací a stimuluje dlouhodobý hospodářský růst. Přehled těchto názorů a empirický výzkum na toto téma poskytuje: Levine (2000). Podle výsledků této práce příliš nelze rozlišovat mezi těmito systémy²⁰ a už vůbec hodnotit, který z nich více

¹⁹ Vedlejším výsledkem této práce je potom zjištění, že sledované země poněkud divergují v míře regulace svých trhů. Byla nalezena zvyšující se variace v míře faktorů ovlivňujících konkurenci na trzích a striktnosti regulace oproti počátku průzkumu v roce 1994. Dále byla nalezena nízká míra soutěže v některých zemích zejména na retailových trzích. Země s vyšší mírou soutěže nezaznamenaly v posledních dekadách nestabilitu, a tedy toto nebezpečí jen stěží může sloužit jako opodstatnění regulace zabraňující konkurenci.

²⁰ Zajímavé teoretické srovnání nabízí například Monnet, Quintin (2006). Autoři zkoumají tyto rozdíly zejména mezi USA a Německem a tvrdí, že tyto rozdíly ve finanční struktuře přetrvávají i poté, co fundamentální vlastnosti systému a legální rámce se už příliš neliší. Je tomu tak zejména kvůli dříve vynaloženým nákladům na budování každého typu systému, který dále ve své zemi poskytuje efektivnější cestu financování.

podněcuje ekonomický rozvoj. Spíše jako důležitý faktor dlouhodobého růstu identifikuje kvalitu právního prostředí a možnost vynucování práv.

Jako podněty ke vzniku finančních trhů a s nimi následně také finančních zprostředkovatelů jsou obvykle uváděny náklady spojené se získáváním informací, vynucování kontraktů a tvorbou kontraktů. Efektivnost finančních trhů pak může zásadně ovlivnit objem a povahu investic, což je podstatný faktor hospodářského růstu.²¹ Dále finanční trhy alokují kapitál do odvětví, která se nejrychleji rozvíjejí, a rychlost tohoto procesu se odvíjí právě od efektivnosti finančního systému.

V zásadě existují dvě větve ekonomických teorií, které vysvětlují tento vztah. V tradičních teoriích růstu je tento efekt přechodný, protože trvá pouze po dobu přechodu do stálého stavu růstu.²² Efektivita finančního systému by tedy nemohla ovlivnit dlouhodobou míru růstu, ale mohla by mít permanentní efekt na dlouhodobou hladinu produktu.

²¹ Například vyšší likvidita a větší důvěra ve vynutitelnost smluv motivují investory k vyšší míře úspor. Dále manažeři firem čerpajících úvěry se budou díky efektivnějšímu pohybu informací pohybovat v transparentnějším prostředí a změni alokaci získaných fondů. Proto tedy platí, že finanční trhy ovlivňují prostorovou a časovou alokaci kapitálu.

²² Podle neoklasických modelů hospodářského růstu je míra růstu výstupu ve stálém stavu závislá na růstu populace a exogenních proměnných technologického pokroku. Produkt na obyvatele ve stálém stavu je potom určen mírou úspor, parametry produkční funkce, mírou depreciační fyzického kapitálu a mírou růstu populace. Pokud zanedbáme technologický pokrok, je produkt na obyvatele ve stálém stavu neměnný. K nárůstu může potom dojít se zvýšením míry úspor, což vede k novému stálému stavu s vyšší úrovní výstupu na obyvatele. Růstový efekt finančních trhů v podobě vyšší míry úspor má tedy dočasný vliv v přechodové fázi, kdy roste produkt na obyvatele, do doby než ekonomika docílí nového rovnovážného stavu.

Druhá skupina takzvaných nových teorií růstu dále rozvíjí myšlenku konstantních nebo rostoucích výnosů z kapitálu.²³ V tomto případě může ekonomika růst dlouhodobě měrou, která převyšuje tempo růstu populace a technologického růstu.²⁴ Finanční trhy potom ovlivňují tento růst zejména skrze tři základní faktory.

Prvním je zvyšování průměrné produktivity kapitálu. Jak již bylo zmíněno dříve, jednou z hlavních funkcí finančního systému je přenos zdrojů od přebytkových k deficitním jednotkám. Během tohoto procesu dochází ke sběru a odkrývání informací, vyhodnocování a soutěži jednotlivých projektů a dále také monitorování dlužníků. Tím dochází ke zvyšování produktivity investovaného kapitálu. Mimo toho si jednotlivci mohou dovolit investovat rizikovějších a zároveň více produktivnějších produktů, protože finanční systém nabízí možnosti sdílení rizika.²⁵

Druhým faktorem je samotný proces finančního zprostředkování, které spotřebovává reálné zdroje, které by jinak mohly být investovány v reálné ekonomice a jsou spotřebovány v procesu zprostředkování. Ty jsou jednak odměnou za poskytnuté služby ale také mohou být odrazem určité neefektivity

²³ Zde je kapitál vnímán v širším smyslu obecně reprodukovatelných zdrojů, kam patří mimo fyzického i lidský kapitál. Existuje několik důvodů, proč mohou být výnosy těchto zdrojů na agregátní úrovni neklesající. Týkají se zejména pozitivních externalit a vedlejších efektů v procesu produkce. Jako příklad může posloužit firma, která při zvýšení svojí zásoby fyzického kapitálu se zároveň naučí produkovat efektivněji. To má kladný efekt na lidský kapitál, z čehož mohou následně těžit i ostatní firmy. Zásoba vědomostí může být vnímána jako veřejný statek a ten je zvětšován, pokud firma investuje. Výnosy na agregátní úrovni tak mohou být konstantní nebo dokonce rostoucí, přestože na úrovni jedné firmy jsou klesající.

²⁴ Potom růst výstupu na obyvatele ve stálém stavu je kladně závislý na podílu zdrojů vynaložených na akumulaci kapitálu a průměrnému produktu kapitálu. Negativně potom závisí na míře depreciace kapitálu.

²⁵ K tomuto více obsahuje poznámka č. 85.

zprostředkování.²⁶ Neefektivní finanční systém ale znamená vyšší náklady při shromažďování a alokaci zdrojů, které jsou přeneseny na dlužníky a zapůjčovatele ve formě nižších úrokových měr v případě vkladů a vyšších u zapůjčování a dalších poplatků a provizí. Tedy zvýšení efektivity finančního systému pravděpodobně povede k dlouhotrvajícímu efektu na míru růstu i ve stálém stavu.

Třetím faktorem je samotná mobilizace úspor, které představují zdroje věnované akumulaci kapitálu. Za předpokladu neklesajících výnosů kapitálu (v širším smyslu) finanční systém umožňuje permanentně zvýšit míru růstu produktu na obyvatele. Tento faktor je ale ze všech tří nejvíc nejednoznačný, protože finanční rozvoj nemusí automaticky přinášet zvyšování úspor.²⁷ Přesto ale platí, že mechanismy trhu umožňují snižovat transakční náklady a informační asymetrie jednotlivců, což přímo vede k zvýšení investic a dále financovat velké projekty, které by jinak byly nedostupné.

Existuje ale také několik argumentů, které naznačují, že rozvoj finančních trhů může podkopávat hospodářský růst. Mimo efektů zmíněných v předchozím odstavci je například zmiňován problém s dělitelností investic.

²⁶ Příčiny nižší efektivity mohou být jednak technické jako například zastaralé technologie, nekvalitní interní systémy řízení anebo jiné rigidity anebo. Dále je sem možno počítat regulatorní a byrokratická omezení, které vyústí v oligopolní tržní strukturu, anebo příliš vysoké požadavky na povinné minimální rezervy u vkladů. Zároveň je ale může způsobovat nedostatek lidského kapitálu anebo nedostatečně vzdělaný a vyškolený personál. Náprava tohoto stavu je zřejmá a jde o zajištění nápravy všech faktorů, které mohou zefektivnit systém finančního zprostředkování. Mimo jiné sem spadá implementace moderních technologií, zlepšení tréninku zaměstnanců anebo odstranění byrokratických a regulatorních překážek. Dále je samozřejmě nutnou podmínkou zajištění zdravé konkurence v odvětví.

²⁷ Například v případě zvýšení výnosové míry při stejném úrovní rizika zde působí totiž mimo substitučního i důchodový efekt. Druhým příkladem je zavedení možnosti pojištění zdravotního rizika, které má obvykle za následek pokles celkové míry preventivního spoření.

Pokud si totiž jednotliví agenti nemohou půjčit přesně požadované množství, bude agregátní objem investic vyšší než v případě perfektních kapitálových trhů. Dále, pokud si domácnosti nemohou snadno půjčit s ohledem na své budoucí příjmy, toto likviditní omezení povede k vyšším úsporám. Oba tyto případy vyššího objemu investic vedou podle zmíněných nových teorií k vyššímu růstu ekonomiky.

V předchozích odstavcích byly shrnuty základní pohledy na vztah finančních trhů a reálné ekonomiky. Jako rozumné se zdá tvrzení, že do určité míry mohou působit všechny zmíněné faktory současně i proti sobě. Dále je možné tvrdit, že podle zmíněných relevantních teorií a množství provedených empirických výzkumů existuje kladná příčinná souvislost mezi rozvojem finančních trhů a růstem ekonomiky. Důkladný rozbor tohoto tématu dále obsahuje např. Deabes (2004), Levine (2004)²⁸ nebo Lawrence (2006).

2.3 Rizika na finančních trzích

Úrok, který platí věřitel investorovi, není pouze odměnou za odloženou spotřebu, ale také kompenzací za některá rizika spojená s investicí.²⁹ Hlavním rizikem je obvykle riziko nesplacení závazků zapůjčitele věřitelovi.

²⁸ Levine (2004) v sekci 2 rozděluje funkce finančního systému na: (i) produkci informací ex ante o dostupných investicích a možnostech alokace kapitálu, (ii) monitorování investic a výkon corporate governance po poskytnutí zdrojů, (iii) zajištění obchodu, diverzifikace a managementu rizik, (iv) mobilizace a shromažďování úspor a (v) usnadnění směny zboží a služeb. U každé z těchto funkcí je proveden detailní rozbor jejího rozvoje a vztahu k ekonomickému růstu a dále ke každé z nich uvádí velké množství dostupné teoretické i empirické literatury.

²⁹ Běžně se používá termín požadovaná míra výnosnosti (Required Rate of Return, RRR). Ta obsahuje následující složky: 1) reálná výnosová míra (viz teorie úroku výše), 2) očekávaná inflace a 3) prémie za riziko (viz dále).

Z tohoto důvodu je běžné, že existuje široké rozpětí nominálních úrokových měr. S nejnižším úrokem je obvykle možné se setkat u dluhopisů stabilních a vyspělých států, protože ty přinášejí nejnižší riziko nesplacení. Na druhou stranu vysoký úrok musí vyplácet společnosti, které mají krátkou historii nebo podnikají v nejistém prostředí, aby kompenzovaly investorům právě zvýšené riziko nesplacení pohledávky.

Předchozí odstavec popisuje riziko úpadku (default risk, credit risk), které ale není jediným rizikem, s nímž jsou investice na finančních trzích spojeny.³⁰ Mezi další patří riziko plynoucí ze změny úrokových měr (úrokové riziko). Pokud totiž dojde v průběhu trvání investice ke zvýšení úrokových měr, může se původní investice stát relativně méně výhodnou. S tímto rizikem souvisí takzvané inflační riziko, které hrozí při vysoké a volatilní míře inflace.

Podnikatelské riziko označuje možnost problémů určitých odvětví nebo jednotlivých firem. Finanční riziko určité společnosti se odvíjí od míry financování cizím kapitálem. Riziko likvidity představuje možnost splacení investice v delším než předpokládaném časovém horizontu. Tržní riziko

³⁰ Odborná literatura obsahuje i jiné přístupy k popisu a klasifikaci rizik spojených s účastí na finančních trzích. Jedním ze způsobů je označení kvalitativních vlastností investice pojmem likvidita, která je chápána ve velmi širokém smyslu. Ta pak má tři rozměry: 1) čas (likvidita v užším smyslu) – rychlost, s jakou může být aktivum případně převedeno na peníze, 2) riziko – suma rizik spojených s investicí, 3) náklad – cena spojená s uskutečněním směny finančního aktiva.

Obecně však není riziko chápáno jako složka likvidity, ale spíše naopak, kdy se pak hovoří o likviditním riziku neboli riziku likvidity (liquidity risk). Toto se shoduje s pomyslným investičním trojúhelníkem, který se skládá z likvidity, výnosu a rizika a pozitivní posun na jednom z jeho vrcholů je v efektivním prostředí vždy vyvážen negativním posunem na jednom nebo dvou ostatních vrcholech.

Jiná klasifikace rizik je založena na rozdílných způsobech, kterými může dojít k nesplnění očekávání na straně investora. Rozlišujeme pak 1) kapitálové riziko – možnost, že hodnota aktiva se při prodeji nerovná očekávání a 2) příjmové riziko – možnost, že výnosnost aktiva se liší od očekávání.

označuje možnost změny výnosových měr v důsledku působení vnějších faktorů. Někdy je ale za tržní riziko označována kombinace již zmíněných rizik.³¹

Investor ale nemusí plně čelit všem těmto rizikům, protože některá z nich se dají výrazně snížit vhodnou optimalizací a diverzifikací investičního portfolia. To platí zejména u rizik, které jsou spojeny s jednotlivými firmami nebo odvětvími. Tato rizika jsou označována jako nesystematická (unsystematic) nebo také jedinečná. Na druhou stranu jsou ale rizika, které není dost dobře možné ovlivnit, a proto se také označují jako nediverzifikovatelná nebo systematická (systematic). Jde zejména o možnost problémů celé ekonomiky, politické nestability, přírodních katastrof anebo populační a sociální krize. Je možné se těmto rizikům do jisté míry vyhnout při investování do nefinančních aktiv nebo účastí na mezinárodních trzích. S tím jsou ale spojena další rizika, jako je například měnové riziko, informační a daňové riziko anebo riziko neefektivnosti.³²

2.4 Dělení finančních trhů

Pojem finanční trh zahrnuje široké spektrum velmi odlišných systémů výměny finančních aktiv, které mají mnoho různých podob a mnohdy odlišných vlastností. Proto se v praxi používá rozdělení finančních trhů podle

³¹ Dále o rizicích a jejich specifický popis ve světle finančního zprostředkování detailněji klasifikuje a popisuje Oldfield, Santomero (1997) str. 10–13. Velmi podrobně pak Saunders, Millon Cornett (2006) popisuje jednotlivá rizika spojená s činností finančních zprostředkovatelů a popisuje způsoby a techniky, kterými jsou tato rizika řízena a minimalizována.

³² Detailní teoretický rozbor rizik, která jsou spojena s účastí na finančních trzích, je obsažen v Los (2003). Jejich přehled a popis dále poskytuje např. Bodie, Merton (2000) kap. 10 a samozřejmě také Saunders, Millon Cornett (2006) kap. 8 – 17.

velkého počtu různých hledisek. Tato klasifikace má ale svá omezení, protože některé hranice nejsou zcela zřetelné a ve skutečnosti se mohou takto vymezené trhy i překrývat. Druhým omezením je zejména v poslední době strmě rostoucí počet finančních inovací anebo propojování různých trhů. Je tedy třeba chápat členění trhů spíše jako nástroj k pochopení jejich podstaty než jako popis dané a neměnné struktury finančního systému.³³

Zásadní hlediskem je národní nebo teritoriální příslušnost určitého trhu. Je zřejmé, že nejen geografická blízkost, ale i jazykové, právní anebo kulturní bariéry vedou k tomu, že investoři a věřitelé vyhledávají přednostně domácí trhy k uskutečňování svých obchodů. Dá se ale říci, že dochází k velkému stírání rozdílů mezi jednotlivými národními trhy a pro jejich účastníky přestává být problém účinkovat na různých trzích v jiných zemích. K tomu pomáhá v největší míře technologický rozvoj, který zásadně snižuje náklady spojené s obchodováním na vzdálených trzích, a také politický vývoj a na něj navazující konvergující regulace finančních trhů. Právě globalizace a s tím související konkurence mezi národními trhy znamená lepší alokaci úspor do investičních projektů. Tato zvýšená efektivita pak přináší mnohé výhody pro konečné uživatele, zejména pak zásadní rozšíření možnosti diverzifikace portfolia a tím také výhodnější výsledný poměr rizika a výnosnosti.³⁴

³³ Detailnější dělení a popis jednotlivých finančních trhů, než je uvedeno v této části, nabízí např. Kidwell et al. (2006) kap. 7–12 nebo také Mishkin, Eakins (2005) kap. 9–14.

³⁴ Přesto podle výzkumů vyplývá, že investoři drží převážně domácí aktiva (home-bias). Zdá se, že rozhodujícími faktory vysvětlujícími tento jev jsou zvýšené transakční náklady a informační asymetrie spojená s přeshraničními investičními aktivitami. Více k tomuto tématu nabízí např.: Faruquee, Yan (2004). Podobně na základě totožných dat IMF argumentuje Mishra (2007) a dodává, že investoři inklinují k sousedním zemím a dále preferují země se stejným jazykem. Kho, Stulz, Warnock (2006) dále rozvíjí teorii nazvanou „The optimal insider ownership theory of the home bias“. Zde autoři argumentují, že zejména v případě malých zemí je v důsledku chabé corporate governance je rozšířeno vlastnictví insidery (které je ale interně výhodné – snižování

Další základní hlediskem klasifikace finančních trhů doba splatnosti obchodovaných aktiv.³⁵ Tímto způsobem se pak finanční trh dělí na peněžní trh a kapitálový trh.³⁶ Peněžní trh slouží k obchodování s krátkodobými finančními instrumenty. To jsou ty, jejichž splatnost je kratší než jeden rok.³⁷ Peněžní trhy

DWL způsobené soukromými benefity, a tedy částečné odstranění principal-agent problému právě skrze insider ownership) a tím pádem jen malá část akcií volná pro zahraniční investory. Na zahraniční investory tedy pak zbývá jen část volných akcií a je možno vysledovat, že v zemích, kde je vlastnictví insiderů rozšířeno nejvíce, je problém náklonnost k domácím aktivům nejmarkantnější. Dále Baxter, Jermann (1997) uvádí, že neobchodované riziko spojené s fluktuacemi výnosnosti lidského kapitálu podstatně mění předpoklady o optimálním podílu domácích aktiv portfoliu. Výzkum v této práci naznačuje vysokou korelaci výnosnosti lidského kapitálu domácích finančních aktiv. Zajištění proti tomuto riziku by mělo implikovat krátké pozice v domácích akciích. Reakce na tento článek: Heathcote, Perri (2004) ale rozšiřuje původní model o druhý statek a jeho výsledky jsou již ve shodě s realitou. Ve skutečnosti tedy portfolia v jednotlivých zemích obsahují malý ale kladný objem zahraničních aktiv. Je možné se tedy vrátit k hojně citované práci: Cole, Obstfeld (1991), kde na základě modelu obecné rovnováhy s nejistými výnosy autoři ukazují poměrně malý přínos mezinárodní diverzifikace, který navíc mizí s použitím jen s poměrně malou kalibrací vstupních parametrů.

³⁵ Tím se rozumí časová perioda, za jakou budou obchodované instrumenty jejich emitentem splaceny.

³⁶ Toto rozdělení ale může být poněkud zavádějící. Na obou trzích se totiž shodně obchodují „dluhy“, „podíly“ nebo „nároky v jiném smyslu“ výměnou za peníze. Hlavní rozdíl, který je důvodem k tomuto dělení je odlišná doba, která uplyne do splacení těchto aktiv, resp. doba, na jakou jsou peníze vypůjčeny. Někteří autoři navíc přidávají do tohoto dělení ještě třetí kategorii, kterou je úvěrový trh. Tímto se mezi finanční trhy zahrnuje i trh s tzv. nesekuritizovanými úvěrovými nástroji.

³⁷ Peněžní trhy jsou pak dále rozdělovány na 1) diskontní (tradiční) trh – trh s poukázkami vydávanými velkými společnostmi nebo centrálními bankami, velmi velké objemy transakcí, diskontní oceňování 2) mezibankovní trh – banky si půjčují navzájem na velmi krátkou dobu, 3) trh depozitních certifikátů – trh s vklady u bank na určitou dobu a daným úrokem, 4) trh komerčních papírů – krátkodobé úpisy velkých korporací, vydán zapůjčitelem, ocenění na diskontní bázi, 5) „local authorities market“ - trh s půjčkami pro nižší územně-správní celky od finančních institucí a velkých podniků, 6) repo trhy – dohoda o prodeji cenných papírů a jejich zpětném odkupu za větší objem peněz za určité časové období, zajištěná půjčka – cenné papíry jako ručení, mohou mít splatnost delší než jeden rok, 7) eurotrhy – trhy s instrumenty spadajícími do předchozích kategorií, které jsou denominovány v jiné než domácí měně (pojem euro je v tomto případě použit poněkud nesprávně, euroměnový nástroj je obecně jakýkoli nástroj denominovaný v jiné než domácí měně).

slouží zejména k zajištění likvidity účastníků a ke krátkodobému ukládání peněz do instrumentů, které mohou být relativně rychle proměněny v peníze. Aktéři, kteří se vyskytují na peněžních trzích, jsou výhradně státy, centrální banky a velcí investoři, kterými jsou banky, investiční fondy pojišťovny anebo zajišťovny. Na peněžních trzích se obchoduje ve velmi velkých objemech. Nízké riziko investic, jejich vysoká likvidita a relativně nízký výnos patří mezi další vlastnosti peněžních trhů. Na rozdíl od akciových nebo komoditních trhů, peněžní trhy obvykle nemají specifické místo, kde by se obchody odehrávaly. Mezi cenné papíry obchodované na peněžních trzích patří pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, směnky, bankovní akceptace, komerční papíry nebo futuritní kontrakty a swapy.³⁸

Na druhé straně tedy stojí kapitálový trh, který umožňuje obchod s dlouhodobým kapitálem. Na kapitálových trzích se obchoduje zejména s dluhopisy, akciami, jejich deriváty³⁹, hypotečními zástavními listy anebo

³⁸ Některá odborná literatura (například: Cook, Laroche (1998)) řadí podílové listy fondu peněžního trhu mezi nástroje peněžních trhů. Tento způsob klasifikace je přinejmenším sporný, protože v tom případě bychom museli mezi účastníky peněžních trhů zahrnout všechny drobné investory a dále by neplatila výše uvedená vlastnost, že se na peněžních trzích obchoduje pouze ve velkých objemech. Je tedy spíše třeba účast drobných investorů na peněžních trzích pomocí podílových fondů nadále vnímat „jen“ jako zprostředkovanou (obvykle pomocí nominee účtů) stejně jako je tomu v případě jiných typů zprostředkovatelů (zejména bank), která přináší svoje separátní rizika.

³⁹ Mezi deriváty také patří futurity a swapy zmíněné v předchozím odstavci. Derivát je takový cenný papír, jehož hodnota závisí na jiném (podkladovém) cenném papíru, komoditě nebo aktivu a primárně slouží ke managementu rizika, kterému je daný investor vystaven. Dále jako podklad mohou sloužit úrokové míry nebo směnné kurzy a dokonce i počasí. (Viz např.: Jewson, Brix (2005), Drnek (2005) nebo také Weather Risk Management Association na: <http://www.wrma.org>). Tento druh cenných papírů se rozvíjí zejména v posledních několika málo desetiletích. Detailní přehled derivátů obsahuje např.: Reilly, Brown (2006) kapitoly 20–23 nebo Bailey (2006) kapitoly 14–20.

podílovými listy subjektů kolektivního investování⁴⁰. Obchodování na kapitálových trzích je oproti peněžním trhům více rizikové. To je ovšem obvykle vyváženo možností vyššího výnosu.

Při členění finančního trhu můžeme použít věcné hledisko. Rozlišujeme tedy podle druhu cenného papíru, se kterým se obchoduje a druh závazku, který tento cenný papír představuje. Toto hledisko je nejzřetelnější na kapitálovém trhu, který potom můžeme rozdělit na trh akcií a trh obligací a případně trh finančních derivátů. Obligace⁴¹ představuje smluvní závazek dlužníka vyplácet jejímu držiteli určité částky v pravidelných intervalech až do určitého data, kdy je splacena poslední platba. Oproti tomu akcie představují podíl na aktivech a případném zisku dané akciové společnosti. Akcie⁴² jsou

⁴⁰ V současné době je drtivá většina (počtem i objemem aktiv) podílových fondů otevřeného typu. To mimo jiné znamená, že jejich podílové listy nejsou obchodovány na druhotném trhu.

V poslední době ale také došlo k rozvoji tzv. Exchange Traded Funds (ETF). Portfolia těchto fondů obvykle kopírují různé burzovní indexy. Jejich podílové listy jsou obchodovány na kapitálových trzích a zároveň jsou prodávány a odkupovány svými správci. Cena podílových listů se může lišit od podkladových aktiv, ale je vyrovnávána činností správců fondů, kteří přivádějí na trh nové podíly nebo případně tyto odkupují, nebo institucionálními investory, kteří využívají arbitrážových příležitostí. Atraktivita těchto fondů spočívá v obvykle velmi nízkých poplatcích správcům fondu a také v možnosti nakládat s podílovým listem jako s jakýmkoliv jiným cenným papírem, který je obchodovaný na burze (krátké prodeje, limitní a jiné příkazy, nákup na úvěr od obchodníka atd.). Více o ETF nabízí například: Gastineau (2002) nebo Lerman (2001).

⁴¹ Rozlišují se státní a podnikové dluhopisy. Dále existují přivolatelné (callable) a konvertibilní dluhopisy, eurobondy (dluhopisy nenominované v jiné měně, než je domácí), dluhopisy s variabilním úrokem (FRNs), zahraniční dluhopisy, indexově vázané dluhopisy a stripované dluhopisy.

⁴² Obecně se rozlišují dva základní typy akcií. Nejběžnější a nejdůležitější formou je kmenové akcie (běžné, common shares). S nimi jsou spojeny zmíněné podíly na aktivech a zisku a dále dávají majiteli volební právo v rámci firmy a práva na případný odkup nově vydaných akcií. Prioritní akcie (preference shares) obvykle opravňují majitele k fixním platbám, ale nedává možnost podílu na rozhodování. Dále existují některé další méně podstatné typy akcií (např. dual-class, treasury, zaměstnanecké atd.), které podléhají úpravám jednotlivých států. Detailnější popis obsahuje Pilbeam, K. (2005) v kapitole v 9 nebo publikace uvedené v následující poznámce.

považovány za dlouhodobé aktivum a jsou tedy řazeny na kapitálové trhy, protože nemají žádný termín splatnosti. Jak akcie tak obligace představují způsoby získávání dlouhodobých prostředků pro jejich emitenty.⁴³

Dále se trhy rozlišují podle stran, které se obchodů účastní. Na primárním trhu emitenti prodávají nové emise cenných papírů prvotním kupcům a investovaný kapitál se stává aktivem emitenta. Na sekundárním trhu se obchodují již jednou prodané cenné papíry. Tam je možno prodat cenný papír za hotové peníze a tím je zajišťována jejich likvidita. Sekundární trhy také určují cenu cenného papíru. Obě tyto funkce se zpětně promítají do fungování primárních trhů.

Sekundární trhy bývají organizovány dvojím způsobem. Jedním je burza, na které se kupující a prodávající anebo spíše jejich agenti (brokeři) scházejí k uzavírání obchodů na určitém místě. Druhý způsob je mimoburzovní volně přístupný sekundární trh (OTC market), na kterém působí volně rozmístění obchodníci (dealeři), kteří jsou vybaveni vlastní zásobou cenných papírů a prodávají je nebo kupují od kohokoli, kdo přijme jejich ceny.

Sekundární trhy se také rozlišují podle mechanismu uskutečňování obchodů. Prvním typem je dávkový trh, kde je obchodování rozděleno na časové periody, během nichž dochází k akumulaci obchodních příkazů. Od počáteční ceny vyhlášené licitátorem je pomocí intervencí obchodníků nebo daného algoritmu dosaženo rovnovážné ceny. Oproti tomu na kontinuálním trhu dochází k obchodu vždy, když se setkají odpovídající příkazy. Kontinuální trhy se dále dělí na systém řízený příkazy, kvótami, cenou nebo aukční trh.

⁴³ Detailní popis jednotlivých investičních instrumentů je možno nalézt např. v Revenda et al. (2005) str. 201 – 262, Mishkin (2006) nebo Sharpe et al. (1999).

Při zkoumání finančních trhů podle zúčastněných stran je můžeme rozdělit na trhy bankovní, mezibankovní a burzovní. Při zohlednění forem obchodovaných instrumentů se rozlišují trhy úvěrové, devizové a trhy cenných papírů. Dalším kritériem dělení finančních trhů je případná existence časové difference mezi uzavřením a realizací obchodu. Pokud dochází k vypořádání obchodu ihned po jeho uzavření, jedná se o trh promptní. V opačném případě mluvíme o termínovém trhu a jeho předmětem jsou zejména opční smlouvy, futures, forwardové a swapové nástroje. Dále se trhy dělí podle obchodního mechanismu na trhy řízené kvótami (quote-driven), trhy řízené objednávkami (order-driven) a jejich hybridy. Výše zmíněné a další možné způsoby členění a popis jednotlivých typů finančních trhů jsou dostupné např. v Bailey (2006) na str. 33–55.

Finanční trhy se ve velké míře liší svojí vnitřní organizací. Například trhy s cizími měnami jsou obvykle neformální systémy bank a jiných finančních společností, které mezi sebou volně uzavírají obchody. Stejně tak Electronic Communications Network⁴⁴, které zajišťují elektronické obchodování s finančními instrumenty, nemají fyzické umístění a umožňují účastníkům přístup k obchodování z jakéhokoli místa. Dokonce ani tradiční burzy nemusí nutně mít místo, kde se účastníci fyzicky setkávají k uzavírání obchodů. Přesto je možné rozlišit dva základní typy tržních institucí z hlediska vlastnického a

⁴⁴ Electronic Communications Network (ECN) poskytují anonymitu a velkou rychlost vypořádání a staly se tak jednou z finančních inovací, která přispívá ke zvyšování efektivity finančních trhů. Staly se tak konkurencí pro klasické burzy cenných papírů. Například v roce 2002 přesáhly 40 % obchodovaného objemu akcií kótovaných na NASDAQ a 3 % celkového objemu všech obchodů s cennými papíry. Více o vývoji ECN, jejich vlastnostech, další statistiky a detailní zkoumání jejich efektivnosti obsahuje Barclay, Hendershott, McCormick (2003).

Dále pak Mizrach, Neely (2006) obsahuje zajímavé srovnání dvou obchodních systémů s americkými vládními dluhopisy z let 1999 (tradiční) a 2004 (ECN). Toto porovnání ukazuje výhody ECN zejména ve vyšším dosaženém objemu obchodů, nižším spreadu a nižším předpokládaném vlivu obchodování na cenu.

kontrolního. Prvním typem je vzájemně vlastněná družstvo, kde jsou vlastníky obvykle makléřské společnosti. Druhým typem je trh vlastněný společností, která je nezávislá na účastnících trhu.⁴⁵

⁴⁵ Mnoho světových burz (např. LSE, NYSE, NASDAQ, CBOT, LME) začala fungovat jako vzájemně vlastněná družstva. V posledních letech ale některé z nich přeměnily na akciových společností (např. CME, IPE v roce 2000, LSE 2001, CBOT 2002, NYSE po převzetí Archipelago Holdings Inc. v roce 2006). Vzájemně vlastněné družstva spíše jednají v zájmu svých existujících členů a také mají obvykle odpor k zavádění inovací. Naproti tomu podílové společnosti spravující burzy jsou spíše motivovány svými zisky a jako takové jsou méně náchylné omezovat konkurenci mezi členy a nečleny burzy. Popis průběhu „demutualizací“ a dále pohled z regulatorního hlediska na oba systémy poskytuje Hughes, Zargar (2006). Důkladný rozbor procesu demutualizací burz a popis mnoha případových studií je také k nalezení v Akhtar (2002).

3. Finanční zprostředkovatelé

Majitelé finančních přebytků se rozhodují mezi třemi základními způsoby, jak umístit svoje investice. Prvním způsobem je uzavírat obchody s protistranou přímo.⁴⁶ Tento způsob může ale být vysoce rizikový a zejména pro malé objemy obchodů neúměrně nákladný a tím obvykle neefektivní. Druhým způsobem je účast na některém z organizovaných trhů, kde dochází k již výše popsané směně, při které investoři nakupují závazky vydané zapůjčovateli.

Třetím způsobem je účastnit se trhů pomocí finančních zprostředkovatelů. V tomto případě investoři vytvoří vklad nebo získají podíl u určitého finančního zprostředkovatele. Ten obvykle není dále obchodován⁴⁷ a po ukončení obchodního vztahu se nakonec (spolu s případným ziskem nebo ztrátou) vrátí k danému investorovi. Finanční zprostředkovatelé pak nakupují závazky od zapůjčovatelů nejčastěji ve formě půjček, dluhopisů nebo akcií. Finanční zprostředkovatelé pak tedy tvoří skutečný mezičlánek mezi investory a zapůjčovateli.

Jako primární důvody jejich existence se uvádějí nezanedbatelné transakční náklady a informačních asymetrie na finančních trzích. Dále mohou být příčinou vzniku některá regulatorní omezení. Zprostředkovatelé se pak snaží minimalizovat zmíněné překážky a napomáhají k úspěšnému toku finančních

⁴⁶ V reálném světě je tato přímá cesta myslitelná jen v případě velkých transakcí, nebo pokud jsou mezi stranami nějaké jiné zvláštní vztahy. V opačném případě totiž naráží na problémy popisované dále.

⁴⁷ Podíly jsou obchodovány například u uzavřených podílových fondů nebo u Exchange Traded Funds.

prostředků mezi investory a zapůjčovatelí. Jsou totiž schopni transformovat vlastnosti obchodovaných aktiv a měnit jejich vlastnosti. Těmi jsou zejména riziko, výnos a likvidita. Zásadním úkolem finančních zprostředkovatelů je tedy vytvářet aktiva pro střadatele a závazky pro zapůjčovatele, které jsou více atraktivní, než by tomu bylo v případě, kdy by tyto strany spolu jednaly přímo.⁴⁸

V kapitole 2.2 byla popsána důležitost finančních trhů pro celé hospodářství a vliv rozvoje finančních trhů na míru ekonomického růstu. Nyní je potřeba zmínit, že s rostoucím podílem zprostředkovatelů na celkových finančních aktivech roste tedy i jejich význam pro celou ekonomiku a jsou tak velmi významnou součástí celého hospodářství. Je tomu jednak proto, že zvyšují míru úspor a investic. Druhým důvodem je, že zlepšují efektivnost alokace zdrojů v ekonomickém systému.

⁴⁸ Původně tuto definici uvádí Howells, Bain (2000): „To create assets for savers and liabilities for borrowers, which are more attractive to each, than would be the case if the parties had to deal with each other directly.“ Dále pak Merton (1995) definuje finančního zprostředkování jako proces transformace finančních aktiv z jedné formy do jiné a finanční zprostředkovatelé pak provádějí tuto transformaci nákupem finančních aktiv a vydáváním jiných, které jsou jejich smluvními závazky nebo pasivy. Podobně také Morawski, A. (2007) na str. 3 uvádí: „These institutions are engaged in bringing the two parties together by borrowing funds from lenders and lending them to borrowers so that both parties find the transaction more favourable than if they traded directly with each other“.

Nebo v kontextu Theory of Industrial Organization jsou v Freixas, Rochet (1997) na str. 15 definováni zprostředkovatelé jako: „An economic agent who specializes in the activities of buying and selling (at the same time) financial contracts and securities“. Tato poslední definice je poněkud příliš obecná a neobsahuje vymezení jejich funkce ve finančním systému nebo důvodu pro tuto jejich činnost. Proto se jako nejužitečnější jeví shrnující definice finančního zprostředkování jako aktivity, která má za cíl vytvořit atraktivnější produkty pro věřitele i zapůjčitele a je prováděna specializovanými aktéry, kteří současně nakupují a prodávají finanční aktiva.

3.1 Teoretická východiska zkoumání finančních zprostředkovatelů

V klasickém Arrow-Debreu modelu obecné rovnováhy⁴⁹ za předpokladu kompletních finančních trhů firmy poptávají investiční prostředky přes finanční trh nebo od bank (obecně finančních zprostředkovatelů). V tomto případě jsou ceny aktuální i budoucí aktiv bez zbytku definovány. Investoři a zapůjčovatelé jsou schopni najít okamžitě své protějšky, protože mají dokonalé informace o preferencích o všech ostatních účastnících. Dále mohou mezi sebou ihned obchodovat, protože mají k dispozici nástroje, které současně splňují požadavky obou stran. Navíc tyto obchody se uskutečňují bez dalších nákladů. Dále platí, že nabídka investičních instrumentů je dostatečně pestrá, aby poskytla každému investorovi možnost úplné diverzifikace rizika.

Rovnovážný stav se pak pouze vykytuje, pokud úroková sazby dluhopisů a půjček se rovnají a v tomto případě pak banky realizují nulový zisk. Systém se automaticky dostává do tohoto stavu, protože aktéři podle předpokladů modelu dokonalých trhů nečelí žádným nedokonalostem a

⁴⁹ Podle Arrow (1964) a Debreu (1987). Tento tradiční model je formalizací Marshall-Walrasova paradigmatu perfektních trhů, jenž je základem mnoha teorií (nejen) spojených s finančními trhy.

Model rovnováhy vyplývá z teze, že trhy se vždy okamžitě čistí přizpůsobením ceny. Zde je aplikován předpoklad úplné arbitráže, který říká, že stejné aktivum má (opět za předpokladu nulových omezení) v každém okamžiku stejnou cenu. Je tomu tak proto, že investoři se snaží dosáhnout optimálního zisku. Tento model potom platí při splnění následujících podmínek: (i) žádný účastník trhů není samostatně schopen ovlivnit ceny, (ii) podmínky pro investování a zapůjčování jsou stejné pro všechny účastníky za všech okolností, (iii) neexistují žádné diskriminační daně, (iv) všechna aktiva jsou obchodovaná, dělitelná a homogenní, (v) nejsou přítomny náklady na získávání informací, transakční náklady a náklady insolvence, (vi) všem účastníkům jsou okamžitě a úplně známy všechny minulé a budoucí informace o všech faktorech, které mají vliv na cenu obchodovaných aktiv.

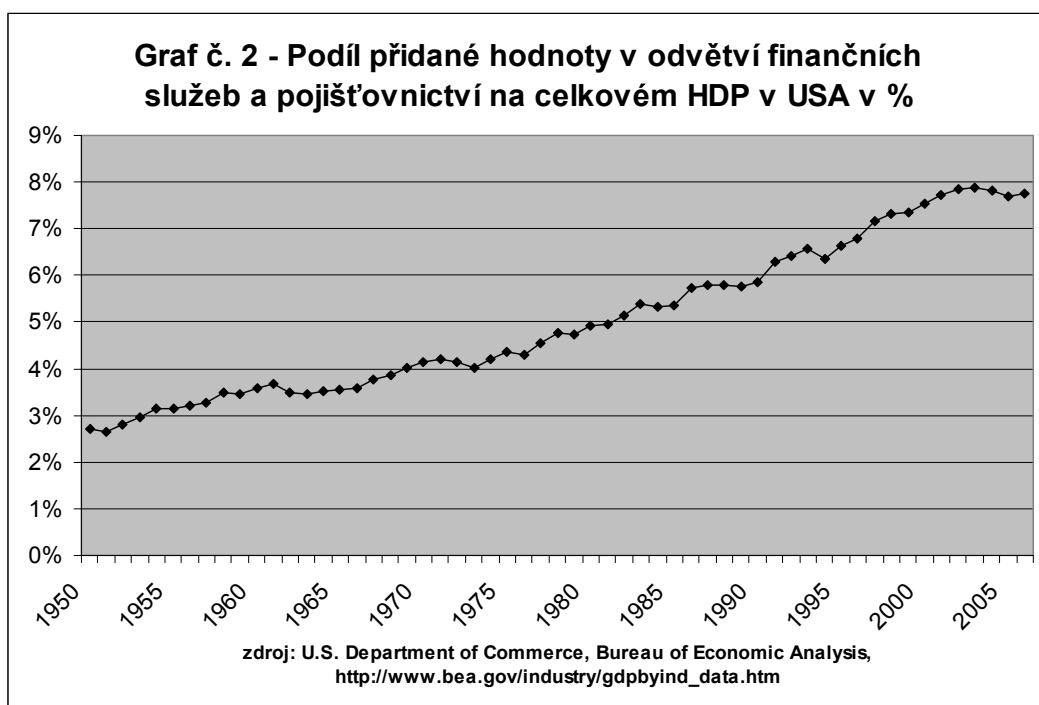
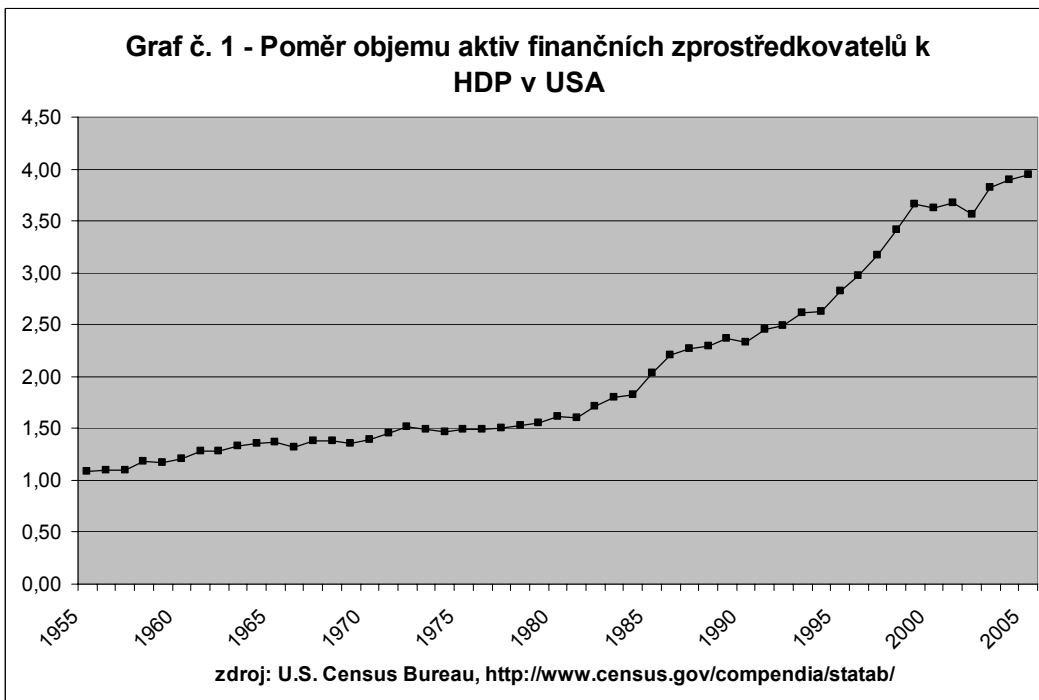
překážkám a mohou si sami bez jakýchkoli nákladů sami zajistit zprostředkování. Potom tedy činnost zprostředkovatelů nemá žádný vliv na ostatní aktéry (domácnosti, firmy a případně veřejný sektor), protože domácnosti jsou lhostejné ve výběru formy úspor a stejně firmy jsou lhostejné ve výběru zdroje financování.⁵⁰

Tento model tedy není použitelný pro skutečný rozbor fungování finančních zprostředkovatelů, protože není s to objasnit komplexnost této části ekonomiky. V reálném světě totiž zprostředkovatelé hrají na trzích významnou roli a v průběhu posledních desetiletí ještě více nabývají na významu. Jejich vzrůstající důležitost pak ilustruje následující graf č. 1, který zobrazuje stoupající poměr aktiv finančních zprostředkovatelů k hrubému národnímu produktu v USA⁵¹ za posledních 50 let.⁵² Další graf pak ukazuje zvyšující se podíl produktu v oblasti finančních služeb na celkovém produktu v USA. Tento graf zahrnuje časové rozpětí od roku 1950 do roku 2006.

⁵⁰ Aplikací Modigliani-Miller teorému v tomto kontextu vyplývá, že domácnosti mohou vytvořit portfolio, které nahradí jakoukoli pozici zprostředkovatele, a tedy zprostředkování nemůže vytvořit hodnotu (viz Fama (1980)). Detailněji a také formalizovaně ve Freixas, Rochet (1997) a dále vztah k modelu Perfect Foresight Equilibrium (adaptace na finanční trhy) v Ami, Kast, Lapied (1991).

⁵¹ Tyto grafy zobrazují pouze data za USA ze dvou hlavních důvodů. Prvním je, že USA jsou státem, který má výrazně největší podíl finančních aktiv ve srovnání s ostatními zeměmi, a představují tahouna celosvětového rozvoje v oboru financí již alespoň po celé minulé století. Druhým důvodem je nesrovnatelně jednodušší dostupnost dat z USA oproti jiným vyspělým zemím. Mimo toho například ve srovnání s novými ekonomikami (včetně ČR) jde o delší relevantní časové řady. Tyto země jsou navíc stále v procesu transformace, což není pro zkoumání teoretických přístupů k finančnímu zprostředkování vhodné.

⁵² Podobný vývoj byl zaznamenán v celosvětovém měřítku. V roce 1980 převyšoval celkový objem finančních aktiv celosvětový HDP jen asi o 10 %. V roce 2003 šlo již o více než trojnásobek a přitom podíl zprostředkovatelů se na trzích navýšil. Viz McKinsey (2005) str. 12 a Exhibit 1.



Rozpor mezi výše uvedenou teorií a praxí je předmětem zkoumání mnoha ekonomů, kteří se snažili a snaží nalézt jiné nástroje a postupy ke zkoumání důvodů existence finančních zprostředkovatelů. Jedním je model nekompletních finančních trhů, podle kterého na trzích existují určité nedokonalosti (nebo také tření – frictions), které se ve výsledku promítají do transakčních nákladů. A právě finanční zprostředkovatelé pomáhají překonávat tržní nedokonalosti a minimalizovat tyto náklady.⁵³ Druhý přístup je reprezentován tezí, že zprostředkovatelé poskytují zákazníkům další služby a finanční transakce jsou pouze viditelnou součástí těchto služeb.⁵⁴ S tímto jsou

⁵³ Právě zde můžeme najít stěžejní změnu v pohledu na finanční trhy, která otevírá prostor k pochopení existence a funkcí finančních zprostředkovatelů. Abstrakce od modelu perfektních trhů obsahuje několik prvků. Hlavními z nich jsou nenulové daně, transakční náklady anebo nemožnost dokonalé dělitelnosti aktiv. Jako součást nedokonalostí finančních trhů je možno pokládat i informační asymetrie (nedokonalá transparentnost informací a z toho vyplývající adverse selection, moral hazard, costly state verification atd.).

⁵⁴ V počátcích teoretického zkoumání finančních zprostředkovatelů (zejména bankovního typu) se ekonomové snažili najít odůvodnění pro jejich existenci pomocí empirických potvrzení jejich zvláštností. Jedním z těchto pokusů je práce Fama (1985), kde je argumentováno, že banky musejí oproti svým závazkům držet určité rezervy, a proto mohou investovat jen jejich necelou část. Tento požadavek potom působí jako určitá daň, kterou nesou buď bankovní věřitelé anebo bankovní vkladatelé. Dále se tvrdí, že neexistuje zásadní rozdíl mezi výnosem bankovních depozit (CDs – certificates of deposit) a komerčními papíry (commercial papers – většinou krátkodobý nezajištěný dluhový instrument na bázi směnky vydávaný velkými korporacemi) a tedy držitelé bankovních depozit nenesou tuto daň. V tomto případě by ale bankovní kanál měl být nahrazen právě nebankovní alternativou (trhem). Z existence bankovního zprostředkování ale vyplývá, že bankovní úvěry mají určitou vlastnost, za kterou jsou agenti ochotni platit prémii.

Podobně je tato oblast prezentována v: James (1987). Zde je dále zkoumáno množství oznámení jednotlivých společností o navázání nebo obnovení kreditního vztahu s bankou, které bylo následováno pozitivní odezvou v ceně akcií těchto společností. Mírnější pozitivní odezva je pak spojena s oznámeními o soukromém umístění (private placement) nebo veřejnou nabídkou dluhových instrumentů. Signifikantně negativní vliv na cenu akcií pak má nahrazení bankovního úvěru jinými dluhovými instrumenty. Srovnatelné výsledky pak poskytuje Mikkelson, Partch (1986). Zmíněné práce napovídají, že banky tedy poskytují služby, které nejsou dostupné u jiných druhů financování.

pak spojeny náklady na tyto služby a také určitý stupeň diferenciací produktů. Oba tyto přístupy nacházejí v současné realitě svoje opodstatnění a stejně tak jsou oba používány jako výchozí pro další zkoumání finančních zprostředkovatelů v této práci.

Mimo toho existují další dva rozdílné rámce použitelné k nahlížení a vnímání teorie finančního zprostředkování. Podle prvního je existující finanční struktura považována za danou a regulatorní úkolem je pak napomáhat stávajícím institucím k přežití a rozkvětu. Alternativním přístupem funkční perspektiva (functional perspective), která naopak za dané bere funkce

Dále například Lummer, McConnell (1989) se zaměřuje na rozdíl mezi oznámeními o novém úvěru od banky a revizemi stávajících úvěrových kontraktů (s ohledem na dobu splatnosti, úrokovou míru, objem úvěru a ostatní podmínky). Podle tohoto výzkumu se zdá, že nové úvěrové vztahy měly na cenu akcie jen nepatrný vliv, zatímco příznivé změny ve stávajících úvěrech měly pozitivní vliv na cenu akcie, a dále, že negativní změny v kontraktech se do cen promítly záporně. A navíc největší poklesy v ceně následovaly zrušení vztahových úvěrů. Tato zjištění napovídají, že banky shromažďují informace o klientech spíše v průběhu vztahu než na začátku a dále je pak přes své pozorovatelné akce předávají na kapitálové trhy.

K podobným výsledkům došlo posléze mnoho dalších prací, které se zabývaly zvláštností bank ve finančním systému. Například Slovin, Sushka, Polonchek (1992) zkoumá klienty zkrachovalé banky, kteří si museli hledat nové zdroje financování, a v následujícím roce ceny jejich akcií výrazně klesly v porovnání s ostatními nepostíženými podniky. Toto opět podporuje tezi aktivní role bank v úvěrových vztazích, protože v opačném případě by pro ně neměl být problém nalézt financování u jiné banky. K podobným výsledkům dochází Gibson (1995). Japonské firmy, které měly nízko hodnocenou hlavní banku, vykazovaly o 30 % nižší investice než jejich srovnatelní soupeři.

Jako shrnutí této poznámky je tedy nutno uvést, že z obecného hlediska je možno rozlišit dva hlavní typy finančních kontraktů. První skupinu tvoří do vysoké míry standardizované nástroje, které jsou hojně obchodovány (akcie, obligace atd.). Druhou skupinu pak tvoří právě bilaterální nestandardizované vztahy, kterými jsou zejména úvěry. Ty jsou ve své podstatě unikátní a běžnou součástí tohoto typu kontraktu je klauzule o možnosti zpětného prodeje, která slouží jako pojistka v případě zásadní změny vnějších podmínek. Druhou odlišností je obecně nižší transparentnost těchto vztahů oproti například veřejně obchodovaným akciím (viz informační povinnost společností, jejichž akcie jsou obchodovány na jednotlivých burzách). Toto jsou jen dvě z mnoha možných vysvětlení pro jev popisovaný v této poznámce.

finančních zprostředkovatelům a snaží se nalézt strukturu, která nejlépe zajišťuje tyto funkce.⁵⁵

Ve prospěch druhého pohledu pak hovoří fakt, že právě funkce finančních trhů jsou v dlouhém období stabilnější než jejich instituce. Dále také platí, že funkce se příliš neliší mezi jednotlivými zeměmi a regulačními rámci. Mimo to konkurence na trhu vždy povede ke změnám v institucionální struktuře směrem k vyšší efektivnosti a funkčnosti finančního systému. Z tohoto pohledu je tedy možné tvrdit, že institucionální forma finančního systému následuje jeho funkce.⁵⁶ Právě tento střet je, dle mého názoru, zásadní pro další vývoj na poli finančního zprostředkování a právě v něm spatřuji původ některých nedostatků a problémů na finančních trzích.

3.2 Druhy finančních zprostředkovatelů

Existuje mnoho různých druhů a typů institucí, které se hromadně označují jako finanční zprostředkovatelé. Jejich rozmanitost vyplývá z odlišného historického vývoje a zejména také z odlišné regulace na jednotlivých národních trzích. Tato subkapitola předkládá jen velmi stručný přehled jednotlivých druhů a klasifikaci finančních zprostředkovatelů. Autor se v této práci snaží spíše zkoumat měnící se funkce a trendy finančního systému než jeho institucionální strukturu. Přestože je tato struktura důležitá pro efektivitu i velikost tohoto sektoru, je spíše většinou „uměním možného“ v daných regulačních

⁵⁵ Toto rozdělení používá např. Allen, Santomero (1998) str. 1465–1466.

⁵⁶ Tuto myšlenku obsahuje již McKinnon (1973).

podmínkách.⁵⁷ Dále jsou uvedeny odkazy na příslušnou literaturu, která obsahuje detailní klasifikaci a popis jednotlivých typů finančních zprostředkovatelů.

V České republice obvykle dělíme finanční zprostředkovatele podle jejich účasti v platebním systému na bankovní a nebankovní. Banky jsou tedy specializované instituce, které na základě licence mimo jiné přijímají vklady a poskytují úvěry. Do druhé skupiny pak patří pojišťovny, subjekty kolektivního investování⁵⁸, penzijní fondy, záložny, stavební spořitelny a firmy cenných papírů. Detailnější popis finančních zprostředkovatelů v ČR je možno nalézt např. v Revenda et al. (2005) kap. 4 a 5.

V anglo-americkém finančním systému se jako dělicí linie používá fakt, zda daná instituce přijímá vklady. Mezi vkladové finanční instituce se pak řadí banky⁵⁹, záložny⁶⁰ a úvěrová družstva⁶¹. Do druhé skupiny pak patří

⁵⁷ Podobně ve své práci Merton, R. C., Bodie, Z. (1995) A Conceptual Framework for Analyzing the Financial System. kapitola 1 a 8 v: Crane et al. (1995) uvádějí, že 1) funkce finančního systému jsou stabilnější než jeho instituce, a 2) institucionální forma následuje funkce. První teze vyplývá z faktu, že funkce se proměňují v čase méně než instituce a také jsou méně odlišné mezi jednotlivými zeměmi a systémy. Podle druhé teze pak inovace a soutěž mezi jednotlivými institucemi nakonec vyúsťuje ve vyšší efektivnost finančního systému.

⁵⁸ Těmi jsou podílové a investiční fondy obhospodařované investičními společnostmi. Detailněji o kolektivním investování např. Frúhauf (2005).

⁵⁹ V USA v minulosti bankám zakazoval zákon (Glass-Steagall Act, Bankovní zákon z roku 1933) vykonávat současně služby přijímání depozit a poskytování půjček a platební transakce na straně jedné a investiční obchody na straně druhé. Toto vedlo k rozdělení na základní dva typy bank: retail (maloobchodní nebo commercial - obchodní) a investment (investiční) banky. Mezi retailové banky patří obecně obchodní banky, komunitní banky, privátní banky, spořitelny (savings banks) atd. Druhou skupinu pak tvoří investiční banky, které operují na finančních trzích, poskytují služby při emisích akcií a dluhopisů, obchodují s cennými papíry na vlastní účet, zastávají funkce tvůrců trhu a poskytují poradenské služby. Glass-Steagallův zákon byl zrušen v roce 1999 a to otevřelo v USA cestu k tzv. univerzálním bankám, které zastávají oba druhy zmíněných funkcí a jsou běžné v Evropě nebo Japonsku. Ze zpětného pohledu je

smluvní spořicí instituce, mezi které se řadí zejména pojišťovny⁶² a penzijní fondy. Oba tyto typy zprostředkovatelů získávají prostředky na základě dlouhodobých smluvních ujednání a investují je obvykle na kapitálových trzích. Dále do skupiny finančních zprostředkovatelů, kteří nepřijímají vklady, patří investiční fondy⁶³ a jiné instituce, jako například finanční společnosti⁶⁴ a federální agentury v USA⁶⁵. Detailní popis jednotlivých typů podává např.: Kidwell et al. (2006) kapitoly 1 a 17–20 nebo Madura (2005) kapitoly 21–25.

velmi zajímavá práce: Brown (1995), kde jsou popsány pozitivní důsledky tohoto zákona pro rozvoj kapitálového trhu v USA a porovnání s Německem a Japonskem a je argumentováno, že by mohlo dojít k propadu trhu, pokud by byl zákon zrušen (tato práce byla uveřejněna 4 roky před skutečným zrušením tohoto zákona!). Naproti tomu Yeager, Yeager, Harshman (2004) konstatuje, že odvolání tohoto zákona nepřineslo žádnou zásadní změnu pro finanční trhy. Ty navíc vnímaly tuto změnu veskrze pozitivně, jak je popsáno v Neale, Peterson (2003). Dále tato práce uvádí, že změna neměla velký vliv na podobu bankovního sektoru, protože velké fúze vrcholily ve finančním sektoru v roce 1997, tedy ještě před konečným zrušením zmiňovaného zákona v roce 1999. Přesto se zdá, že zejména velké a připravení finanční společnosti dokázaly z této změny vytěžit – viz: Yu (2002).

⁶⁰ V angličtině: thrift institutions (jde tedy o jiný typ instituce než záložny v ČR). Jsou to obvykle vzájemně vlastněné organizace, které přijímají vklady (na depozitní certifikáty, šekovatelné anebo spořicí účty) a používají je k poskytování hypoték a v omezeném množství také k vystavování spotřebních a obchodních úvěrů. Patří mezi ně zejména savings and loan associations a mutual savings.

⁶¹ Úvěrová družstva (credit unions) jsou neziskové organizace vlastněné jejich členy (zákazníky). Jejich závazky opět tvoří šekovatelné účty a investice tvoří krátkodobé spotřební půjčky. Od ostatních vkladových institucí se liší požadavkem společného sazkou (common bond requirement) a osvobozením z federální daně z příjmu právě díky jejich družstevní podobě.

⁶² Ty se dále dělí na životní pojišťovny (Life Insurance Companies), které vyplácejí klientům náhrady v případě ztráty příjmu, a pojišťovny běžného rizika (Casualty Insurance Companies), které prodávají ochranu zejména proti škodám na majetku v důsledku nehod, krádeže, požáru, zanedbání, katastrofy atd.

⁶³ Investiční fondy mají ve Velké Británii a USA odlišnou organizační strukturu než je tomu v ČR nebo ve většině ostatních evropských států. Viz poznámka č 58.

⁶⁴ Finanční společnosti obvykle poskytují půjčky spotřebitelům a menším společnostem. Na rozdíl od bank ale nepřijímají vklady a většinu zdrojů získávají prodejem komerčních papírů investorům.

⁶⁵ Viz také poznámka č. 88.

Mimo zmíněné klasické kategorie se pak zejména v poslední době objevují zcela nové typy zprostředkovatelů, jejichž vzestup je spojen zejména s postupujícím rozvojem finančních trhů a jejich deregulací. Typickými zástupci mohou být hedge fondy, private equity nebo venture kapitálové fondy. První jmenovaná skupina patří do skupiny fondů, ale obvykle podléhá zcela odlišné regulaci. Private equity společnosti rostou v posledních letech zejména díky nízkým úrokovým sazbám. Jsou obvykle organizovány jako komanditní společnost (limited partnership) na dobu určitou. Stejně jako další zmiňované typy fungují jako velmi aktivní účastníci a jsou rizikovější alternativou pro movité investory. Jako poměrně nový ale významný typ investičního zprostředkovatele představují zajímavou možnost dalšího zkoumání jejich vlivu na současné trhy.

3.3 Vlastnická struktura finančních zprostředkovatelů

V průběhu vývoje se také objevily teorie, které zkoumaly optimální vztah vlastnické struktury finančních zprostředkovatelů a jím vykonávaných funkcí. Mimo finanční svět dominují akciové společnosti a vzájemně vlastněné organizace jsou vzácné. Oproti tomu v případě finančních zprostředkovatelů dlouhou dobu současně existovaly jak vzájemné (mutual) organizace⁶⁶ tak i akciové společnosti.

Většina těchto institucí (spořitelny – savings banks, savings and loan associations, úvěrová družstva – credit unions,⁶⁷ a dále některé pojišťovny) byla

⁶⁶ Vzájemná organizace je vlastněna svými zákazníky a není možné oddělení a transfer vlastnických práv. Finanční zprostředkovatel vzájemného typu tedy může být vlastněn vkladateli a teoreticky také vypůjčovatelé.

⁶⁷ Viz poznámka č. 61.

založena jako vzájemně vlastněné organizace, jejichž smyslem nebyla maximalizace zisku ale spíše vzájemná pomoc nebo charitativní funkce. Přístup na širší finanční trh a změna vlastnické struktury se později ukázali v mnoha případech jako nezbytné pro další rozvoj. Tato vlastnická struktura převládá dodnes v případě vzájemných fondů v USA⁶⁸ a také částečně také v pojišťovnictví a případech spořicíh a úvěrových družstev⁶⁹.

Podle Fama, Jensen (1983a,b) vyvstávají odlišné vlastnické formy z potřeby čelit odlišným podmínkám při snaze dodat zákazníkům daný statek nebo službu co nejlevněji. Těmi mohou být i informační frikce včetně problému principál-agent vyplývajícího z oddělení vlastnictví a managementu. Dále autoři tvrdí, že vlastní kapitál ve vzájemných institucích ve formě jednotlivých vkladů je možno odkoupit stejně jako v případě akciové formy relativně rychle, což dává managementu omezenou kontrolu nad aktivy. Dále z neexistence sekundárního trhu těchto vkladů vyplývá, že jejich současní a potencionální vlastníci se nemohou spolehnout na trh, aby ocenil jejich podíly. Na jedné straně je tedy tento typ vlastnické struktury výhodnější, protože alespoň částečně řeší principál-agent problém a také klasický střet mezi vlastníkem a vkladatelem ohledně míry rizika. Na druhou stranu se ale podle výše zmíněného musí takový zprostředkovatel soustředit na aktiva, která jsou jednoduše ocenitelná.

Koexistenci obou modelů v případě spořicíh a úvěrových asociací⁷⁰ se věnuje O'Hara (1981). Vzájemné typy těchto institucí nabízejí nižší úroveň

⁶⁸ Podle ICI (2007) tvořil majetek vzájemně vlastněných fondů ke konci roku 2006 více než 93 % všech aktiv odvětví podílových fondů v USA.

⁶⁹ Na konci devadesátých let minulého století tvořila aktiva životních pojišťoven vzájemného typu přes 30% a aktiva majetkových pojišťoven více než 20% podíl na celém trhu. V oboru spořicíh a úvěrových družstev tento podíl činil více než 30 % a v případě spořitelů asi 4%. Viz Remmers (2003) – poznámka č. 4.

⁷⁰ Savings and loan associations – viz poznámka č. 60.

rizika ale také vyšší náklady a usuzuje, že jsou celkově méně efektivní než akciové formy. Přežívání této formy potom přisuzuje přetrvávajícím regulatorním třením, které zpomalují jejich zánik.

Další práce: Smith, Stutzer (1990) nabízí alternativní vysvětlení existence obou forem v případě spořicíh a úvěrových asociací pomocí odlišností v povaze rizik a vykonávaných funkcí. Podle této práce vznikají vzájemné formy mechanismem vlastního výběru, které mají za úkol oceňování aktiv za přítomnosti problémů nepříznivého výběru a systematického rizika. V jejich modelu jsou zapůjčovatelé s odlišnými úrovněmi kreditního rizika, které jsou známé pouze jim a jsou navíc korelované s výnosy zprostředkovatele kvůli systematickému riziku. V práci je ukázáno, že výše splácení, která je závislá na zisku zprostředkovatele (zde je tedy vzájemnost kontraktu), je pareto-efektivnější, protože zahrnuje další signál (zisk zprostředkovatele).

Vyšší úroveň odměn manažerů vzájemných zprostředkovatelů a tím nižší úroveň akumulace v jejich případě kapitálu byla ukázána v práci Deshmukh, Greenbaum, Thakor (1982). Dále bylo zjištěno, že vzájemné instituce mají obvykle roztroušenější vlastnickou strukturu a tím pádem vyšší náklady na monitoring, které jsou alespoň částečně nesený samotnou firmou. Dále bylo zjištěno, že závěry této práce se opírají o empirické zkušenosti.⁷¹ Nicméně následná vyšší konkurence v odvětví zapříčinila snížení odměn a dalších výhod manažerů ve vzájemných asociacích.⁷²

⁷¹ Verbrugge, Goldstein (1981) našli výrazně vyšší provozní náklady v případě vzájemných asociací než u akciových. Dále Akella, Greenbaum (1988) ukazují právě podstatně vyšší výdaje na odměny manažerů a jejich nižší efektivnost v případě vzájemných asociací.

⁷² Ti si ale podle některých prací byli schopni zajistit alespoň abnormální pozitivky během transformace vzájemných asociací na akciové. Například Mester (1991) potvrzuje vyšší efektivitu akciových forem a ukazuje že, hlavním důvodem pro konverzi nemusí být obecně uváděná teze o úsporách z rozsahu, ale právě zmíněné

Práce Mayers, Smith (1981 a 2002) navazují na článek Jensen, Meckling (1979)⁷³ a zkoumají existenci obou vlastnických forem v prostředí pojišťoven z hlediska agency costs. Rozvíjí teorii nazvanou Management Discretion Hypothesis, která vysvětluje výhody vzájemného a akciového typu organizace a ukazují, jak se mohou vzájemně kompenzovat. Nevýhodou akciové formy je střet zájmů mezi pojištěnci akcionáři a u akciové formy pak chybějící dohled nad manažery. Empirické podložení⁷⁴ této hypotézy je ovšem poněkud smíšené. Druhá zmíněná práce navíc obsahuje empirické šetření konverzí pojišťoven ze vzájemných na smíšené. Tento výzkum ukazuje vyšší náklady v případě smíšeného typu a rychlý růst v počtu aktiv a geografické působnosti v letech po konverzi.

Z dostupné literatury tedy vyplývá, že vzájemné typy finančních zprostředkovatelů přináší obecně nižší riziko. Toto se týká jak rizika na straně aktiv, tak i pasiv a dále vykazují obecně nižší zadlužení a také riziko úpadku. Tyto vlastnosti vyplývají z teoretických modelů i empirických zjištění. Zároveň bylo zjištěno, že zákazníci vzájemných zprostředkovatelů jsou více rizikově averzní. Na druhou stranu vzájemní zprostředkovatelé jsou finančně a operativně méně efektivní. Vyšší náklady financování vyplývají z prémie,

vysoké manažerské požitky během procesu transformace. K podobným závěrům dochází také Carhill, Iftekhar (1997).

⁷³ Tito autoři vlastně odstartovali zkoumání problému principál-agent. Různá finanční rozhodnutí byla zkoumána jak následky nesčetných konfliktů zájmů na všech úrovních uvnitř i vně firmy v prostředí informačních asymetrií. Konflikty zájmů se objevují ve valné většině rozhodnutí a hrají velmi významnou roli. Tato teorie je potom schopna vyřešit velkou část dosud nevysvětlitelných událostí, které se odlišují od modelu perfektních trhů, kde mají všichni agenti stejné zájmy. Není ovšem schopna poskytnout komplexní vysvětlení funkce finančních zprostředkovatelů a jejich role na trzích a v celé ekonomice.

⁷⁴ Viz například Hansmann, (1985), Kroll, Wright, Theerathorn (1993) a Pottier, Sommer (1997).

kteřou nesou méně likvidní vzájemné podíly. Větší manažerské pravomoci a menší kontrola pak mají za následek vyšší provozní náklady.

Z koexistence obou forem ve finančním sektoru je potom možno usuzovat, že tyto faktory (anebo další) fungují jako proti sobě ve vzájemné soutěži. V kontextu rovnováhy, kde cena výsledného produktu (samotného finančního zprostředkování) je endogenní, by totiž jinak vyplývalo, že by dlouhodobě mohla přežít jediná efektivnější forma.

Příčina koexistence obou forem tedy vyplývá z odlišného ocenění výsledných produktů různými zákazníky. Stabilita výsledného stavu pak vplývá z heterogenity tolerance rizika mezi potenciálními zákazníky. Podle dostupných zjištění skutečně platí, že vzájemní zprostředkovatelé prodávají produkt s vyšší cenou a nižším rizikem zákazníkům, kteří jsou rizikově více aversní. Oproti tomu instituce akciového typu nabízejí rizikově méně aversním klientům produkty, které jsou levnější, ale nesou vyšší riziko. Další vývoj vzájemné soutěže obou forem pak záleží na zejména na nákladové efektivitě každé z nich.

3.4 Funkce finančních zprostředkovatelů

V části 2.1 byly diskutovány funkce finančních trhů. V této subkapitole budou popsány funkce finančních zprostředkovatelů a jejich vlastnosti, které jsou důvodem jejich účasti na finančních trzích.⁷⁵ Klasifikace a

⁷⁵ Tato subkapitola popisuje zejména klasické teorie finančního zprostředkování. Ty jsou založeny na tezi, že zprostředkovatelé vyplňují mezery způsobené tržními nedokonalostmi. Pokud tedy nedokonalosti na trzích vymizí, tak i zprostředkovatelé pozbudou důvody ke své existenci. Viz také poznámka č. 49.

kategorizace těchto funkcí se liší podle různých autorů a použitých přístupů. V následujícím textu jsou shrnuty a popsány základní přístupy k této problematice a dále je odkázáno na literaturu, která obsahuje detailnější přehled.

Jako základní funkce finančních zprostředkovatelů se obvykle uvádějí optimalizace platebního systému, kvantitativní a kvalitativní transformace, zajišťování likvidity a snižování rizik, jimž účastníci finančních trhů čelí. Celkově tedy jde o odstraňování primárních příčin těchto problémů, jimiž jsou transakční náklady a informační asymetrie. Úlohy spojené s platebním systémem jsou spojené zejména s bankami (resp. jiných institucí přijímajících vklady, které jsou obvykle součástí clearingového systému a přijímají příkazy svých klientů k převodu vkladů) a nejsou předmětem zkoumání této práce.⁷⁶

Transformace kapitálu⁷⁷ znamená přeměnu forem a charakteristik vypůjčených a zapůjčovaných prostředků finanční zprostředkovatelem. Kvantitativní transformací se rozumí operace s různými objemy vkladů na jedné

⁷⁶ Základní definicí bank je kontinuální přijímání vkladů od veřejnosti a emise úvěrů. Mimo toho je jejich stěžejní činností zajišťování platebních transakcí. Ty jsou specifické právě bankám, i když se vyskytly některé finanční inovace, které je napodobovaly. Můžeme zmínit například šekovatelné vklady u podílových fondů peněžního trhu (Money Market Mutual Funds) v USA – viz: Mishkin (2006) kapitola 3. Objem platebních transakcí sice stabilně stoupá, ale podle posledních trendů na světových trzích se zdá, že podíl příjmů z těchto služeb bude klesat zejména kvůli zmíněným inovacím, přechodu k elektronickým transakcím a outsourcingu. Viz Deloitte Touche Tohmatsu (2006) str. 9.

⁷⁷ Transformace aktiv finančními zprostředkovateli je popsána už v: Klein (1973). Zde je vyzdvihována jejich schopnost poskytnout výběr optimálního portfolia investorovi, který je omezen ve svých investičních možnostech. Podobně dále Kane, Buser (1979) argumentují, že problémy spojené s dělitelností finančních aktiv upřednostňují účast zprostředkovatelů v investičním procesu. Obě zmíněné práce pak vidí základní roli finančních zprostředkovatelů v transformaci finančních aktiv o velkých denominacích do menších jednotek. Dále vidí spojitost transformace aktiv se schopností diverzifikace (viz dále).

straně a investic na druhé. Typickým příkladem je velké množství drobných střadatelů a menší množství větších úvěrů v případě banky.

Kvalitativní transformace oproti tomu má několik rozměrů. První je časová transformace anebo také transformace z hlediska splatnosti. Požadavky na dobu splatnosti se mezi zapůjčovatelí a vypůjčovatelí obvykle zásadně liší a proto mezi ně vstupují finanční zprostředkovatelé, kteří propojují obě strany a vytvářejí pro obě strany možnost být zainteresován v kontraktu na požadovanou dobu. Dále se používá termín teritoriální transformace, kterou se rozumí přesun prostředků mezi regiony anebo zeměmi. K měnové transformaci pak dochází, pokud zdroje jsou v jiné měně než aktiva za ně nakoupená. Likviditní transformací se pak obvykle rozumí přeměna likvidních a obchodovatelných aktiv do méně likvidních nebo sekundárně neobchodovatelných aktiv.

Finanční zprostředkovatelé jsou dále schopni účinně snižovat transakční náklady⁷⁸, které jsou spojeny s přesunem prostředků mezi věřiteli a dlužníky. Jednak vznikají z nutnosti nalézt pro samotné uskutečnění obchodu vhodné partnery, jejichž potřeby se navzájem doplňují.⁷⁹ Pro naprostou většinu subjektů je neúnosně nákladné shromažďovat a aktualizovat potřebné informace o potenciálních obchodních partnerech. Dále je pro účastníky finančních trhů

⁷⁸ Absence transakčních nákladů jsou jedním z předpokladů teorie kompletních trhů. Ve skutečnosti jsou ale tyto náklady nenulové a jejich započítání do modelů může přinést výsledky, které se s realitou shodují mnohem lépe. Zajímavým pokusem je např. práce: Aiyagari (1993), která mimo jiné vysvětluje právě nenulovými transakčními náklady existenci premií (přirážek) u cen akcií a nízkou úrokovou míru na bezriziková aktiv. Implikací zmíněného modelu je teze, že snížení transakčních nákladů povede ke snížení cenových premií.

⁷⁹ Tato funkce úzce souvisí s kvantitativní a kvalitativní transformací zmiňované v předchozích odstavcích. Právě tento proces hledání a párování (matching) je jednou z hlavních opodstatnění existence finančních zprostředkovatelů. Transformace je tedy jejich funkcí a zmíněná redukce nákladů je efektem, který z této funkce vyplývá. Obecný model je popsán v: Siandra (2002).

nákladné samotné provádění operací, které vedou k vytvoření požadované pozice. V obou těchto případech dochází zapojením specializovaných zprostředkovatelů k realizaci úspor z rozsahu.⁸⁰

Na finančních trzích je přítomen a tedy hojně diskutován problém informační asymetrie⁸¹. Ta pramení z faktu, že investoři nemají vždy všechny

⁸⁰ Jednou z pionýrských prací v této oblasti pak je již v úvodu této práce citovaná publikace Gurley, Shaw (1960), kde je mimo jiné zdůrazňována právě spojitost mezi finančními zprostředkovateli a transakčními náklady. Jako jeden z příkladů uvádí fixní náklady spojené s ohodnocením různých aktiv. Zde mají zprostředkovatelé výhodou, protože tyto náklady mohou být sdíleny více investory. Podobně pak náklady na uskutečňování jednotlivých obchodů umožňují zprostředkovatelům držet více diverzifikovaná portfolia.

Právě úspory z rozsahu (transakčních nákladů) jsou mnohými autory vnímány jako nejdůležitější opodstatnění existence finančních zprostředkovatelů. Mezi prvními se tato teze také objevuje v: Benston, Smith (1976), Autoři dále uvádějí jako hlavní důvod existence finančních zprostředkovatelů: „the raison d’être for this industry is the existence of transaction costs“. Dále se tomuto tématu věnuje např. Fama (1980).

⁸¹ Teoretický úvod do problému asymetrie na finančních trzích a odkazy na pionýrské práce obsahuje např.: Spencer (2000) kapitoly 1–5. Jednou z prvních a nejcitovanějších je Leland, Pyle (1977). Tato práce představuje model s podnikateli hledajícími financování svých projektů, jejichž výnosy jsou známy jenom jim. Je ovšem možno získat informace o kvalitě těchto projektů za určité náklady a mohl by se tedy objevit specializovaný agent, který je bude shromažďovat a následně prodávat. První problém je spatřován v aspektu volné šířitelnosti již jednou zakoupené informace prvním kupcem. Druhým problémem je důvěryhodnost těchto informací. Pro potenciální kupce totiž může být obtížné rozlišit dobré a špatné informace, což by vedlo k pádu trhu s informacemi. V práci je ukázáno, že oba tyto problémy mohou být překonány, pokud se zmíněným informačním specialistou stane zprostředkovatel, který bude nakupovat a prodávat aktiva na základě těchto specializovaných znalostí. Je tomu tak, protože privátní informace je ztělesněna soukromým statkem. Ten se zde objevuje na dvou úrovních – jednak je to podnikatelova ochota podílet se na projektu (podíl akciového financování společnosti) a dále v případě zprostředkovatelů opět jejich vlastním prospěchem z výnosu portfolia (stejně tak akciový podíl ve financování samotného zprostředkovatele). V tomto případě se tedy implicitně předpokládá nemožnost pozorovat a kopírovat složení portfolií zprostředkovatelů. (Tento předpoklad se může zdát obecně sporný, ale přesto se nabízí zajímavé srovnání: společnosti sdružené v Asociaci fondů a asset managementu České republiky jsou podle Závazných pokynů povinny zveřejňovat složení portfolií svých podílových fondů s tříměsíčním zpožděním.) Vlastní podíl je tedy nákladným signálem znalosti výsledku a hodnota

informace, které by byly potřebné k relevantnímu posouzení dlužníky nabízených závazků. Problém informační asymetrie se může objevit ex-ante, kdy investoři nemohou rozlišit mezi dlužníky s různým stupněm kreditního rizika před poskytnutím půjčky. Toto vede k problému nepříznivého výběru, kdy jen zapůjčovatelé s vyšším rizikem budou využívat trhu k získání zdrojů nebo ho budou využívat ve vyšší míře. Informační asymetrie v průběhu vztahu vede k problému morálního hazardu. Ten pak ve skutečnosti nastává, pokud zapůjčitel provádí takové aktivity, které snižují pravděpodobnost splacení

firmy se zvyšuje s podílem vlastního kapitálu, což je v rozporu se známým Modigliani-Miller teorémem.

Původní závěry této práce se však později ukázaly jako mylné. Místo důkazu, že diverzifikace snižuje průměrný signalizační náklad na projekt, došly k opačnému výsledku. Viz Diamond (1984) a poznámka č. 82.

Následně Hirshleifer, Riley (1979, 2003) shrnují, že v případě, pokud soukromá informace, na jejíž získání jsou potřeba náklady, může být s nižšími náklady použita dalšími agenty, bude docházet k suboptimální produkci informací. Implikací pro finanční zprostředkovatele tedy je že, pokud získají informaci o potencionálním dlužníkovi, musí být schopni jim tuto znalost signalizovat bez prozrazení jiným agentům. Problém důvěryhodnosti úspěšně řeší Allen, Gale (1998) v modelu, kde je specializovaný agent s lepšími informacemi než investor. Ten by chtěl vstoupit na trh, ale obává se nepříznivých překvapení. Specialista vlastní potřebnou informaci ale nemůže ji v případě jednokolového kontraktu důvěryhodně předat. Pokud ale dochází k opakovaným kontraktům, agent, který poskytuje informace, se musí obávat ukončení výhodného vztahu, a tedy dochází k uzavření oboustranně výhodného kontraktu.

Na problém pozorovatelnosti portfolií upozorňuje Campbell, Kracaw (1980). V původním modelu se předpokládá signalizační rovnováha, ale pokud taková existuje, pak jsou firmy správně ohodnoceny bez ohledu na přítomnost zprostředkovatelů. Autoři dále rozšiřují model právě ve druhé úrovni signalizování hodnověrnosti informací – v rámci zprostředkovatele, kde jeho vlastníci (manažeři) demonstrují svoji důvěru v portfolio majetkovou účastí na firmě.

Někteří autoři také zmiňují úspory ze sortimentu (economies of scope). Primitivní model polohy, kde jsou jednotliví klienti geograficky rozmístěni a čelí nákladům na dopravu, poskytuje opodstatnění pro jednoho zprostředkovatele poskytovat více různých druhů služeb. Diverzifikační teorii úspor ze sortimentu pak přináší: Pyle (1971). Oproti tomu ale informační úspory ze sortimentu pak přinášejí nákladovou výhodu velkým bankám, které nabízejí „one-stop shopping“, a umožňuje jim si udržet svoje klienty kvůli nenulovým nákladům na přechod k jinému zprostředkovateli. Tato určitá tržní síla dovoluje univerzálním bankám snížit inovace jimi nabízených produktů a to dále vede k nižším celkovým reálným investicím a nižší než optimální efektivitě finančních trhů. Více o tomto v: Kanatas, Qi (2000).

půjčky. Informační asymetrie ex-post se objevuje, pokud pouze zapůjčitelé a nikoli investoři mohou zjistit skutečnou návratnost investice po jejím dokončení. Zde potom vznikají náklady na auditing, ověřování stavu projektu a vynucování plateb.

A přestože některé informace jsou dostupné, investorům se nevyplatí je shromažďovat a vyhodnocovat, protože tento proces by pro ně byl pravděpodobně nákladnější než případný výnos z investice. A právě agregace menších vkladů i v tomto případě vedou k úsporám z rozsahu v případě provádění monitoringu⁸² a vyhodnocování informací o dlužnících finančními

⁸² Myšlenka monitoringu se prvně objevuje v práci: Townsend (1979). Monitoring je pak jedním z řešení paradigmatu nákladného ověřování stavu (costly state verification), kterou nese věřitel při kontrolování stavu dlužníka a při rozhodování, zda je ten schopen splatit půjčku. V této práci se ale předpokládá, že věřitel se rozhoduje, zda bude monitorovat dlužníka až po skončení projektu a je závislá na vyplacené částce. Tento náklad tedy není nesen vždy a právě zde je rozdíl oproti Diamond (1984), kde je tento náklad spojen s každým projektem a je potřeba ho vynaložit před tím, než je výsledek daného projektu obecně znám.

Zásadní práci o tomto tématu je tedy: Diamond (1984). Monitoring v širším smyslu znamená screening (ve smyslu snižování adverse selection), zabraňování oportunistickému chování v průběhu investice a auditing nebo potrestání dlužníka, který nesplnil svoje závazky. Proces monitoringu je spojen s určitými náklady a proto je efektivnější ho svěřit specializovanému agentovi (finančnímu zprostředkovateli). Právě Diamond (1984) jako první úspěšně řeší problém posunutí monitoringu na zprostředkovatele známý jako „monitoring the monitor“. Ten vyplývá ze skutečnosti, že věřitel musí místo monitorování dlužníků monitorovat zprostředkovatele. Tento problém je (alespoň částečně) překonán, pokud náklady na monitorování zprostředkovatele jsou nižší než v případě přímého monitorování dlužníků. Ve zmíněném modelu se toto uskutečňuje skrze kontrakt mezi věřitelem a zprostředkovatelem, který obsahuje ustanovení, že zprostředkovatel dostane odměnu pouze, pokud provede svůj monitorovací úkol v dohodnutém rozsahu. V opačném případě bude vystaven určitým nepeněžním nákladům, jako je například bankrot nebo ztráta reputace. V této práci se předpokládají koalice dlužníků a věřitelů, kteří jsou schopni pomocí centralizace dosáhnout nižších nákladů na monitoring než v případě čistě tržního uspořádání. Zároveň je ukázáno, že diverzifikace je v tomto nutným předpokladem k výše uvedeným výsledkům.

Podobný model také představili v témže roce Ramakrishnan, Thakor (1984). Zde se ale objevují odlišné předpoklady o informační asymetrii a tím pádem se poněkud různí

zprostředkovateli. Zejména v případě bank pak dochází k vytváření vlastních specifických vztahů mezi zprostředkovatelem a dlužníky. Finanční zprostředkovatelé tedy mohou působit jako agenti, kteří jsou schopni účinně shromažďovat a vyhodnocovat rizika spojená s jednotlivými investičními příležitostmi.

Finanční zprostředkovatelé jsou tedy podle zmíněných modelů schopni získávat informace s nižšími relativními náklady než samostatní investoři. Jedna jejich výhoda pramení ze skutečnosti, že jsou schopni se vyhnout nákladným duplikacím v procesu získávání informací. Druhou výhodou pak jsou rostoucí výnosy z rozsahu v této činnosti. Je tomu tak proto, že zprostředkovatelé získávají a rozvíjejí specializované schopnosti v oceňování investičních projektů. Dále si budují určitý objem univerzálních znalostí, které je možno použít u různých projektů a recyklovat je v čase.

Finanční zprostředkovatelé hrají důležitou roli na úvěrovém trhu, protože snižují náklady na přesun zdrojů od relativně neinformovaných investorů k jejich využitím, která jsou informačně senzitivní, a proces jejich ohodnocení obvykle není snadný. Zprostředkovatelé se specializují na činnosti,

implikace obou modelů. Zatímco v Diamond (1984) je řešením problému dluhový kontakt, tento model prosazuje „kompenzační“ kontrakt a také funkce v zprostředkovatele v druhém modelu je čistě brokerská. Dále se pak tomuto tématu věnují například tyto práce: Boyd, Prescott (1985), Gorton, Haubrich (1987) nebo Hellwig (1991).

Podobně podle Holmstöm, Tirole (1993) osobní účast monitorujícího agenta na projektu přináší vyšší kredibilitu z důvodu přímého zájmu manažerů na úspěchu. Dále argumentují, že cena akcií obsahuje informační složku, která se také odvíjí od zainteresovanosti managementu. Velikost této složky se dále liší podle likvidity trhu.

Právě kolem problému costly state verification bylo dále provedeno mnoho výzkumných prací, které vedly k částečně rozdílným výsledkům ohledně podoby optimálního kontraktu mezi dlužníkem a věřitelem. Mezi nejzásadnější patří např.: Gale, Hellwig (1985) a Krasa, Villamil (2000). Přehled původní literatury na toto téma v poněkud snadněji přístupnější podobě pak poskytuje: Harris, Raviv (1995).

kteří zahrnují shromažďování informací o investičních možnostech, jejich zpracování a vyhodnocení a monitorování výkonů dlužníků. Touto činností přispívají k efektivnější alokaci zdrojů. Přesto však nedochází k replikaci výsledků, které by byly dosaženy, kdyby na úvěrovém trhu nebyla přítomna informační asymetrie, protože povaha kontraktů a objem úvěru se liší.

Přehled rizik, kterým čelí účastníci finančních trhů, je popsán v subkapitole 2.3. Finanční zprostředkovatelé jsou pak schopni svým klientům nabídnout služby snižování, obchodování a sdílení rizika⁸³. Právě zprostředkovatelé jsou obecně velmi účinně schopni snižovat některá rizika díky svojí znalosti trhů a odbornosti. Dále také mohou minimalizovat zejména nesystematické⁸⁴ riziko jednotlivých instrumentů skrze svoji schopnost

⁸³ Model, kde domácnosti mohou čelit idiosynkratickému riziku, které ovlivňuje jejich potřebu likvidních prostředků, nabízí klasická práce: Diamond a Dybvig (1983). V tomto modelu jsou ex-ante identičtí investoři, kteří neznají časování své budoucí potřeby likvidity. Bez zprostředkování jsou všichni investoři odkázáni na nelikvidní typ investice s delším časovým horizontem. Ti, kteří potřebují prostředky dříve, získají nižší výplatu kvůli nákladovosti předčasně ukončené investice. Podle tohoto modelu tedy platí, že v ekonomice s domácnostmi, které jsou vystaveny individuálním likviditním šokům, může být tržní alokace (trh s obecnými dluhopisy) nahrazena efektivnější metodou, kde finanční zprostředkovatelé nabízejí depozitní kontrakty. Tento systém „zásobáren likvidity“ ale může být velmi křehký, protože obsahuje podstatné riziko „runů“ na banky způsobených posunem v očekáváních. Autoři dále tvrdí, že tento problém může být překonán povinným pojištěním vkladů. Model je rozvíjen v dalších pracích, např.: Postlewaite, Vives (1987), Cooper, Ross, (1991) anebo Von Thadden (1998).

⁸⁴ Nesystematické riziko vyplývá z možnosti změny ceny daného cenného papíru jako reakce na události, které ovlivňují nebo se týkají pouze emitenta tohoto aktiva (příp. menší skupiny podobných emitentů, někdy se uvádí i celého odvětví). Je spolu se systematickým rizikem součástí celkového rizika každého finančního aktiva a je možné ho fakticky eliminovat vhodnou diverzifikací. Ta je definována jako proces rozložení investované částky mezi vyšší počet jednotlivých aktiv a jejich typů. Někdy je také označována jako jediný „obědem zdarma“ v ekonomice (původně v: Malkiel (1973)), protože tento způsob snižování rizika nutně nesnižuje očekávaný výnos (nebo také pro dané riziko je možno pomocí diverzifikace zvýšit očekávaný výnos). Předpokladem pravdivosti tohoto bonmotu jsou samozřejmě dostatečně nízké transakční náklady (nebo právě úspory z rozsahu v případě finančních zprostředkovatelů).

diverzifikace.⁸⁵ Mimo toho někteří z nich nabízejí produkty, které klientům na obou stranách finančních trhů přinášejí možnosti účinného řízení specifických rizik. Právě tato funkce finančních zprostředkovatelů může mít zásadní vliv na dlouhodobý ekonomický růst skrze změnu úrokových měr na uložené prostředky.

Mimo této základní činnosti pak finanční zprostředkovatelé zajišťují jiné funkce, které jsou spojeny s různými součástmi finančního systému. Jednou z nich je již zmíněné zajišťování platebního systému obvykle bankovními institucemi. Dále někteří zprostředkovatelé fungují jako prostředek monetární transmise. Jsou tedy kanálem, přes který centrální banky provádějí svoje akce k ovlivnění finančního systému a ekonomiky. Jinou funkcí je sdílení rizika investory, kterému jsou vystaveni, výměnou za obětovanou platbu. Tato služba je obvykle poskytována pojišťovny.

Podobný přehled obsahuje Merton (1995), který v sekci 2 shrnuje základní funkce finančních zprostředkovatelů ve třech bodech. Prvním je uspokojování potřeb věřitelů a dlužníků vytvářením kompletních (nebo spíše kompletnějších) trhů. Toto se děje pomocí vytváření nových cenných papírů nebo služeb, které nabízejí širší možnosti sdílení rizika, časové a prostorové transformace anebo zajišťování. Ve druhém bodě potom uvádí snižování transakčních nákladů anebo zvyšování likvidity. Třetí bod zmiňuje snižování

⁸⁵ Právě okolo schopnosti finančních zprostředkovatelů účinněji diverzifikovat portfolia (a tím snižovat celkové riziko) proběhla a nadále probíhá zajímavá diskuze. Diverzifikace totiž nepřináší užitek pouze investorů, ale má i nepřímý vedlejší efekt, který vede k zvyšování rychlosti technologickému pokroku. Agenti se průběžně snaží vyvíjet technologická zlepšení, která jim přinesou výhody na trhu, ale zároveň jsou riziková. Právě schopnost finančních zprostředkovatelů držet dostatečně diverzifikované portfolio podporuje inovační aktivity produkujících agentů za (obecně akceptovaného) předpokladu investorů, kteří jsou averzní k riziku. Původně také Schumpeter (1912) – viz kapitola 2.2. Dále viz: Greenwood, Jovanovic (1990), King, Levine (1993), Levine (1999) str. 12.

agency costs, které vyvstávají z informační asymetrie mezi obchodujícími stranami nebo z nedokonalého monitorování výkonu delegovaného agenta.

Jiný přístup ke klasifikaci funkcí finančních zprostředkovatelů obsahuje 6 základních součástí.⁸⁶ První se nazývá tvoření (origination) a zahrnuje tvorbu, případně nalezení a ohodnocení nových finančních závazků vydaných klienty. Druhá je distribuce, která je procesem získávání prostředků prodejem nově vydaných závazků zákazníkům, kteří mají zdroje na jejich pořízení.⁸⁷ Třetí funkcí je servisní činnost, která se sestává ze shromažďování plateb od emitentů a jejich převod držitelům závazků. Dále balení (packaging) zahrnuje výběr a shromažďování různých finančních aktiv (pooling) a případně následné rozdělování toků z těchto aktiv mezi jednotlivé typy finančních závazků.⁸⁸ Další funkcí je vlastní zprostředkování, kterým se rozumí průběžný

⁸⁶ Tuto klasifikaci používá např.: Oldfield, Santomero (1997) na str. 8–10.

⁸⁷ Distribuce obecně může probíhat ve dvou formách. Jednak jako zprostředkovaná (brokered) transakce, kdy jsou aktiva přímo převedena na investora a ten zpětně převádí prostředky emitentovi. V tomto případě finanční zprostředkovatel se nikdy nestává vlastníkem předmětných aktiv, ale zajišťuje jejich přesun do investora portfolia. Druhou možností je nákup vydaných aktiv do majetku zprostředkovatele a jejich následný prodej nebo distribuce z vlastních zásob.

⁸⁸ Příkladem této aktivity může být vytváření sekuritizovaných pohledávek za hypotékami. V USA je to např. známá Fannie (Federal National Mortgage Association – FNMA, <http://www.fanniemae.com>) založená v roce 1938 a privatizovaná v roce 1968 nebo Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC, www.freddie.com) fungující od roku 1970 a také federální Ginnie Mae (Government National Mortgage Association – GNMA, <http://www.ginniemae.gov>) založené v roce 1968. Tyto společnosti zprostředkovatelsky nakupují hypotéky a financují je z prodeje jiných cenných papírů (většinou dluhopisů). V České republice pak na podobném principu fungují hypoteční zástavní listy, což jsou dluhopisy, jejichž jmenovitá hodnota včetně úroků je plně kryta pohledávkami z hypotečních úvěrů. Ty jsou jištěny prostřednictvím zástavního práva reálně existující hodnotou nemovitostí. Na rozdíl od výše popsaných jsou tyto instrumenty emitované přímo bankou, která poskytla hypotéky. Podobný postup používají někteří jiní finanční zprostředkovatelé a výsledné cenné papíry se pak obvykle označují jako pass-through securities.

nákup a prodej různých finančních aktiv jedním subjektem.⁸⁹ Poslední aktivita je tvorba trhu, která představuje prodej a nákup identických instrumentů.⁹⁰

Přehled funkcí finančních zprostředkovatelů uvedený v této subkapitole představuje krátký výtah z klasických teorií zkoumajících rozmanité činnosti a služby poskytované těmito současnými institucemi. Navíc, jak již bylo zmíněno a bude dále probráno v následující části, výčet funkcí vykonávaných zprostředkovateli není a nemůže být úplný, protože tyto instituce se snaží pružně reagovat na regulatorní změny a vyhledávají nové příležitosti. Tak se jejich funkce ale i podoba v průběhu času mění a může tak být poněkud obtížněji uchopitelná. Nicméně další přehledy a klasifikace funkcí finančních zprostředkovatelů je možno nalézt např. v: Saunders, Millon-Cornett (2006) kapitola 1, Claus, Grimes (2003) kapitola 3 anebo Freixas, Rochet (1997). Detailní průzkum a shrnutí jednotlivých klasických prací poskytuje např.: Bhattacharya, Thakor (1993)⁹¹ anebo ještě původnější: Santomero (1984), zejména potom sekce 1 a 2.

⁸⁹ Zprostředkovatel pak tedy kupuje finanční instrumenty na svůj účet a jejich nákup financuje z prodeje závazků proti vlastní rozvaze. Obecně se rozlišují tři typy této aktivity: (i) poskytnutí pojištění, čímž pojistitel přebírá závazek vyplývající z pojistky; (ii) poskytnutí půjčky, kdy zprostředkovatel používá vlastní zdroje k poskytnutí úvěru; (iii) úpis cenných papírů, kdy zprostředkovatel nakupuje cenné papíry dlužníka jako jistinu.

⁹⁰ Tato funkce není obecně spojována jen s finančními zprostředkovateli. Přesto tvůrce trhu působí jako zprostředkovatel, když financuje zásoby emisí vlastních cenných papírů.

⁹¹ V této později hojně citované práci autoři rozdělují funkce finančních zprostředkovatelů na makléřskou činnost a kvalitativní transformaci aktiv. Do první skupiny jsou pak zahrnovány služby spojené se zajišťováním transakcí, finančním poradenstvím, ohodnocováním projektů a ratingem, emisí aktiv a ostatní. Přínos zprostředkování v této oblasti plyne z nákladové výhody při ohledně získávání informací. Makléř je jednak efektivnější při vyhodnocování různých signálů a také platí fakt, že informace jsou znovu využitelné jednak v čase a také mezi zákazníky a jednotlivými aktivy. Vlastnosti aktiv, které jsou předmětem kvalitativní transformace, jsou potom již zmiňované atributy jako: doba do splatnosti, likvidita a riziko. A dále do této skupiny řadí dělitelnost (divisibility) aktiv, což je v postatě dříve popsána

4. Kritika klasické teorie finančních zprostředkovatelů

Tradiční teorie popisované v předchozím oddílu jsou víceméně založeny na nedokonalostech finančních trhů – transakčních nákladech a informačních asymetriích. Tyto nedokonalosti stěžují přímé obchody mezi účastníky trhů. Zprostředkovatelé se v nich potom objevují jako přirození agenti, kteří spojují investory a dlužníky a vytvářejí aktiva, která uspokojují jejich potřeby. Je tomu tak proto, že skrze úspory z rozsahu mají kompetitivní informační výhodu nad konečnými účastníky trhů, a proto kontrolují a monitorují dlužníky jménem investorů. Dále překlenují rozdíly v časových a objemových potřebách investorů a dlužníků. Mimo toho také poskytují platební a clearingový systém a umožňují tak hladkou výměnu peněz a aktiv mezi jednotlivými stranami.

Za tyto činnosti jim náleží odměna, která je pro jejich klienty nákladem a tedy atributem i příčinou tržní nedokonalosti. Pokud je pro jejich zákazníky tato odměna nákladem, tak v případě zmenšování tržních nedokonalostí a s posunem směrem k dokonalejším trhům by měli zprostředkovatelé mizet ze scény a naopak. Pozorovaná skutečnost, která je znázorněna vzrůstem přidané hodnoty v oboru finančních služeb na grafu č. 2, by napovídala spíše ten opačný vývoj, tedy prohlubování tržních nedokonalostí.

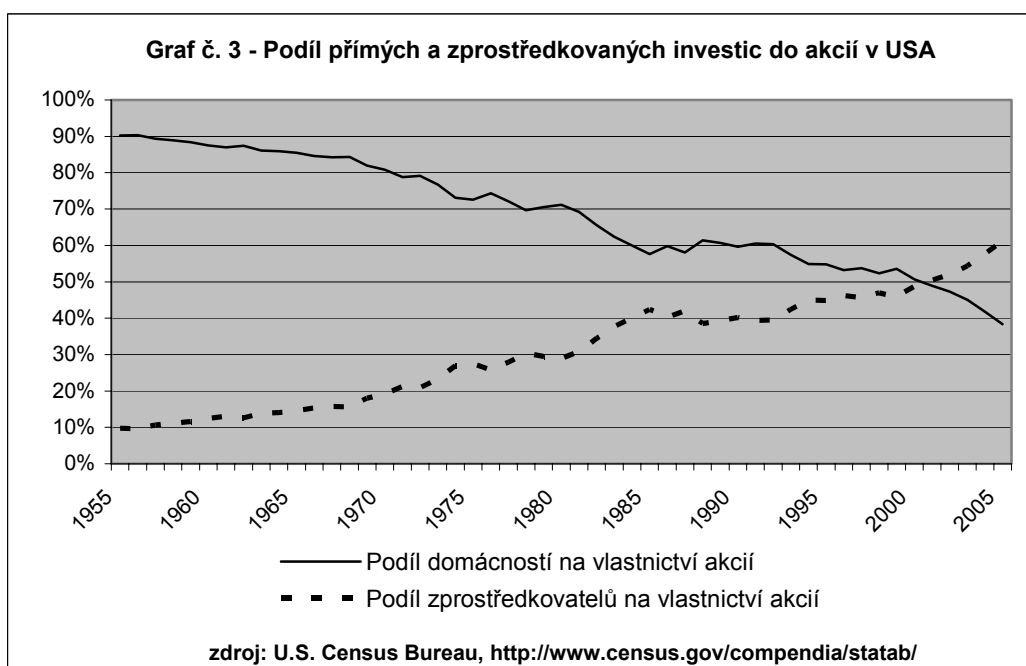
kvantitativní transformace. Dále se zde uvádí rozdíly mezi specializací jednotlivých druhů finančních zprostředkovatelů: banky tradičně pokrývají prakticky všechny zmíněné funkce, zatímco většina ostatních zprostředkovatelů se specializuje jen na některé funkce.

Od zrodu klasických teorií finančního zprostředkování ale došlo k výrazné proměně fungování finančních trhů spíše pozitivním směrem. Pro investory a dlužníky jsou operačním prostorem liberalizované a deregulované trhy. Další postup deregulace a liberalizace navíc dává prostor k sekuritizaci⁹² finančních instrumentů, což je činí transparentními a homogenizovanými a tím snáze obchodovatelnými prakticky kdekoliv na světě. Všechny informace o makroekonomickém a monetárním vývoji a jiných účastnících trhů z celého světa jsou okamžitě dostupné s prakticky nulovými náklady díky ohromnému rozvoji informačních technologií. Firmy mohou vydávat akcie na internetu a stejně tak investoři realizují svoje transakce z domova skrze elektronické spojení s brokery. V posledních dekádách ale došlo na finančních trzích k zásadním změnám a je možné tvrdit, že došlo k obecnému poklesu transakčních nákladů a informačních asymetrií.

Přesto se ale s celkovým růstem finančních trhů došlo k posunu od přímé účasti jednotlivců na trzích ke zprostředkované. Tento vývoj je zobrazen na grafu č. 3. V Evropě ale v 90. letech nebyl tento vývoj tak jednoznačný. V některých zemích došlo k nárůstu podílu objemu akcií na celkovém finančním majetku domácností. Je ale otázkou, do jaké míry je toto důsledkem opožděného

⁹² Sekuritizace je proces balení finančních aktiv a jejich transformace do nového zaměnitelného instrumentu, který může být volně obchodován na volném trhu. Ve větší míře dochází k rozvoji sekuritizace od 70. let minulého století a v posledních 15 letech došlo k opravdovému boomu v této oblasti. Například celkový objem finančních instrumentů, které jsou jištěny jinými aktivy, se ve světě od roku 1996 do roku 2006 zvětšil více než pětinašobně (zdroj: The Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA, <http://www.sifma.org>). V nejjednodušší formě pak jde o prodej určitého objemu pohledávek původcem, který je vytvoří nebo nakoupí, třetímu subjektu (special purpose entity, SPE). Ten je pak emitentem nového finančního instrumentu, který je zajištěn z původních pohledávek a následně vyplacen z příjmu z nich plynoucím. Přehled problematiky sekuritizace, přehled dosavadního vývoje a rozbor dopadu této aktivity na výkonnost bank včetně empirického výzkumu obsahuje Obay (2000). Detailnější přehled jednotlivých typů sekuritizačních transakcí a nástrojů a popis jejich rizik obsahuje Sabarwal (2005).

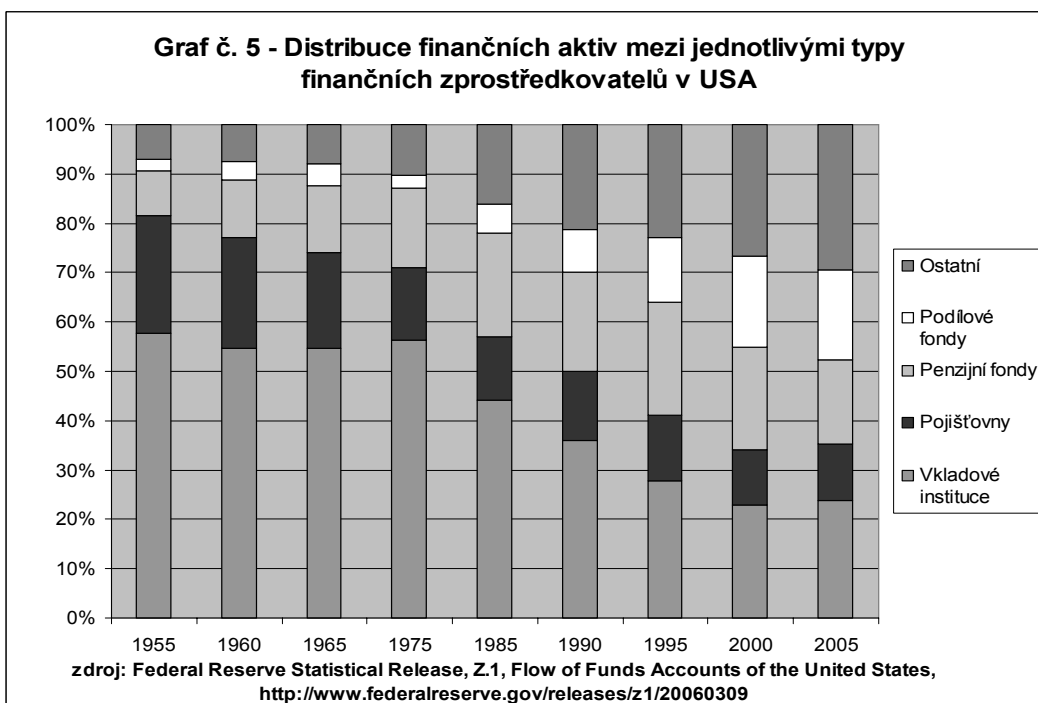
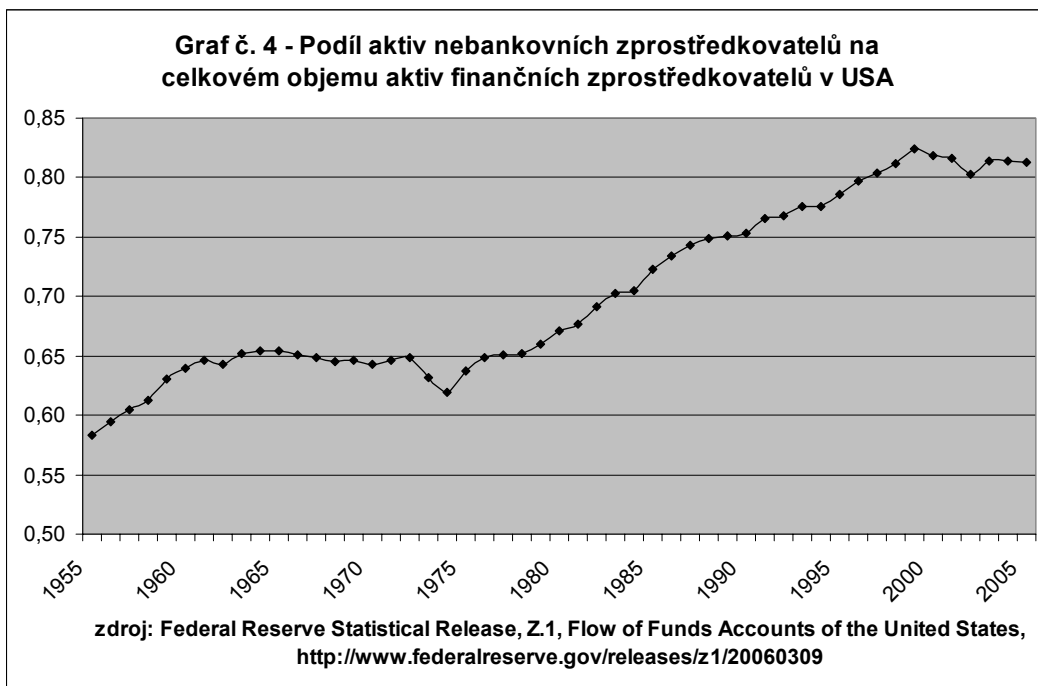
investičního boomu a pod vlivem spekulací z konce tohoto období. Nicméně ale platí, že i v evropských zemích rostly objemy aktiv ve fondech ještě rychlejším tempem.⁹³



Dále došlo ke změně v důležitosti jednotlivých typů zprostředkovatelů. Zatímco podílové nebo penzijní fondy dramaticky nabyly na důležitosti, podíl aktiv bank a pojišťoven klesal a ty se tedy musí snažit významně rozšířit rozsah služeb, které nabízejí. Tato proměna je reprezentována v grafu č. 4 a č. 5. Podobný trend byl potom v 90. letech minulého století zaznamenán i v evropských zemích.⁹⁴ Navíc, jak již bylo ukázáno v grafech č. 1 a 2, se celkový podíl zprostředkovatelů na trzích zvýšil, což je v rozporu s vývojem na trzích, který je popsán v úvodním odstavci.

⁹³ Dále viz: Babeau, Sbano (2003), Table 8.

⁹⁴ Opět Babeau, Sbano (2003), Table 6 a str. 12 – 15.



Podrobnější zkoumání zmíněných trendů ve Spojených státech, Velké Británii, Německu, Francii a Japonsku obsahuje Allen, Santomero (1999) v sekci 2. Autoři zde taktéž argumentují, že tradiční bankovní podnikání je na ústupu. Banky ale podle nich odpovídají adekvátně a zaměřují se na nové možnosti, a tedy podle některých měřítek alespoň udržují svoje pozice.⁹⁵ Podobný výzkum poskytuje Schmidt, Hackethal, Tyrell (1999) pro evropské země (Německo, Francie, Velká Británie) a podle této studie není trend přesunu k nebankovním zprostředkovatelům tak výrazný. Přesto i tato studie potvrzuje stagnující důležitost klasických bank, prodlužování zprostředkovacího řetězu a nástup nových typů zprostředkovatelů.

Zdá se tedy, že klasické teorie již nejsou schopny uspokojivě vysvětlit současný stav a vývoj na tomto poli.⁹⁶ Navíc většina prací, které se zabývají důvody existence finančních zprostředkovatelů (včetně těch základních zde uvedených), se soustředí čistě na funkce zprostředkovatelů v procesu zprostředkování. Zkoumají tedy, jak zprostředkovatelé napravují tržní

⁹⁵ V dalších částech se zmiňovaná práce zaměřuje na zkoumání odlišných funkcí zprostředkovatelů v těchto zemích a dále na vývoj ve Spojených státech s ohledem na měnící se strukturu trhů.

⁹⁶ Například standardní vysvětlení existence podílových fondů říká, že jejich cílem je dosáhnout pozitivních přínosů diverzifikace, která je pro jednotlivce vzhledem k vysokým transakčním nákladům nedosažitelná. Podílové fondy mohou obchodovat s mnohem menšími relativními náklady a jsou tedy schopny dosáhnout optimální portfolio levněji. Pokud by tato teze byla hlavním důvodem existence fondů, pak by bylo možno očekávat, že snížením nákladů jednotlivce by mělo dojít k poklesu podílu aktiv fondů. Toto ale v praxi pozorováno nebylo. Přestože došlo k významnému celkovému poklesu poplatků za obchodování (například na NYSE na počátku 70. let v důsledku zavedení konkurence), podíl aktiv v podílových fondech se dramaticky zvýšil.

Stejně tak se s rozvojem technologií, počítačů a internetu snížila cena informací a informační asymetrie. Toto ovšem nepodnítilo přímé zapůjčování domácnostmi a nesnížila se poptávka po finančním zprostředkování, ale dostupná data naznačují spíše opačný vývoj.

nedostatky a které překážky jim v tom brání. Jednotlivé typy zprostředkovatelů jsou zkoumány a posuzovány podle toho, jak hodně přibližují skutečnost ideálu perfektních trhů. Výzkumné práce se však nezabývají jejich skutečnou prací v reálném světě. Možná tedy autoři očekávají, že se výsledky teoretických zkoumání potvrdí v praxi anebo se na tyto otázky dostane, až budou úspěšně vyřešeny teoretické problémy.

Navíc většina výzkumných prací se zabývá bankami, jako reprezentativním nebo nejvýznamnějším typem finančního zprostředkovatele.⁹⁷ Místo zkoumání celého spektra rozličných institucí, které vykonávají služby finančního zprostředkování, tradiční teorie uvažují pouze typické instituce, které přijímají vklady nebo poskytují pojištění a vkládají prostředky jako investice do firem, a nereflektují vývoj nových typů zprostředkovatelů. Oproti tomu ale platí, že banky na počátku 21. století jsou zcela jinými institucemi než po většinu minulého století. Těžiště jejich aktivit se přesouvá z oblasti vkladů a půjček do mimorozvahových operací a i ty se zcela zásadně proměnily. Zároveň zásadně klesá důležitost bank, když jsou postupně nahrazovány jinými typy finančních zprostředkovatelů (viz opět graf č. 4). Klasické teorie zabývající se přijímáním vkladů a poskytováním půjček bankami jsou tedy již příliš vzdáleny dnešní realitě.

Ve zkratce je tedy možno říct, že zmírnění tržních nedokonalostí, které jsou údajně hlavním důvodem existence finančních zprostředkovatelů, nevedlo ke snížení poptávky po jejich službách. Zprostředkovatelé rostou a prosperují, i když se tržní nedokonalosti zmenšují. Je tedy zřejmě potřeba detailněji prozkoumat funkce a služby, které zprostředkovatelé nabízejí a pokusit se najít nová vysvětlení a teoretické přístupy. Existují tedy nějaké

⁹⁷ Alespoň některé ale pojmem banka označují i jiné typy finančních zprostředkovatelů.

důležité faktory, které tyto klasické teorie přehlížejí? Jsou přítomny dosud skryté skutečnosti, které nebyly v teorii finančního zprostředkování dosud reflektovány? Následující části se pokusí najít odpovědi na tyto otázky.

4.1 Řízení rizik finančními zprostředkovateli

V předchozí části bylo zmíněno, že zprostředkovatelé jsou schopni snižovat a řídit rizika svých klientů. Zdá se, že právě úlohy spojené s rizikem se mohou skrývat za rozvojem zprostředkování v posledních dekadách. Klasické teorie ale nenabízely příliš mnoho vysvětlení, proč právě řízení rizika hraje tak významnou roli.⁹⁸ V této části budou tedy blíže prozkoumány důvody, které vedly ke zvýšenému zájmu o management rizik.⁹⁹

Současný rozvoj nejde směrem, kde zprostředkovatelé jsou spojovacím článkem mezi dlužníky a investory, kteří získávají informace a kontrolují dlužníky jménem investorů. Jejich zaměřením není obchod s informacemi sám o sobě. Ten je spíše prostředkem v hlavním cíli, což je transformace, přesun, řízení a obchod s rizika. Stejně tak jejich zákazníci, regulátoři i zprostředkovatelé sami sebe vidí spíše jako obchodníky s rizikem spíše než producenty informací. Navíc i v ideálním světě úplných informací by zprostředkovatelé našli své místo, protože časové a rizikové preference investorů by ani tam nebyly kompletně sjednoceny skrze cenový mechanismus úrokové míry. A je právě úkolem zprostředkovatele, aby sjednocoval tyto potřeby. Zkušenosti z reálného světa napovídají, že zprostředkovatelé skutečně

⁹⁸ Vyjma otázky diverzifikace, která byla již dříve hojně diskutována zejména ve spojitosti s transakčními náklady. Viz poznámka č. 85.

⁹⁹ Tento přístup používá např. Allen, Santomero (1998).

fungují jako takový vitální článek, který spojuje rizikové preference obou stran finančních trhů.

Již bylo popsáno, že zprostředkovatelé využívají úspor z rozsahu a ze sortimentu v nakládání s informacemi. Ty jsou ale výraznější spíše v oblasti řízení rizika. Stejně tak popisované funkce kontroly a monitoringu dlužníků jsou spíše odrazem nakládání s rizikem. V těchto procesech mají zprostředkovatelé komparativní výhodu, protože jsou schopni vytvořit se zákazníkem bližší vztah díky své relativně větší velikosti a jsou tak schopni řídit rizika efektivněji než jejich jednotliví zákazníci. Zprostředkovatelé procesu přeměny úspor v investice produkují přidanou hodnotu tím, že uspokojují potřeby obou stran transformací vlastností přesunovaných aktiv. Tento kreativní proces transformace potom reflektuje rizikové preference investora a splňuje také potřeby zapůjčitele v ohledu rizika.

4.1.1 Motivace k řízení rizik

Koncepce rizika je poměrně moderní záležitostí. Ve středověké společnosti by se myšlenka řízení rizika nejspíše nesečkala s velkým pochopením, protože bohatství bylo spojováno s náhodou, osudem anebo Božími úmysly. Poprvé byl pojem rizika použit portugalskými mořeplavci, kteří označovali neprozkoumané oblasti moří jako „rizikové“. V dnešní době je ovšem riziko považováno za jedno z ústředních témat lidské civilizace.¹⁰⁰

¹⁰⁰ Toto ve své známé práci tvrdí Giddens (1991) a definuje vnímání rizika jako nebezpečí, které ovlivňuje naše prostředí a pramení z následků vlastního jednání. Dále odvozuje, že dnešní časový koncept rizika je myslitelný pouze za předpokladu lidského jednání, které počítá s budoucím užitekem. První rigoróznější zkoumání rizika se datuje na začátek 18. století, kdy Nicolas Bernoulli přišel s hádankou nazvanou Petrohradský paradox. Ten ukazuje, že mohou být zkonstruovány hry s nekonečným užitekem. V roce

V roce 1944 J. Von Neumann a O. Morgenstern axiomatizovali hypotézu očekávaného užítku. Následně pak vychází dnes již klasická práce Friedman, Savage (1948) zaměřená na averzi k riziku.¹⁰¹ Na základě těchto a dalších empirických pozorování obvykle ekonomická teorie vnímá jednotlivce jako rizikově averzní.¹⁰²

Výzkum ohledně motivací firem aktivně snižovat volatilitu očekávaného zisku se začal rozvíjet od uveřejnění práce Stulz (1984). Zde se poprvé objevuje popis důvodů, které vedou manažery pracujících ve prospěch vlastníků k vnímání účelové křivky jejich firmy jako konkávní a tedy aktivnímu vyhýbání se riziku. Na tuto práci navázalo velké množství dalších autorů s alternativními teoriemi a vysvětleními a přehledem těchto prací může být např. Santomero (1995).

Jedna skupina teorií se zaměřuje na vlastní zájem manažerů. Ti obvykle drží podstatnou část svého majetku v akciích firmy (nebo aktivech na ně vázaných) a mají jen velmi omezenou možnost s tímto podílem nakládat. Proto preferují stabilnější ziskovost firmy, která ceteris paribus zvyšuje jejich vlastní užitek při nulových nebo velmi nízkých ztrátách ostatních podílníků

1738 potom jeho bratr Daniel vyřešil tuto hádanku tvrzením, že užitek peněz klesá s jejich vzrůstajícím množstvím. Tímto dal první základ konceptu averze k riziku.

¹⁰¹ Stěžejní částí této práce je myšlenka konkávní užítkové křivky. Autoři ale zároveň dále rozvíjejí tento koncept a přicházejí s křivkou, která má dva inflexní body. V části běžného důchodu je konkávní, v oblasti mírně vyšších hodnot potom konvexní a pro extrémní hodnoty opět konkávní. Tento tvar umožňoval vysvětlit, proč lidé přijímají sázky s nízkou pravděpodobností vysoké zisku a zároveň se pojišťují proti mírnému riziku. Tato dvojité inflexní křivka byla ovšem později kritizována – viz např. Markowitz (1952) ale později opět znovuobjevena a vyzdvihována. Dále byla tato teorie rozvíjena spolu se zkoumáním měření očekávaného užítku a stala se velmi významnou a zajímavou součástí moderní ekonomické teorie.

¹⁰² To znamená, že jednotlivci si z možností se srovnatelným výnosem vyberou tu méně rizikovou a dále jsou ochotni přijmout vyšší riziko pouze s dostatečným nárůstem očekávaného výnosu. Přehled prací k tomuto tématu obsahuje např. Morin, Suarez (1983) anebo nověji Gollier (2001), kapitola 2.

společnosti. Navíc některé práce ukázaly, že právě vyrovnanost zisků může být vlastníky společnosti vnímáno jako kvalita manažerů.¹⁰³

Mimo zmíněných motivů na úrovni manažerského sebezájmu existuje mnoho dalších důvodů, proč volatilita zisků společnosti ovlivňuje její hodnotu. Jedním z nich může být povaha daňové struktury, která je obecně nelineární.¹⁰⁴ V tomto případě pak vyrovnávání zisku snižuje efektivní daňovou sazbu a tím celkové daňové břemeno nesené firmou. Redukce volatility ve vykazovaných ziscích potom tedy zvyšuje hodnotu firmy.

Někteří autoři¹⁰⁵ uvádějí, že dalším z motivů mohou být nedokonalosti kapitálových trhů. Jde například o samostatné transakční náklady na obstarání financování, neúplné informace ohledně rizikovosti projektů anebo vysoké náklady rizika potenciálního budoucího bankrotu. Ty mají za následek, že externí financování je nákladnější než použití vlastních zdrojů. Přesto volatilita ziskovosti nutí firmy hledat externí zdroje v období nižších příjmů a to z důvodů vyšší nákladovosti tohoto druhu financování vede k nižší míře investic, než by bylo jinak optimální. Nákladovost volatility je potom ušlý zisk z nerealizovaných investic.

¹⁰³ Viz např. Breeden, Viswanathan (1990) nebo Demarzo, Duffie (1995). Navíc výše odměny manažera může být přímo spojena právě se stabilitou ziskovosti – viz: Ross (1973, 1977). Dále Pagano (2001) obsahuje přehled teoretických a empirických prací ohledně vztahu manažerů a jejich nakládání s rizikem v případě samotných finančních zprostředkovatelů. Právě manažerské pobídky v podobě akcií se zdají být nejvýznamnějším faktorem ovlivňujícím řízení rizik.

¹⁰⁴ Daňová struktura v USA je prozkoumána v Graham, Smith (1996). Autoři docházejí k závěru, že daňová křivka pro firmu je obvykle konvexní zejména kvůli omezeným možnostem přenosu ztráty mezi jednotlivými zdaňovacími obdobími. Firmy s touto daňovou křivkou pak byly schopné s 5% redukcí volatility zisků dosáhnout přibližně 5% snížení daňových závazků.

¹⁰⁵ Viz například Froot, Scharfstein, Stein (1993, 1994).

Dalším důvodem je pravděpodobně také fakt, že nízké výdělků mohou být příčinou bankrotu. Za předpokladu, že bankrot je spojen s náklady, firmy se budou snažit mu vyhnout a jednají ve shodě s teorií konkávní účelové křivky. Nákladovost bankrotu je popsána například už ve Warner (1977) a novější přehled potom poskytuje Weiss (1990). Podle výzkumů je pravděpodobné, že náklady spojené s bankrotem jsou vyšší ve více regulovaných odvětvích, protože se ztrátou licence nebo monopolní pozice jsou obvykle spojeny velké ztráty.

Výše bylo nastíněno několik důvodů, proč může být v zájmu firem (i jednotlivců) řízení rizika.¹⁰⁶ S výhodami, které mohou vyplývat ze zajištění před velkou ztrátou, jsou ale také spojeny určité náklady na tyto operace. Jednak jde o přímé transakční náklady a v případě firem také agency costs spojené kontrolou manažerů, zda tyto zajišťovací úkony vykonávají náležitě. Do první skupiny patří zejména náklady na samotné obchodování a informační systémy potřebné k správnému rozhodnutí o optimálních zajišťovacích pozicích. Druhá skupina je pak reprezentována hlavně příležitostmi ke spekulaci, které přináší takové operace na kapitálových trzích.

4.1.2 Role zprostředkovatelů v řízení rizik

Jak již bylo popsáno v kapitole 2, účast na finančních trzích přináší určitá rizika. Protože finanční zprostředkovatelé obchodují s finančními aktivy a jsou aktivní na finančních trzích, jsou tedy i součástí obchodu s rizikem. Na základě faktu, že vytvářejí, vlastní a distribuují finanční aktiva, jsou správci a

¹⁰⁶ Detailnější přehled obsahuje např. Doherty (2000), kapitola 7 anebo Allen, Santomero (1998), Section 4.

obchodníci s rizikem. Například Robert Merton¹⁰⁷ tvrdí, že nejpodstatnější součástí jejich poslání je práce s rizikem. Podobně Saunders, Millon Cornett (2006)¹⁰⁸ uvádějí, že hlavní činností finančních zprostředkovatelů je management rizik.

Finanční zprostředkovatelé jsou schopni pro svoje zákazníky vytvořit aktiva, která jsou svými vlastnostmi nadřazená těm, které jsou jinak dostupná na trzích. Firmám a domácnostem potom mohou pomoci předcházet ztrátám různého charakteru. V případě monetární oblasti jde například o výkyvy směnných kurzů. Dále také kladně působí v případě finančních nejistot, jako jsou fluktuace úrokové míry nebo kreditní riziko.

Práce s riziky v případě finančních zprostředkovatelů zahrnuje zejména dvě základní stránky. Jednak jde o analýzu rizika, která se skládá z získávání informací o distribuci a korelaci možných rizik. Procesy získávání a přesunu informací jsou často předmětem klasických teorií a byly popsány v kapitole 3.¹⁰⁹ Důležitou oblastí, která ale zatím zůstává teoreticky příliš nedotčena, je funkce zprostředkovatelů ve sledování vzájemných vztahů mezi riziky.

¹⁰⁷ Viz Merton (1992) – kapitola 14, str. 450 – 457.

¹⁰⁸ Viz Saunders, Millon Cornett (2006) – kapitola 7, str. 157: „Indeed, it can be argued that the main business of financial intermediaries is to manage risks“.

¹⁰⁹ Jedním z novějších modelů, který se zabývá přenosem informací mezi zprostředkovatelem a zákazníkem právě v případě potřeby řízení rizika, je obsažen v již zmiňované práci Allen, Gale (1998). Investor je zde vystaven potřebě řídit svoje rizika participací na finančních trzích, ale není vybaven potřebnými informacemi. Specializovaný agent potom má tyto informace a může je nabídnout investorovi spolu s produktem, kdy dochází ke sdílení rizika. K uskutečnění transakce potom dochází při opakovaném vztahu, kdy si investor může být jist obavou agenta z ukončení tohoto vztahu.

Druhou stránkou je potom vlastní řízení rizika, což je aktivní práce při strukturování portfolia s ohledem na rizika jeho jednotlivých složek a požadované výsledné vlastnosti. Tato část jejich práce je rozložena do různých dílčích procesů s ohledem na povahu jednotlivých rizik. Podle tohoto pak platí, že určitá část těchto rizik je nesena samotnými zprostředkovateli, další obchodována a přenesena na třetí osoby a poslední část úplně eliminována. Je tedy vhodné rozdělit tyto typy rizik do skupin podle toho, jak jsou zprostředkovatelé schopni se s nimi vypořádat. Tímto způsobem jsou odvozeny následující skupiny: (i) rizika, která je možno eliminovat nebo se jim vyhnout; (ii) rizika, které je možno přenést mimo zprostředkovatele a (iii) rizika, která musí být aktivně řízena na úrovni zprostředkovatele.

V prvním případě jde tedy o rizika, která jsou jedinečná k daným aktivům a je možno se s nimi určitými způsoby vypořádat. Cílem tedy je zbavit aktiva rizik, která jsou nekonzistentní s požadovanými charakteristikami daného aktiva nebo nejsou pro něj nevyhnutelná. Aktivity zprostředkovatelů, které se týkají první skupiny rizik, jsou tedy zaměřeny na redukci rizika spojeného s možností ztráty, která je přebytečná k záměru dané finanční transakce. Mezi ně patří zajišťování standardů obezřetnosti při vyhodnocování aktiv, procedury due diligence a samozřejmě diverzifikace portfolia držných aktiv.

Patřičné provedení těchto procesů má za následek produkt, v jehož rámci je eliminováno nežádoucí jedinečné riziko a zůstává systematické riziko a složka jedinečného rizika, která je vlastní a shoduje se záměrem daného produktu. V obou těchto případech ale může dále riziko sníženo a v případě systematického rizika je potom možno použít vhodné zajišťovací strategie. Eliminovat jedinečné riziko je ale podstatně náročnější a také nákladnější.

Druhou část pak tvoří rizika, která jsou transparentní a je možno je obchodovat s nebo snižovat transferem na ostatní účastníky finančních trhů za

spravedlivou (tržní) cenu. Ti mohou nakupovat nebo prodávat specializované cenné papíry za účelem rozložit anebo koncentrovat riziko vlastních portfolií. Jsou to aktiva, jejichž hodnota je závislá na hodnotě jiného cenného papíru nebo se odvíjí na základě určitých ukazatelů.¹¹⁰ Zprostředkovatel v tomto případě využívá faktu, že není důvod k tomu, aby tato rizika absorboval nebo spravoval sám, ale je možno je prodat na trhu za spravedlivou cenu.

Jednak jde o podíly nebo vklady neobchodovatelné nebo takové, proti kterým se sami investoři nemohou zajistit.¹¹¹ Druhou charakteristikou je složitost a komplexnost aktiv, jejichž rizika jsou těžko odhalitelná vnějším subjektům.¹¹² Dále pak může existovat nebezpečí morálního hazardu, které přímo implikuje nutnost řízení rizika na úrovni zprostředkovatele.¹¹³ Za těchto okolností je nutné pro úspěšné řízení rizik aktivní účast managementu zprostředkovatele. Poslední možností je případ, kdy riziko je vlastní samotnému účelu produktu a pramení z povahy podnikání zprostředkovatele na trhu.¹¹⁴

V předcházejícím odstavci byly definovány důvody vedoucí k řízení určitých rizik na úrovni samotných finančních zprostředkovatelů. V opačném případě, pokud absorpce rizika není fundamentální součástí poslání produktu, je

¹¹⁰ Příkladem jsou zejména deriváty (viz poznámka č. 39) anebo úvěrové vztahy s přízpusobitelnou úrokovou mírou.

¹¹¹ Zde mohou jako příklad posloužit vklady u penzijních fondů, kde je přechod mezi jednotlivými zprostředkovateli prakticky nemožný. Druhým příkladem pak je kapitálově – pojistný vztah, kde je předčasný výběr obvykle penalizován.

¹¹² Příkladem jsou zde banky, které drží nelikvidní a unikátní aktiva. Navíc komunikace a transparentnost může být v některých případech nežádoucí, protože by mohla poskytnout výhodu konkurenci.

¹¹³ Klasickým příkladem je, že poskytovatelé pojištění mohou naléhat na pojištěné zákazníky, aby se řídily určitými zásadami, které vedou k udržování hodnoty podkladu pojištěného rizika.

¹¹⁴ Například v případě indexového fondu je smyslem poskytnout investorovi zisk a riziko totožné s tržním portfoliem.

vhodné tato rizika transferovat na volný trh. Výsledný produkt tedy obsahuje požadovanou rizikově-výnosovou charakteristiku, která představuje pro zákazníka přidanou hodnotu. Hlavní díl práce finančního zprostředkovatele je tedy vytvořit produkt s riziky ošetřenými takovým způsobem, jak bylo popsáno v předchozích odstavcích. Skutečná přidaná hodnota tedy vzniká z podstaty managementu rizika, pokud je efektivněji vykonáno zprostředkovatelem. Ti tedy hrají aktivní roli a tou je přenos a zejména absorpce rizika. V této činnosti jsou efektivní zejména kvůli svému objemu a specializaci. A následovně díky jejich činnosti získává neinformovaný investor relativně bezpečný přístup na finanční trh.

Teoretický model, který popisuje propojení služby správy rizik a finančního kontraktu v případě zprostředkovatele a dlužníka, nabízí Hakenes (2004). Na jedné straně stojí podnikatel, který má přístup k rizikovému projektu. V případě neúspěchu by ale čelil vysokým nákladům bankrotu a má tedy zájem vstoupit na finanční trh z důvodu zajištění svého rizika. K tomu mu ale chybí potřebné znalosti jednotlivých instrumentů a současného stavu na trzích. Na druhé straně je tedy specialista, který shromažďuje potřebné informace a navíc má schopnosti je správně analyzovat. Nicméně tato činnost je nákladná a podnikatel ji není schopen vyhodnotit, a proto zde vzniká problém principál-agent.

Tento problém je ale zmírněn, pokud specialista zároveň působí jako protějšek finanční transakce a tedy je poskytovatelem půjčky podnikateli. Jeho funkcí potom tedy je: (i) analýza rizika, (ii) řízení rizika (prodejem vhodného nástroje podnikateli) a (iii) poskytnutí půjčky podnikateli. Z prvních dvou funkcí vyplývá, že zprostředkovatel působí jako správce rizika. Třetí funkce je potom klasickým finančním vztahem mezi zákazníkem a zprostředkovatelem. A právě souběh těchto dvou typů funkcí spojuje zájmy obou stran. V případě poskytnutí půjčky se totiž zprostředkovatel musí obávat úpadku podnikatele a je tedy

motivován náležitě vykonávat funkci řízení rizika. Právě zde je možno nalézt úspory ze sortimentu mezi těmito dvěma funkcemi a tedy odpověď na otázku, proč zprostředkovatelé zároveň vykonávají funkci správců rizik.

Je faktem, že management rizik stejně jako funkce uvedené mezi klasickými teoriemi finančního zprostředkování není záležitostí pouze posledních několika dekád nebo dokonce let. Naopak, obchodování s rizikem zřejmě vždy bylo jednou z jejich hlavních funkcí.¹¹⁵ Novějším trendem ale je přesun těchto funkcí mezi jednotlivými typy zprostředkovatelů – od bankovních směrem k nebankovním¹¹⁶ a mezi formami užitých kontraktů a podílů – od unikátních a samostatně vyjednávaných ke standardizovaným a běžně obchodovaným.

Nebankovní zprostředkovatelé jsou tedy investorům zřejmě schopni nabídnout stále atraktivnější produkty. Jedním z faktorů může být zvyšující se konkurence v odvětví (díky volnější regulaci a jiným faktorům), která vede k nižším cenám pro zákazníky zprostředkovatelů. Druhá hybná síla se potom může skrývat za rozvojem a poklesem cen informačních technologií, které by podle klasických teorií měli vést k posunu k individuálnímu investování. Ty ale ve spojení se moderními technikami řízení umožňují zprostředkovatelům vytvářet produkty, které mají stále lepší rizikově-výnosové vlastnosti a vykazují vyšší přidanou hodnotu než kdykoli dříve. Zvyšující se počet jednotlivých

¹¹⁵ Již v období renesance přejímali bankéři italských měst rizika za zákazníky při jejich dlouhých obchodních cestách. Později v 18. století holandští investiční bankéři na sebe aktivně přebírali rizika při úpisu akcií. Viz Krooss, Blyn (1971). Práce s rizikem spořicíh a úvěrových asociací v celé druhé polovině minulého století byla již v této práci zmiňována.

¹¹⁶ Proces poklesu bankovního zprostředkování se nazývá disintermediace (disintermediation). Ve svém původním významu jde o přesun směrem k přímému investování a zapůjčování ale používá se spíše jako označení přesunu k finančním zprostředkovatelům nebankovního typu.

instrumentů na trzích ale zřejmě také dosahuje příliš velkých rozměrů a je zřejmě pro běžného investora příliš nepřehledný. Tento vývoj tedy nejspíše nahrává zprostředkovatelům, jak bude popsáno v následující části.

4.2 *Náklady participace*

Podle již zmiňované teorie dokonalých finančních trhů není důvod k existenci zprostředkovatelů, protože nevytvářejí přidanou hodnotu a není důvod pro řízení a absorpci rizik prostřednictvím specializovaných agentů. V takovém případě se totiž všichni investoři sami plně účastní obchodování na trzích a jsou schopni kvalifikovaně rozhodovat o svých portfoliích a tato rozhodnutí bez omezení uskutečňovat. Tato teorie ale ostře kontrastuje s pozorovaným reálným stavem. Ve skutečnosti totiž domácnosti drží jen omezený počet investičních instrumentů a jsou aktivní na malém počtu trhů. Místo plné participace je tedy skutečností jen velmi omezená přímá participace na finančních trzích.¹¹⁷

¹¹⁷ Například Bertaut, C. C. (2002) uvádí, že na konci minulého století jen malá část domácností v USA vlastnila akcie přímo. V evropských zemích se pak tento podíl různil, ale s výjimkou Velké Británie a skandinávských zemí se pohyboval pod 10 %. Na konci roku 2005 potom podíl domácností v USA, které přímo vlastnily akcie, byl 25 % – viz ICI (2006), str. 44. Tato studie zároveň obsahuje srovnání s rokem 1999 a v tomto případě jde o mírný pokles. Na druhé straně podíl domácností, které vlastnili akcie prostřednictvím podílových fondů, přesáhl více než 45 %, což je nárůst o více než 10 % proti roku 1999. V České republice se míra participace liší a v době přípravy této práce byl tento údaj nedostupný. Nicméně podíl hodnoty akcií v portfoliích českých domácností ke konci roku 2006 dosahoval méně než 2 % a je zhruba stabilní za několik posledních let (MFČR (2007)). Oproti tomu hodnota podílových listů podílových fondů držených českými domácnostmi vzrostla od roku 2001 do roku 2006 o více než 200 % (viz statistiky Asociace fondů a asset managementu České republiky dostupné na www.afamcr.cz) a tvoří přibližně 10% podíl na finančních aktivech domácností - MFČR (2007).

Dále již také bylo ukázáno v grafu č. 3, podíl akcií vlastněných domácnostmi v USA za posledních 50 let výrazně poklesl. Ve stejném období došlo k zásadnímu nárůstu podílu akcií vlastněných finančními zprostředkovateli. Také již bylo zmiňováno, že v posledních dekadách došlo k poklesu transakčních nákladů a informačních asymetrií. Musí tedy existovat další faktor, který vede k rozvoji zprostředkování za podmínek, které tomuto oboru zdánlivě nesvědčí.

Věrohodné vysvětlení těchto faktů je existence určitých participačních nákladů, které představují náklady investora na osvojení znalostí a dovedností k racionální participaci na finančních trzích.¹¹⁸ V poslední době totiž na trzích enormně narostl počet různých vysoce sofistikovaných nástrojů a na jejich zvládnutí je potřeba nezanedbatelné úsilí a čas. Náklady na participaci je potom možné rozdělit na fixní a variabilní část. Fixní vznikají zejména z nutnosti zjistit si informace, vlastnosti a specifika příslušného cenného papíru a osvojit si principy jeho oceňování. Pokud totiž investor chce být na finančních trzích aktivní, musí se naučit, jak který trh funguje, a vytvořit si systém získávání a zpracovávání těchto informací.

Variabilní část participačních nákladů vyvstává z faktu, že je potřeba tyto trhy denně nebo spíše nepřetržitě monitorovat a vyhodnocovat. Mimo toho je také dále nezbytné zjišťovat ostatní faktory, které na cenu uvažovaných aktiv působí. Je tomu tak, protože je nutné vědět, jak se očekávané výnosy jednotlivých investičních nástrojů mění a neustále těmto změnám přizpůsobovat o svých investicích. A nakonec je potřeba uvádět tato rozhodnutí do praxe a zajišťovat změnu portfolia.

¹¹⁸ K tomuto dále viz: Allen, Santomero (1998).

Přechod k finančnímu zprostředkování je tedy možné vysvětlit právě pomocí existence nezanedbatelných participačních nákladů. Ty nabyly na významu v posledních dekadách ze dvou hlavních důvodů. Jednak s ohromným rozvojem nových druhů cenných papírů a jejich objemů došlo k nárůstu nákladů potřebných k získání a vyhodnocení informací o dostupných investičních možnostech (paradoxně zároveň s poklesem transakčních nákladů). Druhý důvod je potom ten, že se během minulých dekád zvýšila hodnota času obyvatel, který je potřeba k shromáždění a vyhodnocování potřebných informací.¹¹⁹ Navíc toto platí zejména u těch, kteří mají dostatek volných investičních prostředků k investicím. Oproti tomu zprostředkovatele dosahují podstatně nižších relativních hodnot tohoto druhu nákladů a jsou vhodným způsobem participace pro jednotlivce.

Navíc zprostředkovatelé nakupují mimo běžných cenných papírů stále více derivátů a jiných specializovaných instrumentů¹²⁰, které vykazují ještě podstatně vyšší participační náklady. Tím mimo jiné dosahují stabilnější distribuce výnosů, což umožňuje investorům dále snížit frekvenci monitorování. Dále platí, že většina cenných papírů, které domácnosti drží, mají podobu dluhu, a tedy vykazují výrazně nižší participační náklady, protože mimo rizika úpadku není potřeba daný instrument ani trh příliš monitorovat. Teorie participačních nákladů je tedy v souladu s faktem, že zprostředkovatelé se do velké míry zaměřují na správu rizika. Tím totiž vytvářejí pro investory aktiva, která mají nízké participační náklady.

¹¹⁹ Například průměrná odměna zaměstnanců v soukromém sektoru rostla v 80. letech v USA ročně o 5,5 % a ve vyspělých evropských zemích pak tento růst dosáhl v průměru 9,4 %. Od roku 1990 do roku 2006 se pak tento růst v obou regionech pohyboval okolo 4 %. Pro srovnání v České republice tento růst za posledních 10 let v průměru přesáhl 9 %. Viz OECD (2006) str. 177.

¹²⁰ Viz Allen, Santomero (1999).

Modelovým příkladem, který osvětluje teorii nákladů participace, je role zprostředkovatele jako producenta, majitele a zpracovatele informací o investičních možnostech.¹²¹ Na rozdíl od problému informační asymetrie jde ale o jiný typ informací, které nejsou nákladné nebo těžce dostupné. Spíše ale vzhledem k jejich objemu a složitosti zpracování by bylo pro jednotlivce neekonomické, aby tyto činnosti vykonával sám. V roli klienta tedy může být jak informovaný investor, který je obeznámen s fungováním trhů a je si vědom jejich složitosti, tak i naprosto neinformovaný jedinec. Pro oba je potom zprostředkovatel tvůrcem přidané hodnoty svojí funkcí shromažďování a vyhodnocování informací, které jsou potřeba k úspěšnému působení na komplexních moderních trzích.

4.3 Nový pohled na finanční zprostředkování

Podle teorie firmy jsou zprostředkovatelé viděni jako koalice různých agentů, kteří působí na trzích. Cílem je optimalizace rozličných a často konfliktních zájmů podílníků zprostředkovatele, kterými jsou klienti, zaměstnanci, vlastníci, financovatelé, regulátoři a další. Cílem je produkce takových služeb nebo produktů, které by jinak nemohly být produkovány (nebo by byly produkovány za vyšší cenu) samotnými spotřebiteli. To je ospravedlněním ceny, kterou za tyto služby zákazníci musí platit. Právě tento náhled na zprostředkovatele jako samostatné firmy umožňuje lepší pochopení, proč dochází ke změně struktury tohoto odvětví. Je to právě jejich zájem a zároveň nutnost v konkurenčním prostředí reagovat na měnící se potřeby

¹²¹ Někdy jsou jako druh finančního zprostředkovatele chápány i ratingové nebo informační agentury. Ty ve skutečnosti nepůsobí jako přímý článek mezi konečnými účastníky trhů, ale jen jako externí dodavatel informací.

zákazníků a dalších podílníků. Díky svému podnikatelskému duchu působí jako inovátoři a přinášejí nová řešení a postupy, které odpovídají těmto měnícím se potřebám.

Současné teorie tedy říkají, že se finanční zprostředkovatelé soustředí na čtyři základní činnosti: (i) platební služby, (ii) transformace aktiv, (iii) monitorování dlužníků a (iv) řízení rizik a zpracování informací. Ve všech případech jde o aktivní nabízení vhodných služeb a nástrojů, které odpovídají na potřeby jejich zákazníků. Během času se ale mění důležitost jednotlivých složek. S nimi v souladu s výše popsanou funkční perspektivou dochází k posunu ve velikosti jednotlivých typů finančních zprostředkovatelů. Tento vývoj je dokumentován např. grafy č. 4 a 5.

Klasické banky v posledních desetiletích ztratily svoje dominantní postavení vůči ostatním typům zprostředkovatelů. Proto na tento vývoj odpovídají a dnešní banky se významně liší od těch před padesáti lety. Došlo k posunu v jejich zaměření od pouhého přijímání vkladů a poskytování půjček s úrokovým diferencíálem směrem k podnikání zaměřenému na provize a poplatky z komplexního programu služeb. Těmi jsou odborná správa aktiv, pojišťovnictví, poradenství anebo sofistikované investiční produkty. Na druhé straně jiné druhy finančních zprostředkovatelů poskytují dříve výsostně bankovní služby jako šekovatelné účty nebo klasické půjčky.

Nárůst jiných druhů nebankovních typů zprostředkovatelů tedy můžeme hledat jednak za postupnou deregulací, která jim umožňuje působit jako přímá konkurence bankám.¹²² Ti se samozřejmě snaží tyto možnosti plně

¹²² Vedle pokračující deregulace je možno za dlouhodobým rozvojem vidět i postupné získávání důvěry klientů. Dále existují náklady s přesunem k jinému zprostředkovateli a banky se toho samozřejmě snaží využít a zpomalují tak tento proces.

využít a nabídnout zákazníkům bank podobné a levnější služby. Navíc jsou schopni nabídnout jiné produkty, které banky v rámci svého klasického podnikání založeného na půjčkách financovanými z běžných vkladů nemohou nabídnout, ale přesto jsou žádoucí díky obvykle vyšším úrokovým sazbám oproti běžným vkladům. Jde zejména o rizikovější vklady, které představují podílové fondy. Ještě rizikovější alternativou potom mohou být již zmiňované private equity anebo hedge fondy. Dále jde o různé penzijní programy a kombinované produkty nabízené penzijními fondy a pojišťovnami. Mimo toho zejména v USA výrazně narostl objem aktiv vládních i nevládních agentur, které financují hypotéky nebo studentské účty.

Pokud ale skutečně dochází k poklesu informačních asymetrií a transakčních nákladů na trzích, měl by zároveň klesat celkový podíl zprostředkovatelů na aktivech domácností. To se ale neděje, jak ukazuje graf č. 3 a bylo již diskutováno. V předcházejících částech bylo také argumentováno, že toto může být jednak způsobeno zvýšeným zájmem o management rizik nebo vzrůstajícími náklady na participaci. Je skutečností, že prudce se rozvíjející trhy se staly pro naprostou většinu jednotlivců nepřehledné do té míry, že potřebují pomoc profesionálů k vhodnému umístění svých úspor.

Zde je možno nabídnout nový pohled na tyto funkce. V kapitole věnované řízení rizik byla zmiňována práce Hakenes (2004).¹²³ Tento model by ale zřejmě bylo možno použít i na vztah zprostředkovatele a investora. Výsledkem je podobný model, který uvádí Allen, Gale (1998). Investor tedy vlastní peníze, která chce umístit na finančních trzích, ale není vybaven

¹²³ Model vztahu zprostředkovatele a dlužníka, kdy dochází ke zmírnění problému principál-agent a tedy úsporám ze sortimentu, pokud je zprostředkovatelem zároveň poradcem a věřitelem. Dále viz str. 74.

znalostmi a dovednostmi k vyhodnocení možných alternativ.¹²⁴ Stejně jako v předchozím modelu se objevuje specialista, který umí vyhodnotit informace. Ale protože tato činnost je nákladná a investor ji nemůže ex-ante pozorovat, nedochází k uzavření kontraktu na poskytnutí potřebných informací.

Tento problém ale může být alespoň částečně vyřešen dvěma způsoby. Jedním je opakovaný a dlouhodobý vztah, kdy se zprostředkovatel snaží udržet příjmy plynoucí z tohoto vztahu. V případě pozorovatelnosti výsledků kontraktu jinými potencionálními investory si navíc zprostředkovatel buduje svoji reputaci na trhu.¹²⁵ Druhým způsobem je případ, pokud zprostředkovatel působí mimo dodavatele informací jako prostředník investice a podílí se na případném zisku anebo ztrátě. Zde tedy dochází k částečnému sladění zájmu investora a finančního zprostředkovatele.¹²⁶ Spojení těchto funkcí přináší investorovi ještě třetí výhodu, a tou je ušetření nákladů na přenos získané informace od dodavatele k vykonavatelovi (brokerovi).

Tato teorie tedy je syntézou předcházejících dvou kapitol a modelu, který nachází výhody v dvojí funkci finančních zprostředkovatelů. Jednak jde o funkci producenta a zpracovatele informací o možných investicích a jejich rizicích. Jak již bylo řečeno, tato funkce je ve stále složitějším světě nesmírně důležitá. Druhou funkcí potom je klasická role zprostředkovatele jako příjemce vkladu (nebo poskytovatele půjčky v originálním modelu). To skutečně odpovídá reálnému stavu, kdy zprostředkovatelé nejsou vnímáni primárně jako

¹²⁴ Respektive čelí vysokým participačním nákladům na finančních trzích při potřebě adekvátně řídit rizika své zamýšlené investice.

¹²⁵ V případě podílových fondů vydávají specializované agentury takzvaný scoring, což je zhodnocení výkonnosti jednotlivých fondů oproti jiným podobně zaměřeným

¹²⁶ Příkladem může být opět podílový fond, kde část poplatku investiční společnosti je obvykle stanovena jako podíl na dosaženém zhodnocení vkladu. Na podobném principu je obvykle odměňován manažer private equity fondů.

producenti informací. Tato jejich funkce je pouze nástrojem ke konečnému cíli, kterým je poskytnutí sofistikovaných služeb správy aktiv nebo poskytnutí zdrojů (a s tím případně spojených dalších služeb) zákazníkovi. Zmírnění problému delegace potom vysvětluje, proč zprostředkovatelé vykonávají obě funkce současně. A zejména model nabízí (alespoň částečné) vysvětlení, proč došlo k tak zásadním růstu zprostředkovatelů i přes zmenšování tržních nedokonalostí.

5. Závěr

Ve své rigorózní práci jsem se snažil prozkoumat teoretické zázemí existence finančních zprostředkovatelů a porovnat implikace těchto teorií se skutečným stavem. Zprostředkovatelé jsou specializovaní agenti, kteří na finančních trzích vstupují mezi jejich konečné uživatele, dlužníky a investory. Svojí činností tak zajišťují nepřímý přesun prostředků a tím umožňují snadnější, rychlejší a efektivnější funkci finančních trhů.

Finanční trhy jsou soubory institucí a vztahů, kde dochází ke skutečnému přesunu finančních aktiv. Mohou mít širokou škálu různých podob a uspořádání, ale jejich hlavní cíl je univerzální. Jejich důležitost a nenahraditelnost spočívá právě v jejich základní funkci, a tedy poskytnutí vhodného rámce k přesunu zdrojů od těch jednotlivců a organizací, kteří jich mají momentální přebytek, k těm, kteří pro ně mají momentálně výhodnější využití. Se vztahy, které vznikají na trzích, je ale spojeno mnoho rizik. Právě tato rizika jsou do velké míry příčinou existence zprostředkovatelů. Vliv fungování finančních trhů na míru reálného ekonomického růstu je předmětem debat. Ale existuje mnoho teoretických modelů pozitivního a jejich efektu empirických potvrzení, jak bylo popsáno v kapitole 2.

Finanční zprostředkovatelé jsou mezičlánkem mezi investory a dlužníky. Podle teorie kompletních trhů ale nemá činnost finančních zprostředkovatelů žádný reálný efekt, protože sami investoři a zapůjčovatelé jsou schopni sami bez nákladů a okamžitě najít své partnery a uskutečnit požadované transakce. Ve skutečném světě je ale realita podstatně odlišná. Na trzích existuje mnoho nedokonalostí, které zprostředkovatelé pomáhají překonávat. Klasické teorie spatřují primární příčiny těchto problémů

v transakčních nákladech, regulatorních omezeních a informační asymetrii a z ní vyplývajícího nepříznivého výběru, morálního hazardu, nákladného ověřování a vynucování smluv. Zprostředkovatelé tedy fungují právě kvůli nedokonalostem na finančních trzích, když vstupují mezi konečné účastníky trhů a oběma stranám se snaží vytvořit atraktivnější podmínky, než jaké by měly bez jejich aktivit. Svoji činností zvyšují míru úspor a efektivitu finančních trhů a tím tedy přispívají k prosperitě celého hospodářství.

Zprostředkovatelé se liší mezi jednotlivými zeměmi a také se vyvíjejí v čase. Přes tyto odlišnosti ale jejich konečný smysl zůstává stejný, a tedy umožnit zákazníkům co nejjednodušší přístup na trh a co nejlépe uspokojit jejich finanční potřeby. Tohoto dosahují svojí činností při optimalizaci platebního systému, kvalitativní a kvantitativní transformaci aktiv, zajišťování likvidity, shromažďování informací a monitorování dlužníků. V těchto činnostech mohou být podle mnoha teoretických modelů efektivnější než jednotlivý koneční účastníci a tak jim tedy přinášejí přidanou hodnotu.

Význam finančních zprostředkovatelů na trzích i v rámci celé ekonomiky v minulém století významně narostl a tento trend pokračuje i nadále. Navíc došlo k nárůstu významu nebankovních typů zprostředkovatelů. Toto je ale v rozporu s vývojem závažnosti tržních nedokonalostí. Ty se v průběhu tohoto období výrazně snížily z několika důvodů. Jednak většina trhů prošla procesem deregulací, což umožnilo přístup na trh mnohem většímu počtu účastníků. Dále to znamená mnohem větší výběr různých druhů investičních instrumentů a jejich vlastností, což činí trhy kompletnější.¹²⁷ S rozvojem informačních a komunikačních technologií došlo k poklesu informačních asymetrií. Na úrovni jednotlivých trhů tento rozvoj přinesl nižší ceny

¹²⁷ Do jisté míry je ale tento široký sortiment výsledkem práce právě samotných zprostředkovatelů.

obchodování a tedy nižší transakční náklady. Zde je tedy i odpověď na první hypotézu. Z doloženého rozvoje finančních zprostředkovatelů, který je ale v rozporu s vývojem faktorů, které klasické teorie pokládají za hlavní důvod existence zprostředkovatelů, vyplývá, že klasické teorie nejsou schopny adekvátně vysvětlit současný vývoj na finančních trzích.

Je tedy zřejmě potřeba nalézt nové náhledy na komplexní svět finančního zprostředkování a odhalit nové faktory, které vedly k rozvoji tohoto odvětví v posledních dekadách. Odpovědi na druhou hypotézu tedy mohou být teorie uvedené v kapitole 4. Jednou z nich je zvýšený zájem klientů o správu a řízení rizik. Zprostředkovatelé jsou totiž schopni efektivně získat a analyzovat potřebné informace a pro svoje zákazníky tak vytvořit produkty, které zmenšují a ošetřují rizika, jimž jinak musí čelit. Dalším možným vysvětlením je potom existence nezanedbatelných nákladů na osvojení dovedností a získávání informací o různých cenných papírech a investičních možnostech. Tyto výdaje je možno nazývat jako náklady participace. Jejich podstatné zvyšování v posledních obdobích je možno spojovat s prudkým nárůstem počtu druhů a složitostí nových dostupných finančních aktiv.

Syntézou těchto dvou tezí je potom adaptace modelů, které původně poskytuje Hakenes (2004) a Allen, Gale (1998). Ve změněné podobě potom obsahuje investora, který si je vědom rizikovosti účasti na finančních trzích a jejich složitosti ale nemá potřebné znalosti ke správnému ohodnocení dostupných možností. Tuto službu mu může nabídnout specialista. Úspěch jejich vztahu potom vyplývá ze zmírnění problémů v případě, že zprostředkovatel poskytuje jak službu informačního analytika a zároveň vstupuje do finančního kontraktu se zákazníkem. Tento model pak může vysvětlit, proč dochází k rozvoji zprostředkovatelů v dnešním světě a také proč zprostředkovatelé obvykle vykonávají obě tyto funkce zároveň.

Zprostředkovatelé se na trzích chovají jako firmy, které se snaží maximalizovat svůj zisk nebo spíše co nejlépe uspokojovat zájmy svých podílníků. V tom vyhledávají činnosti, kde mohou vytvářet nejvyšší přidanou hodnotu. Tyto činnosti se v průběhu času samozřejmě mění jednak proto, že se mění potřeby zákazníků a také proto, že dochází ke změnám prostředí, ve kterém fungují. Na finanční zprostředkovatele je tedy třeba nahlížet jako na aktivní a inovativní agenty, kteří se soustředí na vytváření hodnot v měnících se podmínkách. Je vhodné zmínit alespoň některé trendy a možnosti, které je možno vypořádat v souvislosti s finančními zprostředkovateli.

Dochází k strmému nárůstu objemů sekuritizovaných aktiv, což představuje rozdělení služeb tradičně nabízených vkladovými institucemi. Tyto služby pak mohou být nabízeny samostatně s vyšší efektivitou a tedy obvykle levněji. Internacionalizace potom znamená možnost přesunu úspor do zahraničních aktiv anebo získávání zdrojů z jiných zemí. Následkem je potom zvýšená konkurence mezi zprostředkovateli. Jednou z odpovědí je konsolidace, která dosáhla nebyvalých rozměrů. Firmy se snaží reagovat na stále konkurenčnější prostředí a zvětšováním svého geografického dosahu a rozšiřováním škály nabízených produktů se snaží dosáhnout vyšší efektivity. Informační technologie nahrazují některé druhy lidské práce a zprostředkovatelé se musí soustředit na nové činnosti, které vyžadují vyšší odbornost anebo individuální přístup. Toho dosahují také neustálým procesem inovace, při kterém vznikají stále nové produkty, které tak zacelují nedostatky a vytvářejí kompletnější trhy. Proti tomu stojí potřebná regulace trhů, která ale někdy vytváří umělé bariéry vstupu a snižuje tak konkurenci na trhu a tím působí proti jejich inovační aktivitě a zamezuje tvorbě nových produktů.

Právě vliv regulace je v mnoha případech zásadním faktorem rozvoje zprostředkovatelů a tento vztah by jistě zasluhoval podrobnější zkoumání. Dalším rozšířením této práce by potom mohl být podrobný sběr dat

z evropských zemí a jiných částí světa. Jinou zajímavou oblastí je důkladné srovnání vývoje zprostředkování na tradičně bankovních trzích (Německo, Francie) a čistě tržně založených systémech (USA, Velká Británie). V neposlední řadě pak i mnoho jiných autorů vyzdvihuje možnost detailněji prozkoumat skutečnou práci zprostředkovatelů v dnešním světě.

Použitá literatura:

- Alchian, A. A. (1953) *The Meaning of Utility Measurement* [online]. The American Economic Review, Vol. 43, No. 1. str. 26 – 50. URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28195303%2943%3A1%3C26%3ATMOUM%3E2.0.CO%3B2-C>.
- Ami, D., Kast, R., Lapied, A. (1991) *Generalized Arrow Pricing to Understand Financial Markets* [online]. G.R.E.Q.A.M. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/fthaixmeq/91a04.htm> nebo URL: http://actuaries.org/AFIR/colloquia/Brighton/Ami_Kast_Lapied.pdf.
- Akella, S. R., Greenbaum, S. I. (1988) *Savings and loan ownership structure and expense-preference* [online]. Journal of Banking & Finance, Vol. 12, Issue 3. str. 419 – 437. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v12y1988i3p419-437.html>.
- Aktar, S. (2003) *Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies* [online]. Asian Development Bank. ISBN 971-561-475-2. URL: http://www.adb.org/Documents/Books/Demutualization_Stock_Exchanges/demutualization.pdf.
- Allen, F. (2001) *Do Financial Institutions Matter?* [online]. Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 01-04. URL: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0104.pdf>.
- Allen, F., Gale, D. (1998) *Innovations in Financial Services, Relationships and Risk Sharing*. Center for Financial Institutions Working Paper 97-26. <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/97-26.html>.
- Allen, F., Gale, D. (2001) *Comparative Financial Systems: A Survey* [online]. Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 01-15. URL: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0116.pdf>.
- Allen, F., Santomero, A. M. (1998) *The Theory of Financial Intermediation* [online]. Journal of Banking and Finance, Vol. 21, Issue 11–12. str. 1461 – 1485. DOI:10.1016/S0378-4266(97)00032-0.
- Allen, F., Santomero, A. M. (1999) *What Do Financial Intermediaries Do?* [online]. Journal of Banking and Finance, Vol. 25, Number 2. str. 271 – 294. DOI:10.1016/S0378-4266(99)00129-6.

Allen, F., McAndrews, J. J., Strahan, P. (2001) *E-Finance: An Introduction* [online]. Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 01-36. URL: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0136.pdf>.

Allen, L. (2001) *The Global Financial System*. London: Reaktion Books. ISBN 1-86189-109-1.

Arrow, K. (1964) *The role of securities in the optimal allocation of bearing* [online]. Review of Economic Studies 31, Vol. 31, No. 2, str. 91–96. URL: [http://links.jstor.org/sici?sici=0034-6527\(196404\)31:2%3C91:TROSIT%3E2.0.CO;2-D](http://links.jstor.org/sici?sici=0034-6527(196404)31:2%3C91:TROSIT%3E2.0.CO;2-D) (původně francouzsky v roce 1953 v Cahiers du Séminaire d'Econometrie - URL: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p00b/p0077.pdf>)

Aiyagari, R. S. (1993) *Explaining financial market facts: the importance of incomplete markets and transaction costs* [online]. Federal Reserve Bank of Minneapolis - Quarterly Review. URL: <http://minneapolisfed.org/research/qr/qr1712.pdf>.

Babeau, A., Sbano, T. (2003) *Household Wealth in the National Accounts of Europe, the United States and Japan*. OECD Statistics Working Papers, 2003/2. OECD Publishing. DOI:10.1787/466322268303.

Barth, J. R., Nolle, D. E., Rice, T. N. (1997) *Commercial Banking Structure, Regulation, and Performance: An International Comparison* [online]. OCC Working Paper 97-6. URL: <http://www.occ.treas.gov/wp97-6.htm>.

Bagehot, W. (1873) *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London: Henry, S. King & Co. 1st edition. Dostupné také online: URL: <http://www.econlib.org/Library/Bagehot/bagLom.html>.

Bailey, R. E. (2005) *The Economics of Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press. ISBN 978-0-521-84827-5.

Barclay, M., Hendershott, T., McCormick, T. (2003) *Competition among Trading Venues: Information and Trading on Electronic Communications Network* [online]. The Journal of Finance. URL: <http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v58y2003i6p2637-2666.html>.

Baxter, M., Jermann, U. J. (1997) *The International Diversification Puzzle is Worse Than You Think* [online]. NBER Working Paper No. W5019. URL: <http://ssrn.com/abstract=225798>

Benston, G., Smith, C. W. (1976) *A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation* [online]. *Journal of Finance* vol. 31. str. 215–231. URL: [http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082\(197605\)31:2%3C215:ATCATT%3E2.0.CO;2-H](http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082(197605)31:2%3C215:ATCATT%3E2.0.CO;2-H).

Bertaut, C. C. (2002) *Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s* [online]. FRB International Finance Discussion Paper No. 724. DOI:10.2139/ssrn.307800.

Bhattacharya, S., Boot, W. A., Thakor, A. V. (2004) *Credit, Intermediation, and the Macroeconomy: Readings and Perspectives in Modern Financial Theory*. Oxford: Oxford University Press. ISBN 0199243069.

Bhattacharya, S., Thakor, A. V. (1993) *Contemporary Banking Theory* [online]. *Journal of Financial Intermediation* Vol. 3. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinin/v3y1993i1p2-50.html>.

Bodie, Z., Merton, R. C. (2000) *Finance*. Upper Saddle River: Prentice-Hall. ISBN 0-13-310897.

Boyd, J. H., Prescott, E. C. (1985) *Financial intermediary – coalitions* [online]. Federal Reserve Bank of Minneapolis – Staff Report 87. *The Journal of Economic Theory* – Vol. 38, No. 2. str. 211–232. URL: <http://ideas.repec.org/p/fip/fedmsr/87.html>.

Breeden, D., Viswanathan, S. (1990) *Why do Firms hedge? An asymmetric information model* [online]. Working Paper, Duke University. URL: <http://www.duke.edu/~charvey/Finance/absf9719.htm>.

Brown, R. J. (1995) *The "Great Fall": The Consequences of Repealing the Glass-Steagall Act* [online]. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Vol. 2, No. 1. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961634.

Campbell, T. S., Kracaw, W. A. (1980) *Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation* [online]. *Journal of Finance* – Vol. 35, No. 4. URL: <http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v35y1980i4p863-82.html>.

Carhill, M., Iftekhar, H. (1997) *Mutual to Stock Conversion, Information Cost, and Thrift Performance* [online]. *The Financial Review*, Vol. 32, Issue 3. str. 545 – 568. URL: <http://ideas.repec.org/a/bla/finrev/v32y1997i3p545-68.html>.

Claus, I., Grimes, A. (2003) *Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission Mechanism: A Critical Review*. New Zealand Treasury Working Paper 03/19. <http://ideas.repec.org/p/nzt/nztwps/03-19.html>.

Cole, H. L., Obstfeld, M. (1991) *Commodity Trade and International Risk Sharing: How Much Do Financial Markets Matter?* [online]. NBER Working Paper 3027. URL: <http://www.nber.org/papers/w3027.pdf>

Cook, T., Laroche R. (1998) *Instruments of the Money Market* [online]. Federal Reserve Bank of Richmond. URL: <http://ideas.repec.org/b/fip/fedrho/1993iotm.html>

Cooper, R. W., Ross, T. W. (1991) *Bank Runs: Liquidity and Incentives* [online]. NBER Working Paper No. W3921. URL: <http://ssrn.com/abstract=227375>.

Crane, D. B., et al. (1995) *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston (Massachusetts): Harvard Business School Press. ISBN 087584622X.

Deabes, T. N. (2004) *Economic Development and Financial Market* [online]. Economic Development & Financial Market Working Paper No. 2. URL: <http://ssrn.com/abstract=981248>.

Debreu, G. (1987) *Theory of Value: An axiomatic analysis of economic equilibrium* [online]. Cowles Foundation Monograph no. 17. URL: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m17/index.htm>.

Deloitte Touche Tohmatsu (2006) *Financial Services in 2010: Hallmark of Success*. http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/dtt_fsi_Financial%20Services%20in%202010_2006-06-05.pdf.

Demarzo, P., Duffie, D. (1995) *Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting* [online]. Review of Financial Studies, Vol. 8, Issue 3. str. 743 – 771. URL: <http://ideas.repec.org/a/oup/rfinst/v8y1995i3p743-71.html>.

Deshmukh, S. D., Greenbaum, S. I., Thakor, A. V. (1982) *Capital Accumulation and Deposit Pricing in Mutual Financial Institutions* [online]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 17, No. 5. str. 705 – 725. URL: <http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpfi/0411020.html>

- Diamond, D. W. (1984) *Financial Intermediaries and Delegated Monitoring* [online]. Review of Economic Studies, Vol. 51, Issue 3. str. 307 – 346. URL: <http://ideas.repec.org/a/bla/restud/v51y1984i3p393-414.html>.
- Diamond, D. W., Dybvig, P. H. (1983) *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity* [online]. The Journal of Political Economy, Vol. 91, No. 3. str. 401–419. URL: <http://www.mpls.frb.org/research/qr/qr2412.pdf>.
- Doherty, N. (2000) *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Managing Corporate Risk*. New York: McGraw-Hill. 1st ed. ISBN: 0-07-135861-7.
- Drnek, L. (2005) *Obchod s elektřinou na liberalizovaném trhu – využití derivátních produktů* [online]. Bakalářská práce na Institutu ekonomických studií FSV UK. URL: http://ies.fsv.cuni.cz/storage/work/585_lubos_drnek.pdf.
- Fama, E. F. (1980) *Banking in the theory of finance* [online]. Journal of Monetary Economics, Vol. 6, Issue 1. str. 39 - 57. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v6y1980i1p39-57.html>
- Fama, E. F. (1985) *What is Different about Banks?* [online]. Journal of Monetary Economics Vol. 17. str. 239 – 249. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v15y1985i1p29-39.html>.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983a) *Separation of Ownership and Control* [online]. Journal of Law and Economics, Vol. 26. URL: <http://ssrn.com/abstract=94034>.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983b) *Agency Problems and Residual Claims* [online]. Journal of Law & Economics, Vol. 26. URL: <http://ssrn.com/abstract=94032>.
- Faruqee, H., Li, S., Yan, I. K. (2004) *The Determinants of International Portfolio Holdings and Home Bias* [online]. IMF Working Paper. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0434.pdf>.
- Flandreau, M., et al. (2003) *International financial history in the twentieth century: system and anarchy*. Cambridge: Cambridge University Press. ISBN 0521819954
- Freixas, X., Rochet, J-Ch. (1997) *Microeconomics of Banking*. Cambridge (Massachusetts): The MIT Press. ISBN 0-262-06913-7.

Friedman, M., Savage, L. P. (1948) *The Utility Analysis of Choices Involving Risk* [online]. Journal of Political Economy, Vol. 56. str. 279 – 304. URL: <http://www.tinbergen.nl/agenda/tilectures/friedman.pdf>.

Froot, K., Scharfstein, D., Stein, J. (1993) *Risk management: coordinating corporate investment and Financing policies* [online]. Journal of Finance, Vol. 48, Issue 5. str. 1629 – 1658. URL: <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/4084.html>.

Froot, K., Scharfstein, D., Stein, J. (1994) *A framework for risk management* [online]. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 7. str. 22 – 32. URL: http://www.people.hbs.edu/kfroot/oldwebsite/cvpaperlinks/framework_for_risk_management.pdf.

Frúhauf, L. (2005) *Minulost, současnost a budoucnost kolektivního investování v ČR* [online]. Bakalářská práce na Institutu ekonomických studií FSV UK. URL: http://ies.fsv.cuni.cz/storage/work/587_ladislav_fruhauf.pdf.

Gale, B., Hellwig, M. (1985) *Incentive Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem* [online]. Review of Economic Studies 52, str. 647-663. URL: <http://ideas.repec.org/p/cep/stitep/97.html> nebo URL: [http://links.jstor.org/sici?sici=0034-6527\(198510\)52:4%3C647:IDCTOP%3E2.0.CO;2-W](http://links.jstor.org/sici?sici=0034-6527(198510)52:4%3C647:IDCTOP%3E2.0.CO;2-W).

Gastineau, G. (2002) *The Exchange-Traded Funds Manual*. New York: Wiley. ISBN: 978-0-471-21894-4.

Gibson, M. S. (1995) *Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan* [online]. Journal of Business, Vol. 68, Issue 3. str. 281 – 308. DOI:10.1086/296666.

Giddens, A. (1991) *Modernity and Self-Identity: Self and Society in the Late Modern Age*. Stanford (California): Stanford University Press. ISBN: 0804719446.

Gollier, Ch. (2001) *The Economics of Risk and Time*. Cambridge (Massachusetts): The MIT Press. ISBN: 0262072157.

Gorton, G. B., Haubrich, J. (1987) *Bank Deregulation, Credit Markets and the Control of Capital* [online]. Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper 08–86. URL: <http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/> nebo <http://ideas.repec.org/p/fth/pennfi/08-86.html>.

- Gorton, G. B., Winton, A. (2002) *Financial Intermediation* [online]. NBER Working Paper No. W8928. URL: <http://ssrn.com/abstract=311424>.
- Graham, J. R., Smith, C. W. (1996) *Tax incentives to hedge* [online]. The Journal of Finance, Vol. 54, Issue 6. str. 2241 – 2262. URL: <http://faculty.fuqua.duke.edu/~jgraham/website/Taxincen.pdf>.
- Greenwood, J., Jovanovic, B. (1990) *Financial Development, Growth, and the Distribution of Income* [online]. Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 5. str. 1076 – 1107. URL: <http://www.nber.org/papers/w3189>.
- Gurley, J. G., Shaw, E. S. (1956) *Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process*. The Journal of Finance, Vol. 11, No. 2. str. 257 – 276. DOI: 10.2307/2976705.
- Gurley, J. G., Shaw, E. S. (1960) *Money in a Theory of Finance*. Washington D. C.: The Brookings Institution.
- Hakenes, H. (2004) *Banks as Delegated Risk Managers*. Journal of Banking & Finance, Volume 28, Issue 10. str. 2399 – 2426. DOI:10.1016/j.jbankfin.2003.09.007.
- Hansmann, H. (1985) *The Organization of Insurance Companies: Mutuals versus Stock* [online]. The Journal of Law, Economics and Organization, Vol. 1. str. 125 – 153. URL: <http://jleo.oxfordjournals.org/cgi/reprint/1/1/125>
- Harris, M., Raviv, A. (1995) *Financial Contracting Theory*. v: Lafont, J.-J. (1995) *Advances in Economic Theory*. Cambridge: Cambridge University Press. ISBN 052148460X.
- Heathcote, J., Perri, F. (2004) *The International Diversification Puzzle is not as Bad as You Think* [online]. Society for Economic Dynamics, 2004 Meeting Papers – 152. URL: <http://ideas.repec.org/p/red/sed004/152.html>
- Hellwig, M. (1992) *Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance*. kapitola 3 z: Giovannini, A., Mayer, C. (1992) *European Financial Integration*. Cambridge University Press. ISBN: 0521428904.
- Hirshleifer, J., Riley, J. G. (2003) *The Analytics of Uncertainty and Information*. Cambridge Surveys of Economic Literature. Cambridge: Cambridge University Press. ISBN: 0521283698. původní verze: (1979) *The Analytics of Uncertainty and Information-An Expository Survey*. Journal of Economic Literature, Vol. 17, No. 4. str. 1375-1421.

Holmstöm, B., Tirole, J. (1993) *Market Liquidity and Performance Monitoring* [online]. The Journal of Political Economy, Vol. 101, Issue 4. str. 678 – 709. URL: <http://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v101y1993i4p678-709.html>.

Howells, P., Bain K. (2000) *Financial Markets and Institutions*. Harlow: Financial Times Prentice Hall. ISBN 0-201-61906-7

Hughes, P. S., Zargar, E. (2006) *Exchange Demutualization* [online]. Blake, Cassels & Graydon. URL: http://www.blakes.com/english/publications/bsra/v143/Paper-Exchange_Demutualization-May2006.pdf.

ICI – Investment Company Institute (2006) *Equity Ownership in America, 2005* [online]. URL: http://www.ici.org/statements/res/1rpt_05_equity_owners.pdf.

ICI – Investment Company Institute (2007) *Investment Company Fact Book* [online]. URL: <http://www.icifactbook.org/index.html> nebo http://ici.org/stats/latest/2007_factbook.pdf.

James, Ch. (1987) *Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans* [online]. Journal of Financial Economics 19. str. 217–233. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v19y1987i2p217-235.html>.

Jensen, M., Meckling, W. (1979) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* [online]. The Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4. str. 305 – 360. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v3y1976i4p305-360.html>.

Jewson, S., Brix, A. (2005) *Weather Derivative Valuation: The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*. Cambridge: Cambridge University Press. ISBN 0521843715.

Jílek, J. (1997) *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-7169-453-3.

Kanatas, G., Qi, J. (2000) *Economies of Scope, Financial Intermediation, and Innovation* [online]. DOI: 10.2139/ssrn.233752.

Kane, E. J., Buser, S. A. (1979) *Portfolio Diversification at Commercial Banks* [online]. Journal of Finance, Vol. 28, Issue 1. str. 19 – 34. URL: <http://www.afajof.org/journal/jstabstract.asp?ref=9573>.

- Kho, B-Ch., Stulz, R. M., Warnock, F. (2006) *Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias* [online]. NBER Working Paper 12389. URL: <http://www.nber.org/papers/w12389.pdf>.
- Kidwell, D. S., et al. (2006) *Financial Institutions, Markets, and Money*. Hoboken: Wiley. ISBN 0-471-69757-5.
- Kindleberger, Ch. P. (1993) *A Financial History of Western Europe*. New York: Oxford University Press. ISBN 0-19-507737-7.
- King, R. G., R. Levine (1993) *Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence* [online]. Journal of Monetary Economics, Vol. 32, Issue 3. str. 513–542. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v32y1993i3p513-542.html>.
- Klein, M. A. (1973) *The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation* [online]. Journal of Finance, Vol. 28, Issue 4. URL: <http://www.afajof.org/journal/jstabstract.asp?ref=8688>.
- Krasa, S., Villamil, A. (2000) *Optimal Contracts when Enforcement is a Decision Variable* [online]. Econometrica, Vol. 68. str. 119–134. URL: <http://ideas.repec.org/a/ecm/emetrp/v68y2000i1p119-134.html>.
- Kroll, M., Wright, P., Theerathorn, P. (1993) *Whose Interests Do Hired Top Managers Pursue? An Examination of Select Mutual and Stock Life Insurers* [online]. The Journal of Business Research, Vol. 26, Issue 2. str. 133 – 148. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jbrese/v26y1993i2p133-148.html>.
- Krooss, H. E., Blyn, M. R. (1971) *A History of Financial Intermediaries*. New York: Random House. ISBN: 0394310012.
- Lawrence, P. (2006) *Finance and development: why should causation matter?* [online]. Journal of International Development, Vol. 18, Issue 7. str. 997 – 1016. DOI:10.1002/jid.1333.
- Leland, H. E., Pyle, D. H. (1977) *Informational asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation* [online]. Journal of Finance, Vol. 32, str. 371-387. URL: <http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v32y1977i2p371-87.html>
- Lerman, D. (2001) *Exchange Traded Funds and E-Mini Stock Index Futures*. New York: Wiley. ISBN: 978-0-471-44298-1
- Levine, R. E. (1999) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda* [online]. World Bank Policy Research Working Paper No. 1678. URL: <http://ssrn.com/abstract=604955>.

- Levine, R. (2004) *Finance and Growth: Theory and Evidence* [online]. NBER Working Paper 10766. URL: <http://www.nber.org/papers/w10766.pdf>.
- Los, C. A. (2003) *Financial Market Risk: Measurement and Analysis*. London: Routledge. ISBN: 0-415-27866-X.
- Lucas, R. (1988) *On the mechanics of economic development* [online]. Journal of Monetary Economics, Vol. 22, Issue 1. str. 3 – 42. DOI:10.1016/0304-3932(88)90168-7.
- Lummer, S., McConnell, J. (1989) *Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital Market Responses to Bank Loan Agreements* [online]. Journal of Financial Economics 25. str. 99 - 122. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v25y1989i1p99-122.html>.
- Madura, J. (2005) *Financial Markets And Institutions*. Mason: Thomson South-Western. ISBN 032428845X.
- Malkiel, B. G. (1973) *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W. W. Norton & Company. Ltd. ISBN: 0393055000.
- Mankiw, N. G., Zeldes, S. P. (1991) *The Consumption of Stockholders and Non-Stockholders* [online]. Journal of Financial Economics, Vol. 27. str. 97 – 112. URL: <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/3402.html>.
- Markowitz, H. (1952) *The Utility of Wealth* [online]. The Journal of Political Economy, Vol. 60, No. 2. str. 151 – 158. URL: <http://www.tinbergen.nl/agenda/tilectures/markowitz.pdf>.
- Marcus, A. (1984) *Deregulation and Bank Financial Policy* [online]. Journal of Banking and Finance, Vol. 8, Issue 4. str. 557 – 565. DOI:10.1016/S0378-4266(84)80046-1.
- Matthew, H. C. G. (1995) *Gladstone 1809 – 1874*. Oxford University Press. ISBN: 0192821229 a *Gladstone: 1875 - 1898*. Oxford University Press. ISBN: 0198204051.
- Mayers, D., Smith, C. W. (1981) *Contractual provisions, organizational structure, and conflict control in insurance markets* [online]. The Journal of Business, Vol. 54, Issue 3. str. 407 – 433. URL: <http://ideas.repec.org/a/ucp/jnlbus/v54y1981i3p407-34.html>.

Mayers, D., Smith, C. W. (2002) *Ownership Structure and Control: Property-Casualty Insurer Conversion to Stock Charter* [online]. Journal of Financial Services Research, Vol. 21, Nr. 1–2. DOI:10.1023/A:1014377819009.

McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press. ISBN: 0815756135.

McKinsey (2005) *118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World's Capital Markets*. McKinsey Global Institute.
<http://www.mckinsey.com/mgi/publications/gcm/index.asp>.

Merton, R. C. (1992) *Continuous -Time Finance*. Malden: Blackwell Publishing. ISBN: 0631185089.

Merton, R. C. (1995) *A Functional Perspective of Financial Intermediation* [online]. Financial Management, Vol. 24, Issue 2. URL:
<http://ideas.repec.org/a/fma/fmanag/merton95.html>.

Mester, L. J. (1991) *Agency costs among savings and loans* [online]. Journal of Financial Intermediation, Vol. 1, Issue 3. str. 257 – 278. DOI:10.1016/1042-9573(91)90010-W.

Mikkelson, W., Partch, M. (1986) *Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process* [online]. Journal of Financial Economics 15. str. 31-60. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v15y1986i1-2p31-60.html>

MFČR - Ministerstvo financí České republiky (2007) *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2006* [online]. URL:
http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zprava_o_vyvoji_financniho_trhu_v_roce_2006_pdf.pdf.

Mishra, A. V. (2007) *International Investors' Home Bias in Portfolio Equity Investment* [online]. University of Southern Queensland, Australia. URL:
<http://eprints.usq.edu.au/archive/00002176/>

Mishkin, F. S. (2006) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 7th Edition. Boston (Massachusetts): Addison-Wesley. ISBN 0321331850.

Mishkin, F., Eakins, S. (2005) *Financial Markets and Institutions*. 5th Edition. Boston (Massachusetts): Pearson Education Limited. ISBN 0321308123.

Mizrach, B., Neely, Ch. (2006) *The Transition to Electronic Communications*

Networks in the Secondary Treasury Market [online]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. URL: <http://research.stlouisfed.org/wp/more/2006-012>.

Monnet, C., Quintin, E. (2006) *Why do financial systems differ? History matters* [online]. Journal of Monetary Economics, Vol. 54, Issue 4. str. 1002 – 1017. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2006.03.003.

Morawski, A. (2007): *The Role of Financial Intermediaries and the Increased Need for Regulations of Financial Markets* [online]. University of Essex: Department of Economics. URL: <http://www.essex.ac.uk/economics/EESJ/SP07/Morawski-247.pdf>.

Morin, R. A., Suarez, F. (1983) *Risk Aversion Revisited* [online]. The Journal of Finance, Vol. 38, No. 4. str. 1201 – 1216. URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28198309%2938%3A4%3C1201%3ARAR%3E2.0.CO%3B2-B>.

Neale, F. R., Peterson, P. P. (2003) *The Financial Services Industry and the Modernization Legislation* [online]. Florida State University Working Paper. URL: <http://ssrn.com/abstract=447420>.

O'Hara, M. (1981) *Property Rights and the Financial Firm* [online]. The Journal of Law and Economics, Vol. 24, Issue 2. str. 317 – 332. URL: <http://ideas.repec.org/a/ucp/jlawec/v24y1981i2p317-32.html>.

Obay, L. (2000) *Financial Innovation in the Banking Industry: The Case of Asset Securitization*. New York: Routledge. ISBN: 0815334230.

OECD (2006) *OECD Economic Outlook* [online]. No. 80 – Volume 2006, Issue 2. ISBN 9264030956. URL: <http://lysander.sourceoecd.org/vl=333212/cl=23/nw=1/rpsv/cw/vhosts/oecdjournals/04745574/v2006n2/contp1-1.htm>.

Okina K., Shirakawa M., Shiratsuka S. (1999) *Financial Market Globalization: Present and Future* [online]. Institute for Monetary and Economic Studies. Bank of Japan, Vol. 17, Issue 3. str. 1 – 40. URL: <http://ideas.repec.org/a/ime/imemes/v17y1999i3p1-40.html>

Oks, A. (2001) *Efficiency of the Financial Intermediaries and Economic Growth in CEEC* [online]. University of Tartu, Faculty of Economics and Business Administration Working Paper Series No. 8. URL: <http://ssrn.com/abstract=419821>.

- Oldfield, G. S., Santomero A. M. (1997) *The Place of Risk Management in Financial Institutions*. University of Pennsylvania - Center for Financial Institutions Working Paper 95-05. URL: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/paper.cfm?paperID=363>.
- Pagano, M. S. (2001) *How Theories of Financial Intermediation and Corporate Risk-Management Influence Bank Risk-Taking Behavior* [online]. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 10, Issue 5. DOI:10.1111/1468-0416.00048.
- Pilbeam, K. (2005) *Finance and Financial Markets*. London: Palgrave Macmillan. ISBN: 1403948356.
- Postlewaite, A., Vives, X. (1987) *Bank Runs as an Equilibrium Phenomenon* [online]. *The Journal of Political Economy*, Vol. 95, No. 3. str. 485 – 491. URL: [http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808\(198706\)95%3A3%3C485%3ABRAAEP%3E2.0.CO%3B2-2](http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808(198706)95%3A3%3C485%3ABRAAEP%3E2.0.CO%3B2-2).
- Pyle, D. H. (1971) *On the Theory of Financial Intermediation* [online]. *The Journal of Finance*, Vol. 26, No. 3. str. 737 – 747. URL: [http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082\(197106\)26%3A3%3C737%3AOTTOFI%3E2.0.CO%3B2-O](http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082(197106)26%3A3%3C737%3AOTTOFI%3E2.0.CO%3B2-O)
- Pottier, S., Sommer, D. (1997) *Agency Theory and Life Insurer Ownership Structure* [online]. *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 64, No. 3. str. 529 – 543. DOI:10.2307/253763.
- Rajan, R. G., Zingales, L. (2001) *Financial Systems, Industrial Structure, and Growth* [online]. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, No. 4. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=443944.
- Ramakrishnan, R. T. S., Thakor, A. V. (1984) *Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation* [online]. *Review of Economic Studies*, Vol. 51, Issue 3. str. 415 – 432. URL: <http://ideas.repec.org/a/bla/restud/v51y1984i3p415-32.html>
- Reilly F. K., Brown K. C. (2006) *Investment Analysis and Portfolio Management*. Mason: Thomson South-Western. ISBN 0-324-28903-0.
- Remmers, B. (2003) *Organizational Form Coexistence: Stock and Mutual Financial Firms* [online]. DOI: 10.2139/ssrn.402341.
- Revenda, Z. et al. (2005) *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-132-1.

Robinson, J. V. (1952) *The Rate of Interest and Other Essays* [online]. London: Macmillan. / URL: <https://www.questia.com/library/book/the-rate-of-interest-and-other-essays-by-joan-robinson.jsp>

Roover, R. (1974) *New Interpretations of the History of Banking*. kapitola 5 v: *Business, Banking, and Economic Thought in Late Medieval and Early Modern Europe*. Chicago: The University of Chicago Press, ISBN: 0226725456.

Ross, S. (1973) *The economic theory of agency: the principal's problem* [online]. *American Economic Review*, Vol. 63, Issue 2. str. 134 – 139. URL: <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v63y1973i2p134-39.html>.

Ross, S. (1977) *The determination of Financial structure: the incentive-signaling approach* [online]. *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, Issue 1, str. 23 – 40. URL: <http://ideas.repec.org/a/rje/bellje/v8y1977ispringp23-40.html>.

Sabarwal, T. (2005) *Common Structures of Asset-Backed Securities and Their Risks* [online]. *EconWPA Finance 0512012*. URL: <http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpfi/0512012.html>.

Santomero, A. (1989) *The changing structure of Financial institutions: a review essay* [online]. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 24, Issue 2. str. 321 – 328. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v24y1989i2p321-328.html>.

Santomero, A. M. (1995) *Financial Risk Management: The Whys and Hows*. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 4. str. 1 – 14.

Saunders, A., Millon Cornett, M. (2006) *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. New York: McGraw-Hill/Irwin. ISBN 0-07-295746-8.

Schmidt, R. H., Hackethal, A., Tyrell, M. (1999) *Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison*. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, Issue 1-2. str. 36 – 67. DOI:10.1006/jfin.1998.0256.

Scholtens, B., Van Wensveen, D. (2000) *A critique on the theory of financial intermediation* [online]. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24, Issue 8. str. 1243 – 1251. DOI:10.1016/S0378-4266(99)00085-0.

Scholtens, B., Van Wensveen, D. (2004) *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain* [online]. *SUERF Studies Nr. 2003/1*. URL: <http://www.suerf.org/download/studies/study20031.pdf>.

Schumpeter, J. A. (1912) *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Duncker & Humblot. / (1982) *The Theory of Economic Development*. Transaction Publishers. Reprint edition. ISBN: 0878556982.

de Serres, A., et al. (2006) *Regulation of Financial Systems and Economic Growth* [online]. OECD Economics Department Working Papers, No. 506, OECD Publishing. DOI:10.1787/870803826715.

Siandra, E. (2002) *The Economics of Financial Matching* [online]. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República. URL: <http://decon.edu.uy/publica/2002/Doc1002.pdf>

Slovin, M., Sushka, M., Polonchek, J. (1992) *Informational externalities of seasoned equity issues : Differences between banks and industrial firms* [online]. Journal of Financial Economics 32. str. 87-101. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v32y1992i1p87-101.html>.

Smith, B. D., Stutzer, M. J. (1990) *Adverse selection and mutuality: The case of the farm credit system* [online]. Journal of Financial Intermediation, Vol. 1, Issue 2. URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinin/v1y1990i2p125-149.html>

Spencer, P. D. (2000) *The Structure and Regulation of Financial Markets*. New York: Oxford University Press. ISBN 0-19-877609-8.

Stulz, R. M. (1984) *Optimal Hedging Policies* [online]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 19, No. 2. str. 127 – 140. URL: [http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1090\(198406\)19%3A2%3C127%3AOHP%3E2.0.CO%3B2-X](http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1090(198406)19%3A2%3C127%3AOHP%3E2.0.CO%3B2-X)

Townsend, R. M. (1979) *Optimal contracts and competitive markets with costly state verification* [online]. Journal of Economic Theory Vol. 21. str. 265 – 293. URL: <http://www.elsevier.com/locate/inca/622869>.

Trew, A. W. (2006) *Finance and Growth: A Critical Survey* [online]. CDMA Working Paper 0507. URL: <http://ideas.repec.org/p/san/cdmawp/0507.html>.

Verbrugge, J. A., Goldstein, S. J. (1981) *Risk, Return and Managerial Objectives: Some Evidence from the Savings and Loan Industry*. Journal of Financial Research, Vol. 4, str. 45-58.

Von Thadden, E.-L. (1998) *Intermediated versus Direct Investment: Optimal Liquidity Provision and Dynamic Incentive Compatibility* [online]. Journal of

Financial Intermediation Vol. 7, Issue 2. str. 177 – 197.

DOI:10.1006/jfin.1998.0239.

Warner, J. (1977) *Bankruptcy costs: some evidence* [online]. Journal of Finance, Vol. 32, Issue 2. str. 337 – 347. URL:

<http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v32y1977i2p337-47.html>.

Weiss, L. (1990) *Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims* [online]. Journal of Financial Economics, Vol. 27, Issue 2. str. 285 – 314.

URL: <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v27y1990i2p285-314.html>.

Yeager, T. J., Yeager, F. C. a Harshman, E. F (2004), *The Financial Modernization Act: Evolution or Revolution* [online]. FRB of St. Louis

Supervisory Policy Analysis Working Paper No. 2004-05. URL:

<http://ideas.repec.org/p/fip/fedlsp/2004-05.html>.

Yu, L. (2002) *On the Wealth and Risk Effects of the Glass-Steagall Overhaul: Evidence from the Stock Market* [online]. University of Notre Dame. URL:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354389.