

podmínek ve $4\frac{0}{10}$ ní rentu korunovou (za emisní kurs $90\frac{52}{100}$). Jiné půjčky na zlaté ve zlatě $5\frac{0}{10}$ ní 16·7044 mil. zl. ve zlatě byly touž dobou přeměněny ve $4\frac{0}{10}$ ní rentu zlatou v kursu 95 zl. ve zl. obligací = 100 zl. ve zl. $4\frac{0}{10}$ ní renty. — Konverse $5\frac{0}{10}$ ních dluhopisů k upravení toků v údolí Temeš - Begy v r. 1897 ve $4\frac{0}{10}$ ní podařila se téměř al pari (za kurs $99\frac{1}{2}\frac{0}{100}$), což je dokladem, jak byly konverse v r. 1893 (za kurs $90\frac{1}{2}\frac{0}{100}$), ukvapeny a že se mělo napřed konvertovati v renty $4\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ ní. —

Železniční půjčky $4\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ ní (ve zlatě a ve stříbře) z r. 1889 a $4\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ ní dluhopisy k výkupu práva výčepního (kromě těch, které byly v držení obcí) a $5\frac{0}{10}$ ní státní úpisy východní dráhy byly konvertovány v r. 1902 ve $4\frac{0}{10}$ ní rentu korunovou. Renta korunová byla převzata za kurs $95\frac{20}{100}$ a při půjčkách ve zlatě dáno nádavkem $\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ (kromě toho čítáno 100 zl. ve zlatě = 238·10 K) a úroky ze starých půjček byly placeny o měsíc dále; (to při půjčkách $4\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ ních znamená nádavek $\frac{3}{8}\frac{0}{100}$). Dle těchto podmínek byla úspora úroková při půjčkách ve stříbře a ve zl. r. m. asi $6\frac{30}{100}$, při čem kapitál se zvýšil skoro o $5\frac{1}{2}\frac{0}{100}$, kdežto při půjčkách na zlaté ve zlatě činila úspora úroková jen $5\frac{80}{100}$ a kapitál nominalní stoupl o $6\frac{0}{100}$. Ani tato konverse nedopadla příliš příznivě.

V Chorvatsku konvertovaly v r. 1891 $4\frac{65}{100}$ ní vyvazovací obligace ve $4\frac{0}{10}$ ní stejným způsobem jako v Uhrách, pouze potud příznivěji, že docíleno emisního kursu při $4\frac{0}{10}$ ních asi o $2\frac{0}{100}$ vyššího než při uherské konverzi. [Byl to následek pozdější doby.]

4. Výnosnost (rentabilita) cenných papírů.

Všechny výpočty o úrokování částečných dluhopisů a vypočítaná procenta úrokových důchodů z veřejných i soukromých půjček byly dosud posuzovány stále se stanoviska dlužníkovy. Když při daném kursu půjčky (při její prodejní ceně) se našla určitá úroková míra, když při konversích se ta míra jakkoli proměnila a s tím zároveň snad i výše nominalního dluhu, mělo to

platnost pouze pro dlužníka a nikoli zároveň stejně pro různé věřitele (majitele dílčích úpisů).

Je sice mezi věřitelem a dlužníkem jistý vztah, pravidelně takový, že bříme dluhu je úměrno prospěchu věřitelovu. Čím vyšší je úrok dlužníkům, čím těžší podmínky výpůjčky, tím je větší zisk věřitelův, tím výhodnější jeho posice. Ale rozdíl podstatný je přece mezi dlužníkem veliké veřejné půjčky (ovšem také soukromé, je-li v dílčích úpisech), a mezi vlastníkem jednotlivých dluhopisů její. Dlužník je stále týž (stát, země, obec, dráha nebo jiné hospodářství), kdežto vlastníci dluhopisů se stále mění. Pro dlužníka je nejdůležitější emisní kurs a ostatní emisní podmínky dluhu, kdežto další klesání nebo stoupání ceny dluhopisů se dlužníka jen tehdy dotýká, když potřebuje nového úvěru nebo když se naskytá možnost konverse. Naproti tomu ti, kdo ukládají své jmění v cenné papíry, řidčeji mají příležitost účastnit se nové emise, pravidelně kupují dílčí úpisy, které už dlouho jsou v oběhu a kterých nabývají za zcela jiných podmínek, nežli jaké byly platny pro emisi. Také v době trvání vzájemného poměru dlužnického a věřitelského tkví zásadní rozdíl: dluh jednoukrát uzavřený ukládá dlužníkovi zcela určité, dlouhou dobu, — někdy po celé trvání půjčky, — neproměnné závazky; pouze konverse může závazky ty opět na dlouho změnit (zmírnit). Věřitel, majitel to dlužního úpisu prodejného, bývá často ba pravidelně pouze dočasným držitelem efektu, rozhodne se nebo je nucen v kratším či delším čase cenný papír zase prodati a to již za zcela jiných cen, než byly platny tehdy, kdy papír koupil. Tak výnos jeho je zcela jiný než úroková dávka placená dlužníkem.

Půjčka jednoukrát dlužníkem vydaná vyvíjí se vůbec na peněžním trhu zcela neodvisle proti tomu stavu i proti zámyslům dlužníkovým, jaké tu byly při jejím vzniku. Výnos jednotlivých věřitelů se pak naprosto již neshoduje s těmi závazky, které dlužník na sebe vzal. Ale ani pro emisi půjčky není pro jednotlivého věřitele výnos rovný vždy úrokové a jiné povinnosti dlužníkově. Dlužníkovy platy, zejména při nesplacitelných rentách, trvají na doby neurčité, ale vždy dlouhé, kdežto věřitele

vždy čítají s dobami poměrně kratšími, někdy ukládají své jmění tak jen na zcela krátkou dobu. Věřitelům někdy úrokový důchod není při nabývání cenného papíru ani hlavní věcí, nýbrž hlavně spekulují na zisk ze stoupání kursů. A spekulací zisky, po případě ztráty jsou zároveň podnětem k tvoření cen (kursů) na bursách; neboť velická část bursovních obchodů nemá za účel nabývání trvalých úrokových důchodů, nýbrž pouze chce se využití okamžitých rozdílů v cenách.

Tím se dá vysvětliti, že někdy půjčka, která ukládá dlužníkovi značně těžší břemeno, přece není od věřitelů výše ceněna, když tíže závazku dlužníkovy projeví se teprve v delší době. Tak půjčky splatné v určité době nominálním obnosem, byl-li dluh emitován nízkou pod parí, podstatně zvyšují dlužníkům úrok, ale věřitelé s tím často neúčtují, jelikož nemíní nebo nemohou dluhopisy podržeti do té doby až budou nominálně splaceny. Tak na př. byly ceny $4\frac{0}{10}$ ní renty uherské a $4\frac{0}{10}$ ních uherských vyvazovacích obligací (splacitelných nominální sumou):

kocem roku	1893	1894	1895	1896	1897
$4\frac{0}{10}$ renta	94.60	98.50	98.55	99.60	99.50
$4\frac{0}{10}$ vyvazov.	94.45	97.10	96.25	97.50	97.---
koncem roku	1898	1899	1900	1901	1902
$4\frac{0}{10}$ renta	97.95	94.40	92.95	94.20	98.10
$4\frac{0}{10}$ vyvazov.	95.50	93.50	91.80	92.75	98.15
koncem roku	1903	1904	1905	1906	1907
$4\frac{0}{10}$ renta	98.90	97.90	96.30	95.75	93.30
$4\frac{0}{10}$ vyvazov.	98.30	97.90	96.50	96.30	93.30

Kromě posledních let byla splacitelná $4\frac{0}{10}$ ní vyvazovací půjčka pravidelně níže ceněna než nesplacitelná renta, ačkoli majitelé vyvazovací půjčky mohli čekati na zisk splacením v nominálním obnosu. Jednotlivý majitel však tento zisk vůbec nebéře v úvahu, protože dluhopis nemíní podržeti až do té doby, kdy bude slosován, nýbrž prodává jej dříve.

Totéž bylo lze pozorovati také při francouzských rentách $3\frac{0}{10}$ ních splacitelné a nesplacitelné („amortissable“, „perpétuelle“). Tak na př. v roku 1899 byla

splatitelná renta průměrně za 99·89 a r. 1900 99·18, kdežto nesplatitelná 1899 100·84 a 1900 100·22. [Jiná léta, když renty byly nad pari, se ke srovnání nehodí, jelikož při kursu nad nominálním se u splatitelné slosováním ztrácí].

Z těchto důvodů často věřitelé necení nic ten prospěch, že v delší budoucnosti může půjčka značně stoupati, protože byla vydána dlužníkem hluboko pod nominálním obnosem, nebo že následkem nízkého nominálního procenta lze ji dostati, za kursy hluboko pod pari. Tak vynášely podle kursů průměrných [vypočtených dle „Statistische Tabellen zur Währungsfrage“ tab. 205] procent úroků:

v roku	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888
4·2 ⁰ / ₀ ní renta	5·51	5·51	5·36	5·21	5·10	4·96	5·21	5·24
5 ⁰ / ₀ ní renta	5·24	5·46	5·36	5·22	5·05	4·92	5·19	5·23

Renta 5⁰/₀ ní, která byla mnohem blíže paritnímu kursu, dávala (mimo r. 1884) značně nižší výnos a byla tedy mnohem lépe ceněna než 4·2⁰/₀ ní renta, při které by přece věřitelé byli mohli počítati se značným možným stoupáním kursů. Zvláště nápadno je to v r. 1881 a 1886. V roku 1881 renta 5⁰/₀ ní měla průměrný kurs 95·40⁰/₀ a vynášela jen 5·24⁰/₀, rozdíl její byl od nominale jen 4·60⁰/₀, kdežto 4·2⁰/₀ ní dávala mnohem značnější výnos 5·51⁰/₀, ačkoli kurs její byl jen 76·20⁰/₀, vzdálen 23·8⁰/₀ od nominálního (více jak pětikrát než při rentě 5⁰/₀ ní). Ještě divnější bylo to v r. 1886, kdy renta 5⁰/₀ ní vystoupila již velmi patrně nad paritní kurs na 101·6⁰/₀ a přece byla hledanější než renta 4·2⁰/₀ ní, která se prodávala jen za 84·70⁰/₀; při těchto kursech spokojili se majitelé renty 5⁰/₀ ní nižším úrokovým výnosem, ačkoli mohli při konverzi na kursu a úrocích ztratit, — (ztratili později skutečně), — kdežto ti, co kupovali rentu sjednocenou 4·2⁰/₀ ní, nejen nic nedbali na to, že kursy mohou stoupati, nýbrž ještě žádali vyšší úrok než při rentě 5⁰/₀ ní. A přece sjednocená renta později nejen se přiblížila paritě, nýbrž i vystoupila nad kurs nominální. Získali tedy majitelé její kromě vyšších úroků ještě asi 20⁰/₀ z kupní ceny ziskem kursovním, (ovšem, když ji dosti dlouho, — asi deset let, — po-

drželi). Kdežto ti, kteří koupili rentu $5\frac{0}{10}$ ní, nemohli doufatí, že na kursu získají (naopak se musili báti ztráty) a přece spokojili se menším úrokem, který ještě dosti brzy (za 6 až 7 let) byl asi o $\frac{1}{6}$ konverzí ztenčen.

Ale ten zjev nebyl ojedinělý a pouze u nás, nýbrž totéž bylo v letech 1891—1893 zřetelně pozorováno u pruských a říšských německých rent $3\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ a $3\frac{0}{10}$ níh. Renty $3\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní, ačkoli se prodávaly velmi blízko nominalnímu kursu, přece majitelům poskytovaly menší úrokový výnos nežli renty $3\frac{0}{10}$ ní, u kterých přece pro jich nízký kurs se dalo doufatí na zisk kursovní a také se již v r. 1896 vyšinuly až skoro na pari. Vedle kursu 99:50 pro půjčky $3\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní byl současný kurs $3\frac{0}{10}$ níh půjček 85:50 a tedy věřitelé rent $3\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ níh se spokojovali menším úrokovým výnosem nežli při $3\frac{0}{10}$ níh rentách, ačkoli možnost kursovního zisku při rentě $3\frac{0}{10}$ ní byla veliká a také opravdu asi ve čtyřech až pěti letech se na nich mnoho vytěžilo.

Tyto ukázky postačují už, aby se vidělo, jak věřitelé (nabyvatelé cenných papírů) se podstatně neřídí pravděpodobným výnosem a možným ziskem, pokud je nutno k tomu cíli brátí v úvahu delší doby. Ta okolnost je důležitá a vysvětluje dosti, proč půjčky emitované na nominalně nízká procenta v kursu hluboko pod nominalem musily se státi tak zhoubnými pro dlužníky, jak to bylo již vloženo v obou předcházejících odstavcích (v 2. a 3. tohoto oddílu).

Když kupuje se určitý papír, je počítaná výnosnost jeho na základě kupního kursu a nominalního procenta pouze pravděpodobná. Od opravdivého výnosu se ovšem tato pravděpodobná výnosnost zcela různí, když později se papír za jiný kurs prodá. Jenom tehdy, kdyby kupní a prodejní kurs byly totožny a kdyby nebylo změnny v dluhu samém, (nenastala na př. konverse nebo splacení cenného papíru), shodoval by se pravděpodobný výnos se skutečným.

Aby se možné rozdíly v tom směru znázornily, stačí proto určité konkrétní příklady:

Dne 1. září 1889 prodávaly se $4\frac{20}{10}$ ní renta (papírová) po 83:50 a $5\frac{0}{10}$ ní renta (rakouská) po 99:40. Za

těchto kursů byla pravděpodobná výnosnost obou papírů úplně stejná; totiž $4 \cdot 20$ zl. úrokového důchodu stálo $83 \cdot 50$ zl., tedy bylo úrokovací procento $420 : 83 \cdot 50 = 5 \cdot 03\%$ a 5 zl. úrokového důchodu stálo $99 \cdot 40$ zl., čili úrokovací procento $500 : 99 \cdot 40 = 5 \cdot 03\%$. [Úrokovací procento se vypočte, když 100 násobný úrokový důchod dělíme jeho cenou (kapitálem)].

Kdo však tehdy koupil 5% rentu, byl později ve zcela jiné situaci než ten, kdo koupil $4 \cdot 20\%$ rentu, jelikož renta 5% byla 1. března 1893 konvertována ve 4% korunovou. I když tedy oba oni různí věřitelé (na 5% a na $4 \cdot 20\%$ rentu) si koupené papíry stále podrželi nesppekulující na zisk kursovní, změnila se jejich situace po 1. březnu 1893. Kupec renty 5% nominalních $10\,000$ zl. od 31./8. 1889 dostal 7krát kupony po 250 zl. (vždy 1. září a 1. března) do 1. března 1893 a nechtěl-li svůj dluh konvertovati, vyplátilo se mu $10\,000$ zl. hotových. Poněvadž nabyl renty za kurs $99 \cdot 40\%$ získal výplatou $10\,000$ zl. celkem 60 zl. a kupony činily 1750 zl. (7 krát 250 zl.). Celý výtěžek jeho byl tedy $1750 + 60 = 1810$ zl., což z kupní sumy 9940 zl. činilo by $18 \cdot 209\%$ za $3 \frac{1}{2}$ roku čili asi $5 \cdot 20\%$ za rok, nehledí-li se ke složitým úrokům. Zisk kursovní obráží se tu v procentu o něco vyšším nežli bylo pravděpodobné ($5 \cdot 20\%$ proti $5 \cdot 03\%$).

Kdyby však byl majitel $4 \cdot 20\%$ renty (vezměme i tu nominalní obnos její $10\,000$ zl.) také 1. března 1893 svou rentu prodal, byl by za ni dostal již dle tehdejších kursů ($98 \cdot 75\%$) místo 8350 zl. (za kurs $83 \cdot 50$ ji koupil) 9875 zl. a kromě toho byl by měl 7krát kuponový výnos po 210 zl. — 1470 zl. Výtěžek jeho byl by 1470 zl. úroků + zisk kursovní ($= 9875 - 8350 = 1525$ zl.), tedy dohromady 2995 zl. To znamená výtěžek $35 \cdot 87\%$ za $3 \frac{1}{2}$ roku čili skoro $10 \frac{1}{4}\%$ ročně, (nehledí-li se k úrokům z úroků). Je to výtěžek skoro dvojnásobný proti tomu, kterého docílil současně majitel renty 5% , ačkoli při nákupu byla pravděpodobná výnosnost z obou rent úplně stejná. Tohoto tak neobyčejného zisku (ročních $10 \frac{1}{4}\%$) nabyli věřitelé na dlužníkův účet, protože renty $4 \cdot 20\%$ byly nominalně nízko úrokovány a prodávány z té příčiny za nízké kursy, které při kle-

sající míře úrokové stoupaly. Ale dlužník té situace využití nemohl, jelikož nízká nominální míra úroková konverzi nepřipouštěla.

Papírová renta 5ní byla 1. března 1892 prodávána po 101·85. To znamenalo pravděpodobný výnos ročních 500: $101·85 = 4·91\%$.

Ale zrovna za rok 1. března 1893 konversí ztratil majitel její 1·85 zl. na 101·85 zl., jelikož mu byl vyplacen pouze nominální obnos 100 zl. Tím kuponový požitek 5 zl. ročně byl redukován na 3·15 zl. čili z kupní ceny asi na $3·09\%$.

Než majitel 5% ní renty mohl dostati místo ní rentu korunovou 4% ní za těchto podmínek: Odvedl-li zároveň březnový kupon z r. 1893, počítala se mu obligace jeho ve výši za 102·50 zl. = 205 K a dostal obligaci 4% ní počítanou v kursu $93\frac{1}{2}\%$ a kupon 4 K, čili celkem kurs $95\frac{1}{2}\%$. Tak za 5% ní obligaci s kuponem dostalo se nominale korunové renty 214·66 K s kuponem, (ovšem to má smysl ten, že na př. za 1,000.000 zl. renty 5% ní vydáno bylo K 2,146.600 renty 4% ní; jinak se musily rozdílly 100 K nedělitelné vyrovnati hotovými). Renta korunová již 1. března 1894 byla prodávána za kurs $97·80\%$ a tedy za sumu její 214·66 K by se bylo stržilo 209·94 K = 104·97 zl. Tak byl by dostal onen kupec 5% ní renty, kdyby se byl přihlásil ke konverzi, jeden kupon zářijový z r. 1892 2·50 zl. a tři kupony z renty 214·66 K po 2% čili 12·88 K = 6·44 zl. Kupony tedy vynesly $6·44 + 2·50 = 8·94$ zl. a na kursu bylo získáno $104·97 - 101·85 = 3·12$ zl. Celý zisk $8·94 + 3·12 = 12·06$ zl. docílený za dvě léta je $11·84\%$ z kupní sumy 101·85 zl. a za rok tedy $5·92\%$.

Z toho plynou tyto výsledky:

Pravděpodobný výtěžek při ná- 5% ní renty 1./3. 1892 byl	$4·91\%$ ročně
Skutečný výtěžek, když při kon- verzi si dal věřitel vyplatit svůj dluh nominální sumou	$3·09\%$ ročně
Skutečný výtěžek, když věřitel konvertoval 5% ní rentu ve 4% ní korunovou a za rok potom ji prodal	$5·92\%$ ročně

Patrně pochodili oni věřitelé, kteří konvertovali, znamenitě a vysvětluje se to zase jen tak, že nebylo konvertováno al pari, nýbrž že konverse provedena pod nominalním kursem a nová $4\frac{0}{10}$ ní renta mohla následkem toho značně stoupati. Ovšem byla tehdy situace také tím přízniva, že úroková míra klesala, ale vzestup kursů $4\frac{0}{10}$ ní renty korunové byl především jejím nízkým kursem emisním podmíněn.

Jak může působiti na výnos slosování splatitelných dluhopisů, zvláště když jsou koupeny nízko pod nominalním obnosem, pozná se z příkladu $3\frac{0}{10}$ níh dluhopisů (korunových) lokálních drah rakouských. Dejme tomu, že byl koupen úpis 10.000 K dne 23. března 1908 po 78·60. Dluhopis ten má kupony po 150 K, splatné 2. ledna a 1. července. — Poněvadž úrokováno je nominalně na $3\frac{0}{10}$ ročně, bylo by pravděpodobně procento úroků $300:78·60=3·817\frac{0}{10}$, neběří-li se zřetel na slosování. Kdyby však úpis ten byl dne 1. července vylosován a tím určen ke splacení 2. ledna 1909, vypočetl by se výnos úrokový takto:

Účet kupní na onen úpis zní (23. března):

10.000 K po 78·60	K 7860—
$3\frac{0}{10}$ ní úroky od 1. ledna za 82 dní	68·33 K 7928·33
daň z tržby	K 0·40
dohodné $1\frac{0}{2}\frac{0}{100}$	K 3·93
suma účtu kupního byla	K 7932·66

Dne 2. ledna 1909 by se dostala naň vyplacena nominalní suma 10.000 K a k tomu dva kupony po 150 K, celkem tedy 10.300 K. Tu byl by výnos $10·300 - 7932·66 = 2367·34$ K z kupní sumy 7932·6 K, což činilo by, jelikož $1\frac{0}{10}$ je 79·3266 K:

$$2367·34:79·3266=29·84\frac{0}{10}.$$

Ale to vztahuje se na dobu od 23. března 1908 do 2. ledna 1909 čili za 279 dní (dne měsíců se čítají vesměs po 30), tedy za $\frac{279}{360}=\frac{31}{40}$ roku. Procento ročního výnosu bylo by tu

$$29·84:\frac{31}{40}=38\frac{1}{2}\frac{0}{10}.$$

Zajisté $38\frac{1}{2}\%$ za rok byl by úrok neslýchaný při částečných dluhopisech. Ale pravděpodobnost, že bude dluhopis slosován v následujícím tahu, je velmi malá (celá půjčka bude teprve splacena v r. 1974 a zprvu jsou splátky nepatrné).

Kdyby však úpis nebyl slosován a bylo nutno jej na př. prodati 28. listopadu 1908, kdy jeho cena byla 76·05; byl by tu:

Účet prodejní:

10.000 K po 76·05	K 7605·—	
$3\frac{0}{100}$ úroky od 1. července za 147 dní	K 122·50	K 7727·50
daň		K 0·40
$1\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ dohodné		K 3·80

stržilo se K 7723·30
a k tomu kupon z 1. července 150 K; tedy dohromady K 7.873·30. To je suma menší než kupní a tedy kupec nejen neměl žádného výnosu úrokového, nýbrž ještě ztrátu: $7932·66 - 7873·30 = K 59·36$.

Rozumí se patrně, že ti, kteří podobný dluhopis kupují pouze na kratší doby, necení příliš možnost zisku při slosování, ano že velmi mnozí kupci dávají přednost rentám nesplacitelným. Zvláště při klesající míře úrokové je pravděpodobnost výtěžku ze stoupajících kursů mnohem větší než při slosovatelných úpisech možný zisk vyplacením cenného papíru sumou nominalní.

Zrovna jako stoupající kursy lákají obecnstvo ke koupi ziskem, kterého se nabývá vedle úrokového důchodu a tím se často udržuje setrvačný pohyb vzestupný, podobně klesající kursy zrazují obecnstvo od koupě, zvláště to, které nemůže trvaleji své kapitály v cenných papírech vázati. Ztráty tu mohou býti značné. Tak na př. rakouská korunová renta byla 10. června 1908 po 97·50 na kursu proti předešlým dobám dosti nízkém a všechny okolnosti zdály se tomu svědčiti, že není se báti přílišného dalšího klesání její ceny. Ale již v listopadu ceny značně klesly. Dejme tomu, že onen kupec 10.000 K $4\frac{0}{100}$ ní renty ze dne 10. června 1908 byl ji nucen prodati dne 28. listopadu 1908 ke konci měsíce, kdy za ni bylo lze docílit jen kurs 94·30. Tu byl

Účet kupní 10. června 1908:

10.000 K $4\frac{0}{10}$ ní korunové renty		
rak. po 97·50	K 9750—	
$4\frac{0}{10}$ ní úroky od 1. března za 99 dní	K 110—	K 9860—
daň		K 0·40
$1\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ dohodně		K 4·88
placeno		K 9865·28

Účet prodejní k 30. listopadu:

10.000 K $4\frac{0}{10}$ ní rak. renty koru-		
nové po 94·30	K 9430—	
$4\frac{0}{10}$ ní úroky od 1. září za 89 dní	K 98·89	K 9528·89
daň		K 0·40
$1\frac{1}{2}\frac{0}{100}$ dohodně		K 4·72
stržilo se		K 9523·77

k tomu sluší přičísti kupon splatný 1. září 200 K, tak že celkem prodávající inkasoval 9723·77 K a ztráta zajiště znáčná bude $K\ 9865·28 - 9723·77 = K\ 141·51$, z kupní sumy $1·44\frac{0}{10}$ kromě ztráty veškerých úroků z vynaloženého kapitálu.

A přece pravděpodobná výnosnost při koupi byla
 $400 : 97·50 = 4·103\frac{0}{10}$ ročně.

Odtud se vysvětluje zdržlivost obecnstva od kupování cenných papírů při klesajících kursech.

Jak se počítá pravděpodobná výnosnost při půjčkách, jichž kupony jsou vypláceny v cizí měně, to se pozná z příkladu o rakouské zlaté rentě.

Dne 30. června 1908 byla zlatá renta rakouská po 115·90 (rozumí se koruny za 125 frs. = 50 zl. ve zlatě) a kurs 20 frs. byl 19·07 K:

Poněvadž 50 zl. ve zlatě renty zlaté nese úrok 2 zl. ve zlatě = 5 frs., (což je $\frac{1}{4}$ dvacetifranku), bude úrok ten $19·07 : 4 = 4·7625$ K a tedy procento ročního výnosu (pravděpodobné):

$$476·25 : 115·90 = 4·11\frac{0}{10},$$

jelikož cena toho úroku byla 115·90 K.

Procento výnosu toho je proměnlivé nejen následkem různých kursů cenných papírů na cizí měnu znějících, nýbrž také vzhledem k proměnlivosti cen cizích měn. Tato proměnlivost ceny valut, — (cizích měn) — ovšem nyní je už málo významná a mizí celkem proti proměnlivosti kursů papírů samých. V dřívějších dobách však výnosnost papírů na cizí měny byla značně jiná nežli papírů na domácí měnu, jelikož proměny naší měny vůči cizím byly dosti veliké (až do r. 1897).*)

Pravděpodobná výnosnost jednotlivých cenných papírů je současně velmi různá; je tím menší, čím je cenný papír spolehlivější a stoupá značně pro papíry méně zajištěné. Tak papíry sirotčí jistoty dávají menší výnos než ostatní téhož druhu.

Ku př. 5. prosince 1908 byly $4\frac{0}{10}$ ní zástavní listy České hyp. banky po 96·20, $4\frac{0}{10}$ ní komunální úpisy České zemské banky po 94·60, $4\frac{0}{10}$ ní zástavní listy Moravské hypoteční banky po 95·60, $4\frac{0}{10}$ ní dluhopisy Moravské zemědělské banky po 93·70, $4\frac{1}{2}\frac{0}{10}$ ní bankovní dluhopisy České průmyslové banky po 99·75 a tytéž úpisy Živnostenské banky zrovna za touž cenu. Schválně tu vybrány papíry stejného druhu, bezpečné (zajištěné hypotekami nebo veřejným hospodářstvím) a také téměř pro totéž ukládající obecnostvo určené. Výnosnost těchto papírů pravděpodobná byla tato: vynášely

zást. listy České hyp. banky	4·158 $\frac{0}{10}$
zást. listy Moravské hyp. banky	4·184 $\frac{0}{10}$
komun. úpisy České zemské banky	4·228 $\frac{0}{10}$
komunální úpisy Moravské zeměd. banky	4·269 $\frac{0}{10}$
bankovní úpisy České prům. banky	4·511 $\frac{0}{10}$
bankovní úpisy Živnostenské banky	4·511 $\frac{0}{10}$

Bankovní úpisy České průmyslové a Živnostenské nemají sirotčí jistoty a tedy jich cena je nejnížší (pravděpodobná výnosnost nejvyšší). Ostatní dluhopisy jsou všechny pupilární jistoty, číméně je rozdíl výnosnosti

*) V prvním vydání tohoto spisu jsou uvedeny příklady, jak proměnou ceny valut podstatně změnil se výnos cenného papíru, na str. 178—180 a na str. 182 a 183, kromě toho v autorovu spisu: „O veřejných půjčkách rakouskouherských“. Nyní tyto příklady pozbyly dřívější důležitosti.

značný (od $4\cdot269\%$ do $4\cdot158\%$; liší se jich důchod o $2\cdot7\%$). Tyto rozdíly dělí se jednak podle zemí: — České jsou více ceněny než moravské; — jednak hypotekárním dluhopisům dávána je přednost proti komunálním. Zde ovšem rozhoduje především obliba ukladatelů, neboť mezi spolehlivostí úpisů na př. České hypoteční banky a České zemské banky není podstatně jinaké příčiny k rozlišování. — Při srovnávání pravděpodobné výnosnosti padá kromě toho na váhu ještě možný zisk na kursu jakož i zisk při slosování úpisů a vyplacení jich nominální sumou. Toho v hořejších výpočtech nedbáno a tím ony rozdíly ve výnosnosti se jen přiostrhují. —

Jak skutečně se s možností kursovního zisku počítá, je viděti ze současných kursů sjednocené renty 4% a $4\cdot2\%$. Dne 5. prosince 1908 byla sj. renta 4% po 94·70, kdežto $4\cdot2\%$ sjednocená byla po 97·70. Podle toho pravděpodobná výnosnost u 4% sjednocené renty byla $4\cdot223\%$, kdežto u $4\cdot2\%$ byla $4\cdot299\%$.