



TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



EXTERNÍ FINANCOVÁNÍ PODNIKU V SOUVISLOSTI S KRIZÍ SE ZAMĚŘENÍM NA ÚVĚROVÉ A DLUHOPISOVÉ FINANCOVÁNÍ

Autoreferát disertační práce

Studijní program:
Studijní obor:

P6208 – Ekonomika a management
6208V119 – Organizace a řízení podniků

Autor práce:
Školitel:

Ing. Jan Mačí
prof. Ing. Jiří Fárek, CSc.

Disertační práce byla vypracována v kombinované formě doktorského studia na katedře financí a účetnictví Ekonomické fakulty Technické univerzity v Liberci.

Uchazeč: Ing. Jan Mačí
Ekonomická fakulta Technické univerzity v Liberci
Katedra financí a účetnictví
Studentská 2
461 17 Liberec 1

Školitel: prof. Ing. Jiří Fárek, CSc.
Ekonomická fakulta Technické univerzity v Liberci
Katedra ekonomie
Studentská 2
461 17 Liberec 1

Autoreferát byl rozeslán dne:

Obhajoba disertační práce se koná ve dnech 26. 11. 2015 a 27. 11. 2015 před komisí na Ekonomické fakultě Technické univerzity v Liberci, Voroněžská 13, Liberec 1 v zasedací místnosti děkanátu Ekonomické fakulty.

S disertační prací je možno se seznámit na katedře financí a účetnictví Ekonomické fakulty Technické univerzity v Liberci.

prof. Ing. Iva Ritschelová, CSc.
předsedkyně oborové rady

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou disertační práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé disertační práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li disertační práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Disertační práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací se školitelem disertační práce a ostatními odborníky v oboru.

V Liberci dne 26. 8. 2015

Abstrakt

Hlavním cílem této disertační práce je charakterizovat změny postojů podniků k dlouhodobým nástrojům financování podnikových aktivit se zaměřením na úvěry a dluhopisy zejména v souvislosti s globální finanční krizí. Po vyčerpání vlastních zdrojů podniky nejčastěji poptávají volné finanční prostředky ve formě úvěrů a dluhopisů. Tyto dva zdroje jsou za ideálních okolností vůči sobě navzájem považovány jako dokonalé substituty. Dluhopisový podíl financování podnikových aktivit globálně spíše narůstá, a na základě sekundárních dat z České republiky se zdá, že i české nefinanční společnosti tento zdroj kapitálu začínají více využívat. Na základě mnoha odborných studií se dá rovněž předpokládat, že i přes silně zakořeněný tradiční způsob financování prostřednictvím bankovních úvěrů, se s rozvíjející českou ekonomikou bude financování podniků prostřednictvím korporátních dluhopisů nadále rozvíjet. Globální finanční krize může být prvkem, který tento posun směrem od úvěrů k dluhopisům do jisté míry uspíší podobným způsobem, jako tomu bylo v případě krize v regionu jihovýchodní Asie v 90. letech 20. století (Yoshitomi a Shirai, 2001).

Na základě provedeného výzkumu lze konstatovat, že ačkoli podíl dluhopisového financování podniků v ČR roste, v analyzovaném souboru složeném ze skupin CZ-NACE C až F na reprezentativním vzorku velkých podniků k posunu od bankovních úvěrů k dluhopisovému financování i přes globální finanční krizi nedochází. Výzkum dále potvrdil silné vazby mezi podniky a bankovním sektorem. Tyto vazby limitují rychlejší rozvoj dluhopisového financování podniků a upevňují závislost podniků na úvěrovém financování. Teoretický přínos této práce poskytuje poznatky o fungování kapitálového dluhopisového trhu v rozvíjející se české ekonomice a poznatky o volbě podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním. V praktické rovině poskytuje aplikované podnikové ekonomice poznatky o situacích, které mohou ohrozit tradiční financování formou bankovního úvěru, a možnostech, jak se tomuto riziku vyhnout pomocí substitutu ve formě dluhopisového financování.

Klíčová slova

Cizí kapitál, dluh, dluhopis, financování, kapitálový trh, krize, podnik, rating, recese, úvěr.

Abstract

The main aim of this dissertation is to characterize changes in attitude of businesses in regard to long-term tools for financing business activities focusing on loans and bonds, especially in connection to the global financial crisis. After depleting their own resources, businesses most often look for additional financial means in the form of loans and bonds. Bonds are under ideal circumstances, in comparison to loans, considered to be perfect substitutes. The share of bond-financed business activities is globally slightly increasing, and, based on secondary data from the Czech Republic, it can be deduced that even Czech non-financial companies are beginning to use this source of capital more. According to expert studies, it may also be expected that financing via corporate bonds will continue to develop along with the developing Czech economy, despite the strongly rooted traditional form of financing using bank loans. The global financial crisis may be a factor that will, in a certain way, hasten the shift from loans to bonds, similarly as in the case of the crisis in the Southeast Asia region in the ninth decade of the 20th century (Yoshitomi a Shirai, 2001).

Based on the research, it may be said that although the share of bond financing of businesses is on the rise in the Czech Republic, there is, despite the global financial crisis, no shift from bank loans to bond financing in the representative sample of large businesses from the analyzed set consisting of groups CZ-NACE C–F. Furthermore, the research confirmed strong connections between businesses and the banking sector. These connections limit faster development of bond financing of businesses and strengthen their dependency on loan financing. The theoretical contribution of this work provides findings on the operation of the bond market in the developing Czech economy and the choices businesses make in regard to loan and bond financing. In the practical plane, this work provides applied business economics with findings on situations that threaten traditional financing in the form of bank loans and ways to avoid these risks by using a substitute in the form of bond financing.

Keywords

Liabilities, debt, bonds, financing, capital market, financial crisis, business, recession, loan.

Abstrakt

Das Hauptziel dieser Dissertationsarbeit ist Haltungsänderungen der Betriebe zu den langzeitigen Finanzierungsmitteln der Betriebsaktivitäten mit Orientierung an Kredite und Anleihen besonders im Zusammenhang mit der Finanzkrise zu charakterisieren. Nach Erschöpfung der eigenen Quellen fragen die Betriebe meistens die freien Finanzmittel in Form der Kredite und Anleihen nach, die angesichts der Kredite unter idealen Umständen für ideale Substitute gehalten werden. Der Anleihen-Anteil der Betriebsaktivitäten global eher steigt und aufgrund der sekundären Daten aus der Tschechischen Republik kann man ableiten, dass auch tschechische nichtfinanzielle Gesellschaften diese Kapitalquelle mehr nutzen anfangen. Nach den Fachstudien kann man auch voraussetzen, dass auch trotz der stark verwurzelten traditionellen Finanzierungsweise mittels der Bankkredite, wird sich mit der entwickelnden tschechischen Ökonomik Finanzierung der Unternehmen mittels der korporativen Anleihen weiter entwickeln. Globale Finanzkrise kann das Element werden, das diese Verschiebung in der Richtung von den Krediten zu den Anleihen in bestimmtem Maße in ähnlicher Weise beschleunigt, wie im Fall der Krise in Südostasien in den neunziger Jahren des 20. Jhd. (Yoshitomi a Shirai, 2001).

Aufgrund der durchgeführten Forschung kann man konstatieren, dass obwohl Anteil der Anleihenfinanzierung in der Tschechischen Republik steigt, in der analysierten Gemeinschaft, die aus den Gruppen CZ-NACE C bis F besteht, am repräsentativen Muster der großen Unternehmen zur Verschiebung von Bankkrediten zur Anleihenfinanzierung auch trotz der Finanzkrise nicht geschieht. Die Forschung hat weiter starke Bindungen zwischen den Unternehmen und dem Banksektor bestätigt. Diese Bindungen limitieren schnellere Entwicklung der Anleihenfinanzierung der Unternehmen und verfestigen Abhängigkeit der Unternehmen an der Kreditfinanzierung. Theoretischer Beitrag dieser Arbeit gewährt Erkenntnisse über Funktionieren des Kapital- Anleihenmarktes in der entwickelnden tschechischen Ökonomik und Erkenntnisse über Wahl der Unternehmen zwischen der Kredit- und Anleihenfinanzierung. Auf der praktischen Ebene leistet der angewendeten Unternehmensökonomie Erkenntnisse über Situationen, die traditionelle Finanzierung in Form des Bankkredits gefährden und über Möglichkeiten, wie dieses Risiko mithilfe des Substituts in Form der Anleihenfinanzierung zu vermeiden.

Schlüsselwörter

Verbindlichkeiten, Kredit, Anleihe, Finanzierung, Kapitalmarkt, Krise, Betrieb, Rating, Rezession.

Obsah

Seznam použitých symbolů a zkratk	7
Úvod	8
1 Cíle a výzkumné otázky	10
2 Stručná analýza současného stavu poznání v oblasti tématu práce.....	12
3 Metodologická východiska výzkumu.....	15
4 Hlavní dosažené výsledky	17
Závěr.....	21
Seznam literatury použité v autoreferátu.....	24
Seznam publikovaných prací	27

Seznam použitých symbolů a zkratek

ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
HDP	Hrubý domácí produkt

Úvod

V souvislosti s globální finanční krizí z roku 2009 a následnou krizí dluhovou v Evropě se v odborné literatuře ve zvýšené míře objevují pojmy a situace spjaté s úvěrovým financováním podniků. Konkrétně se jedná o situace, kdy mají podniky ztížený přístup k bankovním úvěrům. Banky se v době finanční krize vypořádávají s narůstajícími nesplácenými úvěry. Zároveň se potýkají s nejistotou, kde se ještě objeví další nepříznivé zprávy spojené s oborem jejich podnikání. V těchto časech banky neúvěřují i za jiných okolností poměrně kredibilní bonitní klienty. Taková situace se nazývá “credit squeeze”. Dochází k uvíznutí, či stlačení nebo sevření kreditu, tj. potenciálních úvěrových peněžních prostředků, v bankovním sektoru. Peněžní prostředky tak v ekonomice neobíhají v dostatečném množství a mnoho ekonomických aktivit se z důvodu nemožnosti profinancování neuskuteční. Obecně se v době ekonomické recese či krize snižuje ochota bank úvěrovat nové obchody a zároveň klesá ochota podniků se zadlužovat. Určitá odvětví, nebo alespoň podniky, poklesem dluhové potřeby ale netrpí.

Jaké jsou další, ve vyspělých ekonomikách poměrně běžně používané, možnosti podniků v situaci, kdy je neochota sjednávat nové úvěry zejména na straně bankovních institucí? Za prvé to může být permanentní snaha připravovat se v dobrých časech, kdy podnik zažívá ziskově progresivní nebo alespoň stabilní období, na podobné události a spoléhat se více na vlastní kapitál. Podniky dokonce mohou být o trochu konzervativnější ve své strategii financování oproti úrovni, která se v dobrých obdobích zdá být bezpečná. Na druhou stranu je vlastní kapitál sice zpravidla bezpečným, ale dražším zdrojem financování. Konzervativnější počínání managementu podniku zvyšuje celkové náklady na kapitál a tím způsobuje nižší rentabilitu vlastního kapitálu. Druhou možností nejpoužívanějších forem financování podniku může být volba dluhopisového financování formou emise dluhových cenných papírů. Dluhopisy nabízejí celou řadu možností, jak zajistit a následně dle finanční strategie podniku splácet externí cizí kapitál. Problémem v rozvíjejících se ekonomikách typu České republiky ale je, že tamní dluhopisový trh má sice prakticky všechnu potřebnou infrastrukturu (emise vládních dluhopisů a korporátních dluhopisů některých společností jsou toho důkazem), avšak korporace využívají takové zdroje financování z nějakého důvodu jen omezeně. Změnu v chování podnikového managementu může způsobit přirozený dlouhodobý rozvoj trhu, kdy jsou zkušenosti již emitujících společností přeneseny do dalších společností, nebo může být změna vyvolána svým způsobem jedinečnou událostí v podobě krize. Krize může změnit

pohled na zaběhnuté postupy financování formou úvěrů a může být příčinou hledání nejrůznějších substitutů. V této práci jsou uvažovány dluhopisy, které jsou za ideálních tržních podmínek prakticky dokonalými substituty úvěrů.

Práce je členěna do čtyř základních částí: literární rešerše, metodologická východiska, analýza sekundárních a primárních dat a diskuse a shrnutí výsledků výzkumu. Východiskem pro první část obsahující kapitoly 2–4 je literární rešerše, ve které je nejdříve vymezena pozice úvěrového a dluhopisového financování v rámci zdrojů financování podniku. Dále první část obsahuje východiska volby podniku mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním. První část obsahuje i explorační výzkum, jehož cílem bylo obeznámení a předběžný průzkum analyzované situace. Záměrem vypracovaného přehledu je vymezit vzájemnou pozici úvěrů a dluhopisů, obsáhnout používané teoretické přístupy o volbě podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním a zachytit dopady globální finanční krize na dluhové financování i na výkon jednotlivých odvětví ekonomiky.

V další části, kapitola 5, jsou vysvětlena metodologická východiska výzkumu a popsány jednotlivé fáze výzkumného projektu. Detailně je zde uvedena charakteristika šetření a také problematika náhodného výběru a vybrané použité metody statistického zpracování dat. Konkrétně se jedná o regresní analýzu a korelační analýzu časových řad.

Na metodologická východiska navazuje kauzální a deskriptivní výzkum sekundárních a primárních dat. Výzkum se v této části zaměřuje do dvou oblastí. Nejdříve jsou analyzována makroekonomická data o vývoji objemu korporátních úvěrů a dluhopisů. Vývoj dluhopisů je pomocí metody korelace časových řad zkoumán i ve vztahu k vývoji HDP na obyvatele. Cílem bylo ověřit, zda i v českém prostředí platí Beckova studie (1999) říkající to, že s růstem HDP na obyvatele dochází k růstu objemu dluhopisového financování. Stejná statistická metoda byla použita pro analýzu vzájemné vazby mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním podniků. Po analýze makroekonomických dat následuje analýza a vyhodnocení primárních dat získaných dotazníkovým šetřením.

Závěrečná část práce obsahuje syntézu poznatků, diskuzi, limitující faktory výzkumu a východiska pro budoucí možný výzkum v oblasti volby podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním jak v obecné rovině, tak na území České republiky.

1 Cíle a výzkumné otázky

Hlavním cílem této doktorské disertační práce je *charakterizovat změny postojů podniků k dlouhodobým nástrojům financování podnikových aktivit se zaměřením na úvěry a dluhopisy zejména v souvislosti s globální finanční krizí*. Postoje jsou zkoumány na velkých středních a velkých podnicích působících v České republice, které se liší svým obchodním zaměřením, tj. odvětvím, ve kterém podnikají. Dílčím cílem této práce je identifikovat motivy podniků k využívání úvěrů či dluhopisů. Z výše uvedených cílů doktorské disertační práce vychází hlavní výzkumná otázka, která je stanovena následovně: „*Ovlivnila globální finanční krize, respektive dostupnost bankovních úvěrů dluhopisové financování podniků v České republice?*“ Z hlavní výzkumné otázky vycházejí tři dílčí hypotézy a upřesňující výzkumné otázky.

Dílčí hypotézy jsou následující:

- V souvislosti s růstem/poklesem české ekonomiky jako celku měřeno v HDP na obyvatele dochází k růstu/poklesu českého dluhopisového trhu.
- Rozvoj korporátního dluhopisového financování negativně ovlivňuje objem poskytnutých bankovních úvěrů.
- Existuje statisticky významná závislost mezi typem nástroje k financování dlouhodobých podnikatelských aktivit a charakteristikou „domácí nebo zahraniční vlastník podniku“.

Na základě literární rešerše byly dále určeny výzkumné otázky. Jejich vyhodnocení proběhlo za pomoci nástrojů elementárních statistických metod.

- České nefinanční podniky i přes zkušenosti získané zejména za globální finanční krize, kdy banky svým postojem zhoršily úvěrové financování, nadále používají úvěrové nástroje hojněji oproti financování dluhopisovému.
- Pokud podniky upřednostňují úvěr, pak je to zejména díky vyjednávacím schopnostem vůči bance.
- Širšímu využívání dluhopisů brání vnímaná administrativní náročnost ze strany podniků.
- Bankovní úvěr je tradiční a stabilní nástroj financování, a proto podniky nemají motivaci hledat v případě dluhového financování alternativu v podobě dluhopisů.
- Nejdůležitějším kritériem při hodnocení dluhového nástroje je jeho cena.

Teoretickým záměrem práce je

- získat poznatky o směřování českého úvěrového a dluhopisového trhu v oblasti podnikových úvěrů a korporátních dluhopisů;
- získat poznatky o postoji podniků k financování jejich dlouhodobých podnikatelských aktivit s ohledem na globální finanční krizi a tím prohloubit poznatky podnikové ekonomiky.

Praktickým záměrem práce je

- motivovat české podniky k neustálému vyhodnocování možných zdrojů financování i s ohledem na potenciální problémy bankovního sektoru a neustále se měnící tržní podmínky.

2 Stručná analýza současného stavu poznání v oblasti tématu práce

Dle teorie „pecking order theory“ nebo také „pecking order model“ (do češtiny volně přeložené jako model hierarchie financování) podniky ke svému financování nejdříve využívají vlastní kapitál, po jeho vyčerpání externí dluhový kapitál a až následně zvyšují vlastní kapitál pomocí emise nových akcií (Donaldson (1961), Myers (1984), Myers a Majluf (1984)). Rozhodování podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním spadá do fáze následující po vyčerpání vlastních zdrojů. Dalším významným bodem při rozhodování podniku mezi úvěry a dluhopisy je potenciální možnost podniku ocitnout se ve finanční tísní. K tomuto Koziol (2006) uvádí, že je-li podnik ve finanční tísní, ale přitom má dostatek projektů s pozitivní čistou současnou hodnotou, měl by si půjčovat od jediného věřitele. Ten totiž nemá zájem na ukončování úvěrového financování podniku. Není-li ale podnik ve finanční tísní, pak by měl volit financování od více věřitelů. To je zřejmě dáno tím, co uvádí v úvodu svých prací De Fiore a Uhlig (2011) nebo Altman, Gande a Saunders (2010). Tj. tím, že banky mají komparativní výhodu. Disponují interními informacemi o podniku, které se k držitelům dluhopisů získaných koupí na kapitálovém trhu nedostanou.

Volba finančních manažerů či ostatních relevantních osob v podniku ovlivňujících rozhodování o formě získání dodatečných peněžních prostředků je souhrnem mnoha vnitřních i vnějších okolností a pohledů. Některé byly zmíněny výše. Avšak existují studie, které jsou přímo zaměřeny na volbu podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním. Mezi nejčastěji v literatuře zmíněné pohledy na volbu podniků mezi úvěry a dluhopisy, lze kromě běžně zmiňovaných faktorů, jako jsou „vyšší náklady na získání finančních prostředků“¹ a „vyšší administrativní náročnost“ u dluhopisů (viz např. Kislingerová, 2010a, s. 590, nebo Tetřevová, 1999), řadit:

- volba z pohledu rizikovosti podniků a nákladů monitoringu pro věřitele,
- volba z pohledu přístupu k úvěrovému ratingu podniků,
- volba z pohledu celkové ekonomické vyspělosti země,

¹ Na druhou stranu Yoshitomi a Shirai (2001, s. 51) uvádějí, že získávání finančních zdrojů pomocí korporátních dluhopisů může podnikům náklady na kapitál v porovnání s úvěry snížit. Platí to ale pro velké, stabilní a ziskové společnosti. Veřejnost vnímá tyto společnosti pozitivně, je srozuměna s jejich aktivitami a stylem řízení, proto se spokojí s nižší rizikovou premií.

- volba z pohledu velikosti respektive životního cyklu podniku,
- volba z pohledu komunikace podniků s investorskou veřejností,
- volba z pohledu podmínek úvěrové smlouvy.

Autoři studií, kteří zkoumali výše zmíněné volby podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním, a jejich nejdůležitější závěry jsou shrnuty v tabulce (Tab. 1).

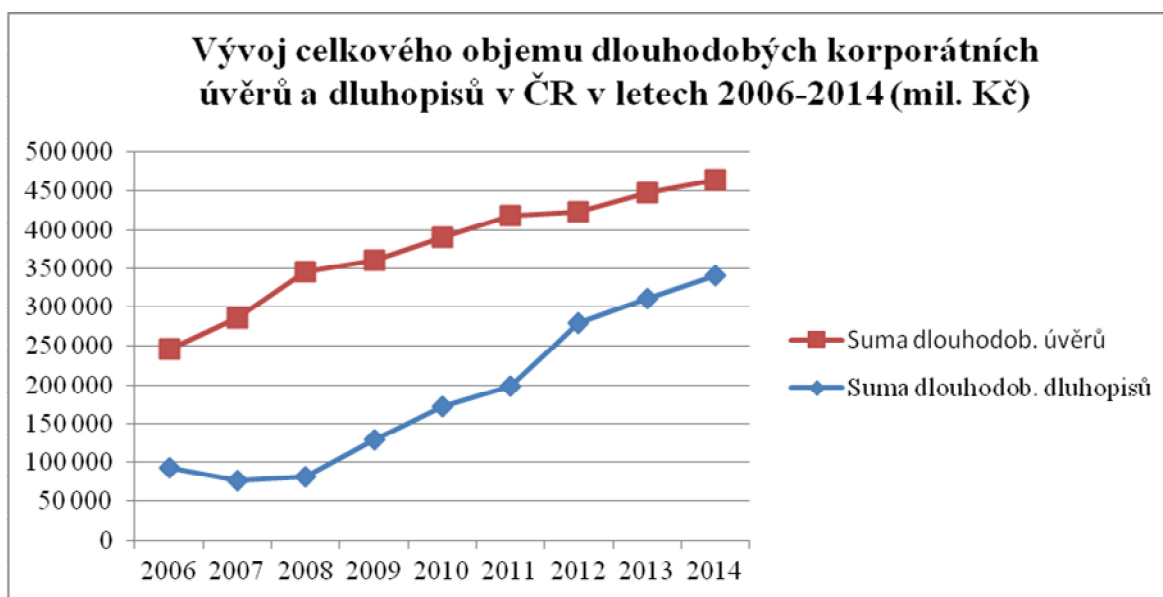
Volba z pohledu	Zdroj	Závěr
rizikovosti podniků a nákladů monitoringu pro věřitele	Hale (2001), Arena (2011)	Málo rizikové podniky pro věřitele se budou financovat především dluhopisy. Středně rizikové podniky se budou financovat především pomocí úvěrů. Rizikové podniky nebudou mít přístup k úvěrům, a proto budou emitovat prašivé dluhopisy (angl. junk bonds). Velmi rizikové podniky budou z obou segmentů trhu vyloučeny.
přístupu k úvěrovému ratingu podniků	Machnes (2010)	Dluhopisy s průměrnou kvalitou dluhu (měřeno nezávislým ratingem společnosti) nebudou svůj rating zveřejňovat a budou se raději financovat úvěry. Podniky s vysokou kvalitou dluhu svůj rating zveřejní a budou se financovat pomocí dluhopisů.
celkové ekonomické vyspělosti země	Sprčić a Wilson (2007), Miloš (2004), Yoshitomi a Shirai (2001), Beck, et al. (1999)	Ve vyspělých ekonomikách existuje dostatečná infrastruktura pro emisi dluhopisů, zároveň zde působí podniky schopné ekonomicky využívat dluhopisové financování a dostatečná zásoba kapitálu. Proto ve vyspělých ekonomikách, na rozdíl od rozvíjejících se ekonomik, existuje významná úloha dluhopisového financování podniků.
velikosti respektive životního cyklu podniku	Nývltová a Režňáková (2007)	V rámci svého životního cyklu podniky zpravidla volí nejdříve úvěrové financování a až v pozdější etapě dluhopisové financování.
komunikace podniků s investorskou veřejností	(Užík a Šoltés, 2009), (Meluzín a Zinecker, 2009)	Ratingem, který je spjat s emisí dluhopisů, získá společnost další marketingový nástroj pro komunikaci s investorskou a věřitelskou veřejností. Podnik dokonce může zvýšit povědomí o společnosti i směrem k současným a především k potenciálním dodavatelům a odběratelům
podmínek úvěrové smlouvy	Hale, 2005, (Renaud, 2014), (Smith, 2014)	Banky kvůli zajištění svých rizik implementují do úvěrových smluv nejrůznější omezující podmínky. Restriktivní omezení chrání banku, ale omezují podnik. Proto dostatečně zkušený management podniku, který považuje restriktivní omezení položená bankou za příliš limitující, bude raději upřednostňovat dluhopisové financování nad úvěrovým

Tab. 1: Pohledy na volbu podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním

Zdroj: vlastní zpracování

Disertační práce se z výše uvedených nechala inspirovat především prací Yoshitomiho a Shiraie (2001), která je zaměřena na východoasijskou finanční krizi z druhé poloviny 90. let a financování podniků úvěry a dluhopisy. Tito autoři jednak uvádějí přehled rozdílů ve využití těchto dvou finančních nástrojů mezi vyspělými a rozvíjejícími se ekonomikami a dále konstatují, že krizi prohloubila i velká závislost podniků na bankovních úvěrech. Z jimi analyzovaných dat také vyplývá, že jedním z následků krize v prostředí Thajska byl výrazný nárůst dluhopisového financování podniků. Proto byl v disertační práci nejdříve proveden explorační výzkum na makroekonomických datech z České republiky týkající se úvěrového a dluhopisového financování.

Z explorační fáze výzkumu mimo jiné vyplývá, že podniky v České republice začínají ve větší míře využívat dluhopisové financování. Dokonce se na úrovni dlouhodobých dluhů začíná co do objemu přibližovat dlouhodobým bankovním úvěrům (viz obr. 1).



Obr. 1: Vývoj celkového objemu dlouhodobých korporátních úvěrů a dluhopisů v ČR v letech 2006 až 2014 (mil. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČNB

3 Metodologická východiska výzkumu

Po realizaci exploračního výzkumu, jehož cílem bylo předběžně prozkoumat dopady finanční krize na české podniky a situaci na trhu podnikových úvěrů a korporátních dluhopisů, byla analytická část výzkumu vedena ve dvou směrech. První část byla realizována na úrovni sekundárních dat týkajících se trhu podnikových úvěrů a korporátních dluhopisů. V této části byly pomocí statistické metody korelace časových řad analyzovány vazby mezi vývojem objemů korporátních dluhopisů (závisle proměnná) a ukazatelem HDP na obyvatele (nezávisle proměnná). Beckova studie (1999) uvádí, že vývoj objemů korporátních dluhopisů je pozitivně korelován s vývojem HDP na obyvatele. Cílem bylo ověřit tento Beckův závěr v prostředí ČR. Následně byly na časové řadě analyzovány vazby mezi objemem podnikových úvěrů a objemem korporátních dluhopisů. V tomto případě bylo cílem pomocí statistické metody korelace časových řad zjistit, zda a do jaké míry se úvěry a dluhopisy vyvíjejí jako substituty.

Druhá část byla realizována na úrovni podniků. Pro realizaci empirického šetření přímo v podnikovém prostředí byla v rámci popisovaného výzkumu zvolena jako nejvhodnější zjišťovací technika dotazník. Dotazník byl nejdříve vybraným respondentům zaslán dvakrát až třikrát elektronicky. Pokud respondenti nereagovali na e-mailovou komunikaci, byli kontaktováni prostřednictvím telefonu. Jelikož se jedná o téma z hlediska informací o podniku velmi citlivé, byla přislíbena naprostá anonymita respondentů. Zároveň, jak také uvádí (Pioch a Byrom, 2004, s. 222–232), je v případě výzkumu ideální variantou vtáhnout respondenty do daného výzkumu. Respondentům proto byla nabídnuta možnost seznámit se se stěžejními výsledky dotazníkového šetření.

Otázky na respondenty byly směřovány ve smyslu získat informace o dostupnosti bankovních úvěrů za globální finanční krize, hledání a vyhodnocování nových dluhových zdrojů a zjištění perspektiv úvěrových a dluhopisových nástrojů ve firemním financování. Pro účely zjištění základní charakteristiky o podniku byly zvoleny otevřené otázky s volným dokončením věty. Ostatní otázky byly zvoleny jako uzavřené, a to jak trichotomické, tak polytomické. Tento druh otázek je sice jednodušší na zodpovězení, avšak mohou respondenta nutit do odpovědí, které nepovažuje za vhodné. A proto, jak uvádí např. Kozel (2006, s. 170), musí být relevantní odpovědi předem známe. Proto výčet odpovědí koresponduje s možnostmi zjištěnými literární rešerší, a zároveň v některých případech dává respondentovi možnost

zvolit i variantu jinou, než uvedenou. Pro svou jednoduchost na zodpovězení a zároveň snadnější statistické vyhodnocení byly zvoleny i otázky škálové s mírou vyjádření souhlasu (tj. od rozhodně ano, spíše ano, spíše ne a rozhodně ne) a škály pořadí (seřazení podle preferencí respondenta). Respondenti nejčastěji odpovídali kroužkováním, respektive zvýrazněním textu, protože byl dotazník distribuován elektronicky ve formátu MS EXCEL, se kterým management podniků běžně pracuje.

Reprezentativní výběr byl proveden ze skupin, kdy všechny zkoumané objekty byly rozděleny dle ekonomických činností. Hlediskem výběru byla klasifikace CZ-NACE. Zároveň se muselo jednat o podniky potenciálně nejvíce schopné emitovat dluhopisy, a proto byly zvoleny podniky velké střední a velké s ročním obratem nad 1 mld. Kč. Dle těchto kritérií byly vyfiltrovány dílčí soubory z databáze Bisnode Magnusweb. Pro účely výzkumu byly vybrány 4 sekce CZ-NACE (C až F). Ze sekce CZ-NACE C byly uvažovány jen podniky ze skupin výroba potravinářských výrobků (C10) a výroba nápojů (C11). V každé sekci byl osloven takový počet podniků, aby jejich procentuální zastoupení ve výběrovém souboru odpovídalo procentuálnímu zastoupení v základním souboru. Výběrové jednotky byly vybrány z těchto sekcí náhodným výběrem, přičemž každá z nich měla stejnou šanci být vybrána, nezáleželo ani na pořadí výběru. Jednalo se tak o náhodný stratifikovaný výběr. Osloveno bylo 43 podniků a cílem bylo získat alespoň 33 dotazníků. I když bylo počítáno s přibližně 80% návratností dotazníků, i tak bylo usilováno o získání jejich plného počtu. To proto, aby dotazování neskončilo pouze jako anketa. Například Cyhelský a kol. (1996), či Hindls (2007) upozorňují na nemožnost posouzení dat získaných anketou z hlediska statistiky a jejich následného zobecnění na základní soubor.

Skutečně bylo získáno 32 dotazníků (tj. 74,41 % z rozeslaných). Z celkového počtu doručených dotazníků bylo 34 % podniků z CZ-NACE C (zpracovatelský průmysl), 22 % z CZ-NACE D (výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla), 9 % z CZ-NACE E (zásobování vodou; činnosti související s...) a 34 % podniků z CZ-NACE F (stavebnictví). Poměr jednotlivých sekcí oproti základnímu souboru byl prakticky dodržen.

4 Hlavní dosažené výsledky

Tato doktorská disertační práce měla za hlavní cíl *charakterizovat změny postojů podniků k dlouhodobým nástrojům financování podnikových aktivit se zaměřením na úvěry a dluhopisy zejména v souvislosti s globální finanční krizí*. K dosažení hlavního cíle byla položena základní výzkumná otázka „*Ovlivnila globální finanční krize, respektive dostupnost bankovních úvěrů dluhopisové financování podniků v České republice?*“ Z hlavní výzkumné otázky vycházely tři dílčí hypotézy a upřesňující výzkumné otázky. Dvě z dílčích hypotéz byly založeny na analýze sekundárních dat, které se týkaly korporátního dluhopisového a podnikového úvěrového trhu jako celku. Třetí dílčí analýza vycházela z primárních dat zjištěných metodou dotazníkového šetření.

První dílčí hypotéza byla následující: „*V souvislosti s růstem/poklesem české ekonomiky jako celku měřeno v HDP na obyvatele dochází k růstu/poklesu českého dluhopisového trhu.*“ Pomocí matematicko-statistické metody analýzy korelace časových řad byla v letech 2006–2014 na 5% hladině významnosti prokázána silná lineární závislost mezi vývojem HDP na obyvatele a dluhopisovým financováním podniků. Durbin-Watsonův test dosahuje nejednoznačné hodnoty. Na základě testování vtahu mezi rezidui pomocí testu o nulové hodnotě korelačního koeficientu lze konstatovat, že na 5% hladině významnosti byla prokázána dosti silná nepřímá lineární závislost mezi rezidui. Korelace mezi časovými řadami není pouze zdánlivá. Statistická analýza dále odhalila, že vhodněji vystihuje vztah mezi oběma časovými řadami exponenciální funkce než původně testovaný model přímky. V kratší časové řadě od roku 2009, který lze považovat dno ekonomické recese v České republice, do roku 2014 byla rovněž na 5% hladině významnosti prokázána silná lineární závislost mezi výše uvedenými dvěma časovými řadami. V tomto případě Durbin-Watsonův test zdánlivou korelaci neindikuje. **První dílčí hypotéza byla potvrzena** a v souvislosti s rozvojem ekonomiky je proto možné očekávat rostoucí význam dluhopisového financování.

Druhá dílčí hypotéza zněla: „*Rozvoj korporátního dluhopisového financování negativně ovlivňuje objem poskytnutých bankovních úvěrů.*“ **Druhá dílčí hypotéza potvrzena nebyla**, respektive na 5% hladině významnosti byla sice prokázána silná lineární závislost mezi vývojem dlouhodobých korporátních dluhopisů (nezávisle proměnná) a dlouhodobých podnikových úvěrů, ale korelační koeficient měl kladnou, nikoli zápornou směrnici. Statisticky významný negativní vliv emise korporátních dluhopisů na objem poskytnutých

úvěrů na úrovni celkových objemů pozorován není. Durbin-Watsonův test ale hovoří nejednoznačně, a proto byl analyzován i vztah mezi rezidui. Na 5% hladině významnosti byla prokázána dosti silná nepřímá lineární závislost mezi rezidui. Mimo hlavní trend se obě časové řady vyvíjejí protichůdně. Závěrem lze k tomuto bodu říci, že obě časové řady jsou zřejmě významně ovlivňovány jinou společnou vysvětlující proměnnou (nabízí se např. nastavením základních úrokových sazeb ČNB) a jen okrajově se projevuje pozice úvěrů a dluhopisů jako substitutů.

Třetí dílčí hypotéza „Existuje statisticky významná závislost mezi typem nástroje k financování dlouhodobých podnikatelských aktivit a charakteristikou „domácí nebo zahraniční vlastník podniku.“ na datech získaných metodou dotazníkového šetření a následným statistickým testováním **potvrzena nebyla**. Financování podniků s českým majitelem a financování podniků se zahraničním majitelem se statisticky významně neliší.

Co se týče odvozených výzkumných otázek, jejich znění a závěry stanovené na základě analýzy získaných dat jsou následující:

- VO: *České nefinanční podniky i přes zkušenosti získané zejména za globální finanční krize, kdy banky svým postojem zhoršily úvěrové financování, nadále používají úvěrové nástroje hojněji oproti financování dluhopisovému.*

Závěr: Výzkum nepotvrdil, že by dotazované podniky měly díky dopadům globální finanční krize do ekonomiky ČR zhoršený přístup k úvěrům. Díky absenci nových negativních zkušeností s bankami zkoumané podniky zásadně nezměnily svou strategii financování. Na úrovni všech podniků v České republice, tj. nejen těch, na které bylo zaměřeno dotazníkové šetření, ale k určité změně ve prospěch dluhopisového financování dochází.

- VO: *Pokud podniky upřednostňují úvěr, pak je to zejména díky vyjednávacím schopnostem vůči bance.*

Závěr: Na analyzovaném vzorku podniků je tato výzkumná otázka zcela potvrzena.

- VO: *Širšímu využívání dluhopisů brání vnímaná administrativní náročnost ze strany podniků.*

Závěr: Tato výzkumná otázka potvrzena nebyla. Podniky spíše uvádějí obecnější důvody. Zejména byla udávána absence potřeby dluhopisové financování využívat.

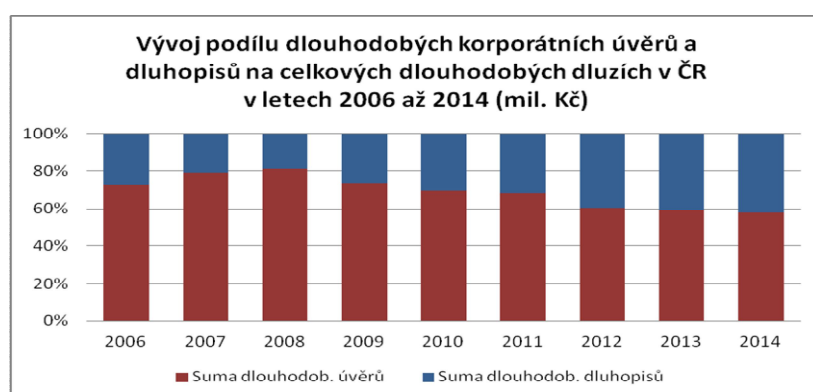
- *VO: Bankovní úvěr je tradiční a stabilní nástroj financování, a proto podniky nemají motivaci hledat v případě dluhového financování alternativu v podobě dluhopisů.*

Závěr: Tato výzkumná otázka byla potvrzena. Absence negativních změn v bankovním sektoru vůči analyzovaným podnikům, ale i podniky vnímaná silná vyjednávací pozice vůči bance nepřinášá podnikům potřebu měnit své strategie financování.

- *VO: Nejdůležitějším kritériem při hodnocení dluhového nástroje je jeho cena.*

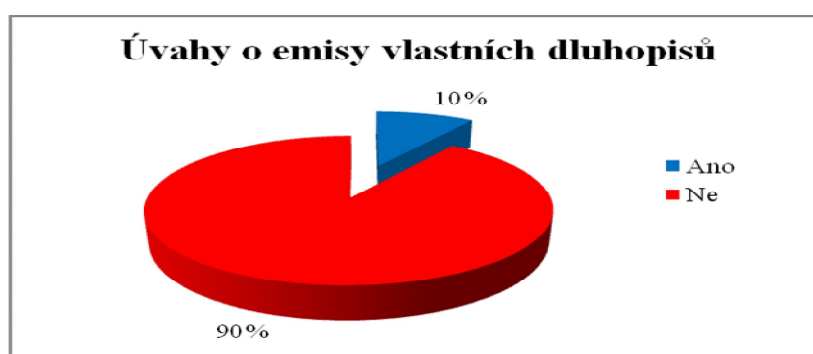
Závěr: Tato výzkumná otázka byla potvrzena částečně, protože byl při analýze odpovědí na dvě různé otázky nalezen rozpor. Zatímco v případě otázky č. 9 nebyl na cenu úvěru kladen důraz, v případě otázky č. 11 byla jednoznačným kritériem volby nového dluhového nástroje určena právě cena.

Na hlavní výzkumnou otázku lze na základě syntézy dílčích zjištění odpovědět, že postoj podniků k dluhopisovému financování v ČR prochází určitou změnou, na zkoumaném vzorku podniků ale tato změna pozorována není (viz obrázky 2 a 3).



Obr. 2: Podíl dlouhodobých korporátních úvěrů a dluhopisů na celkových dlouhodobých dluhích

Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČNB



Obr. 3: Záměr dotazovaných podniků emitovat dluhopisy ve střednědobém výhledu

Zdroj: vlastní zpracování

Trh dlouhodobých korporátních dluhopisů roste od roku 2009 poměrně významným tempem. Ve většině sledovaných let roste dokonce rychleji než trh dlouhodobých podnikových úvěrů. Z toho také vyplývá, že se korporátní dluhopisy čím dál více podílejí na dlouhodobém dluhovém financování. Zjevná souvislost s dopady globální finanční krize na postoje podniků k úvěrovému a dluhopisovému financování na území ČR tímto výzkumem prokázána nebyla. K podobným závěrům dospívá například i Hyblerová (2014), která předpokládá, že kromě vlivu finanční a dluhové krize výrazným způsobem k rozvoji dluhopisového financování přispěla i novela zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech z roku 2012. V roce 2012 také nápadně roste objem emitovaných dlouhodobých dluhopisů. Výzkum rovněž potvrzuje Beckovu studii (1999), i když na poměrně krátké časové řadě. Tj. že byla zjištěna pozitivní závislost vývoje trhu korporátních dluhopisů na vývoji ukazatele HDP na obyvatele.

Dále lze říci, že charakter finanční krize v českém prostředí na zkoumaných podnicích nepřispěl k rozvoji dluhopisového financování. Podniky byly buď v pozici, kterou označuje Kislingerová (2010b) jako žádoucí vzhledem k možným dopadům dalších finančních a jiných ekonomických krizí (tj. operovaly s vlastním kapitálem a byly nezávislé na cizím), nebo je jejich pozice vůči bance natolik silná, že nebyly zastiženy neochotou bank poskytovat úvěry. Na analyzovaném souboru podniků se neprojevil jev zvaný „credit squeeze“ spojený například s východoasijskou finanční krizí z druhé poloviny 90. let (viz Yoshitomi a Shirai, 2001). Alespoň analyzované podniky proto nemusely stát před novou volbou mezi úvěrem a dluhopisem. Toto zjištění je ve shodě se studií provedenou v prostředí Spojeného království. Ani zde dle Cowlinga, Liu a Ledgera (2012) nezaznamenaly velké a zavedené podniky potíže se získáváním nových úvěrů. Z dotazníkového šetření také vyplývá poměrně pokračující neochota podniků odchylovat se od financování bankovním úvěrem pomocí jiných nástrojů kapitálového trhu, na kterou upozorňuje například Meluzín (2009).

Závěr

Tato doktorská disertační práce byla zaměřena na chování podniků zejména v čase globální finanční krize roku 2009 a následujícím středně dlouhém období se zaměřením na externí financování podniku formou úvěrů a dluhopisů. Krize jsou obecně hybatelem změn. Nejinak tomu je i v případě ekonomických krizí. V souvislosti s globální finanční krizí a následnou krizí dluhovou v Evropské měnové unii se daly i na českém dluhovém trhu očekávat určité změny. Záměrem této práce bylo nejprve zjistit, zda skutečně dochází ke změně financování podniků pomocí těchto dvou nástrojů. Následně bylo hlavním cílem blíže charakterizovat změny postojů podniků k dlouhodobým nástrojům financování podnikových aktivit se zaměřením na úvěry a dluhopisy zejména v souvislosti s globální finanční krizí.

K naplnění hlavního cíle bylo nejprve nezbytné provést rešerši literárních zdrojů zabývajících se daným tématem a jeho vývojem i současným stavem. Jak ale některé zdroje zdůrazňují (Hale, 2001; Braun a Briones, 2006), i přes rostoucí význam dluhopisů na financování podniků, není tomuto tématu věnována hlubší systematická pozornost. Analýzou literárních zdrojů bylo zjištěno, že tento stav spíše trvá. I přesto výzkum vychází z řady pojetí volby mezi úvěrem a dluhopisem, kterým se věnují jak domácí, tak především zahraniční autoři. Jako základní teoreticko-metodologická východiska volby podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním byly dle literární rešerše identifikovány:

- Volba z pohledu rizikovosti podniku a nákladů monitoringu věřitele. (Hale, 2001 a 2005).
- Volba z pohledu přístupu k úvěrovému ratingu. (Machnes, 2010).
- Volba z pohledu celkové ekonomické vyspělosti země. (Yoshitomi a Shirai, 2001).
- Volba z pohledu velikosti, respektive životního cyklu podniku (Nývtová a Režňáková, 2007).
- Volba z pohledu komunikace podniku s investorskou veřejností (Meluzín, 2009).
- Volba z pohledu podmínek úvěrové smlouvy. (Hale, 2005; Renaud, 2014).

Lze říci, že se zřejmě nejedná o konečný výčet možných situací, protože ty se mění podobně, jako se mění podmínky na finančních trzích. Výše sestavený výčet je zároveň významným teoretickým přínosem disertační práce.

Hlavní poznatky disertační práce jsou následující. Na základě sekundárních dat, která se vztahují k trhu dlouhodobých úvěrů a dluhopisů, bylo možné na analyzované časové řadě pozorovat posun financování podniků směrem k emisi dluhopisů. Na vybrané skupině podniků ze секcí CZ-NACE C až F (tj. primárních datech) ale tento posun od úvěrů k dluhopisům zjištěn nebyl. Analýzou primárních dat byl získán zejména poznatek o stabilním a silném vztahu podniků s bankami a to i v období globální finanční krize. Podniky si také dokážou vyjednat takové podmínky, které jsou pro ně vyhovující. Tyto vztahy v daných секcích CZ-NACE působí proti motivaci podniků emitovat dluhopisy. Ani globální finanční krize zásadně nezměnila postoj analyzovaných podniků k úvěrovému financování. Chybí totiž jakýkoli dopad krize do vztahu mezi bankami a zkoumanými podniky. Podniky také ve velké míře využívají vlastní kapitál či vnitropodnikové financování. Tyto faktory dále působí proti výraznějšímu dluhopisovému financování. Vnitropodnikové financování nebo financování vlastním kapitálem je typičtější pro podniky vlastněné zahraničním subjektem.

Výsledky výzkumu lze interpretovat i v podobě teoretických i praktických přínosů. Teoretickým přínosem práce jsou například poznatky o chování podniků z pohledu financování pomocí úvěrů a dluhopisů s vlivem globální finanční krize. Na makroekonomické úrovni to je analýza vzájemného vztahu úvěrového a dluhopisového financování podniků, jakož i analýza vývoje dluhopisového financování na vývoji HDP na obyvatele. Přínos disertační práce v praktické rovině lze shledat především v tom, že je-li podnik velký a stabilní a má-li dlouhodobě dobré vztahy s bankou, pak ani při určitých projevech globální recese nemá výrazné problémy se získáním bankovního úvěru.

Provedený výzkum je také ovlivněn určitými limitujícími faktory. Co se analýzy sekundárních dat týče, jsou prozatím zásadním omezujícím faktorem v ČR poměrně krátké dostupné časové řady. Výzkum, i když usiloval o podchycení vedlejších vlivů doprovodným komentářem, také zjednodušoval vztahy mezi úvěry a dluhopisy jen na vzájemné interakce. Skutečných vlivů na oba druhy financování je nepochybně více a pro jejich vystižení by musel být zkonstruován komplexnější model. Na úrovni podniků, tj. primárních dat, se nabízí několik limitujících faktorů výzkumu. Především byla zvolena jen určitá ekonomická odvětví v ČR dle klasifikace CZ-NACE, která mají svá specifika oproti ostatním činnostem. Zobecnění ohledně vlivu finanční krize a ostatních informací o financování podniků proto lze

použít jen na dané skupiny CZ-NACE, a to ještě souhrnně a nikoli na každou skupinu zvlášť. Každá skupina odděleně totiž obsahuje malý počet pozorování. Dalším omezujícím faktorem je ochota společností odpovídat. Zároveň je v případě některých odpovědí patrný nedostatek času respondentů na vyplnění. Limitujícím faktorem je i způsob sběru dat, kdy některé z otázek mohly být respondentem pochopeny a zodpovězeny subjektivně. To je obecně jedním z hlavních limitujících faktorů dotazníkového šetření.

I vzhledem k tomu, že bylo dotazníkové šetření provedeno na poměrně malém, i když reprezentativním vzorku respondentů a navíc v ekonomických souvislostech České republiky, nabízí se ve výzkumu nadále pokračovat. Jednou z alternativ je provést stejně zaměřený výzkum, tj. na úrovni sekundárních i primárních dat i mimo území České republiky. V prostředí České republiky se nabízí rozšířit okruh respondentů i do ostatních sekcí CZ-NACE a ideálně v takovém počtu, aby bylo možné jednotlivé sekce CZ-NACE porovnávat i mezi sebou. Za perspektivní lze považovat i možný výzkum na druhé straně vztahu věřitel-dlužník. Jestliže byla pozornost v této práci zaměřena na podniky, které nabízejí k prodeji svůj dluh, pak by byla pro podnikový management žádoucí i informace o vývoji, perspektivách a trendech na trhu s poptávkou po jejich dluzích.

Seznam literatury použité v autoreferátu

ALTMAN, E.I., A. GANDE a A. SAUNDERS, 2010. Bank Debt versus Bond Debt: Evidence from Secondary Market Prices. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2010, roč. 42, č. 4, s. 755–767. ISSN 1538-4616.

ARENA, M., 2011. The corporate choice between public debt, bank loans, traditional private debt placements, and 144A debt issues. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2011, vol. 36, iss. 3, s. 391–416. ISSN 0924-865X. doi: 10.1007/s11156-010-0182-3.

BECK, T., et al., 1999. *A New Database on Financial Development and Structure* [online]. The World Bank, Development Research Group, 1999-06 [vid. 2014-03-10]. Policy research working paper 2146. 67 s. (PDF). Dostupný také z: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/1999/09/10/000094946_99082405304075/Rendered/PDF/multi_page.pdf.

BRAUN, M. a I. BRIONES, 2006. *The Development of Bond Markets around the World* [online]. Santiago: Universidad Adolfo Ibáñez, 2006 [vid. 2015-02-20]. 93 s. (PDF). Dostupný z: <http://www.iadb.org/res/laresnetwork/files/pr268finaldraft.pdf>.

COWLING, M., W. LIU a A. LEDGER, 2012. Small business financing in the UK before and during the current financial crisis. *International Small Business Journal*. 2012, Vol. 30, No. 7, s. 778-800. ISSN 0266-2426.

CYHELSKÝ, L., J. KAHOUNOVÁ a R. HINDLS, 1996. *Elementární statistická analýza*. 1. vyd. Praha: MANAGEMENT PRESS, 1996. 303 s. ISBN 80-85943-18-2.

DONALDSON, C., 1961. *Corporate debt capacity*. Harvard University, 1961. ISBN 978-0875840222.

FIGORE, D. DE a H. UHLIG, 2011. Bank Finance versus Bond Finance. *NBER Working Paper Series*. Working paper 16979. Cambridge, MA: National Bureau Of Economic Research, 2011. 40 s.

HALE, G., 2001. *Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrowers*. Berkeley (CA): UC Berkeley, 2001. 49 s.

HALE, G., 2005. *Bonds or Loans? The Effect of Macroeconomic Fundamentals*. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1403. Yale: Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, 2005. 54 s.

HINDLS, R., et al., 2007. *Statistika pro ekonomy*. 8. vyd. Praha: Professional Publishing, 2007. 415 s. ISBN 978-80-86946-43-6.

HYBLEROVÁ, Š., 2014. Bond Issue as a Source for Financing Enterprises Under the Conditions of the Czech Capital Market. In *SGEM International Multidisciplinary Scientific Conferences on SOCIAL SCIENCES and ARTS*. 1. vyd. Albena: STEF92 Technology Ltd, 2014. s. 93–98. ISBN 978-619-7105-26-1. ISSN 2367-5659.

KISLINGEROVÁ, E. a kol., 2010a. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, E., 2010b. *Podnik v časech krize*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. 206 s. ISBN 978-80-247-3136-0.

KOZEL, R., et al., 2006. *Moderní marketingový výzkum: nové trendy, kvantitativní a kvalitativní metody a techniky, průběh a organizace, aplikace v praxi, přínosy a možnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 277 s. ISBN 80-247-0966-X.

KOZIOL, C., 2006. When does single-source versus multiple-source lending matter? *International Journal of Managerial Finance*. 2006, roč. 2, č. 1, s. 19–48. ISSN 1743-9132.

MACHNES, Y., 2010. Weak signalling of bond ratings in Israel. *European Business Review*. 2010, Vol. 22, No. 2, s. 222-231. ISSN 0955-534X.

MELUZÍN, T., 2009. Problematika financování podniků prostřednictvím IPO na českém kapitálovém trhu. *Ekonomika a Management*. 2008, č. 4. ISSN 1802-8470.

MELUZÍN, T. a M. ZINECKER, 2009. *IPO. Prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

MILOŠ, D., 2004. Prerequisites and Constraints of Corporate Bond Market Development – Cross-Country Analysis. In: *Proceedings of the 2nd International Conference „An Enterprise Odyssey: Building Competitive Advantage*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb, 2004. s. 543-559. ISBN 953-6025-10-8.

MYERS, S. C., 1984. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*. 1984, Vol. 39, Iss. 3, s. 575-592. ISSN 1540-6261.

MYERS, S. C. and MAJLUF, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984, Vol. 13, Iss. 2, s. 187-221. ISSN 0304-405X.

NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, 2007. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

PIOCH, E. and J. BYROM, 2004. Small independent detail firms and locational decisionmaking: outdoor leisure retailing by the crags. *Journal of small business and enterprise development* [online]. 2004, vol. 11, iss. 2, s. 222–232 [vid. 2014-08-20]. ISSN 1462-6004.

RENAUD, R., 2014. Why do companies issue debt and bonds? Can't they just borrow from the bank? *Investopedia* [online]. Investopedia, LLC. c2014 [vid. 2014-10-29]. Dostupný z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/05/reasonforcorporatebonds.asp>.

SMITH, L., 2014. Why Companies Issue Bonds. *Investopedia* [online]. Investopedia, LLC. c2014 [vid. 2014-10-29]. Dostupný z: <http://www.investopedia.com/articles/investing/062813/why-companies-issue-bonds.asp>.

SPRČIĆ, D. M. a I. WILSON, 2007. The development of the corporate bond market in Croatia. *EuroMed Journal of Business*. 2007, Vol. 2, No. 1. s. 74-86. ISSN 1450-2194.

TETŘEVOVÁ, L., 1999. Náklady emise podnikových dluhopisů v České republice. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D*. 1999, roč. 4, č. D. s. 373-377. ISSN 1211-555X.

UŽÍK, M. a V. ŠOLTÉS, 2009. Vplyv zmeny ratingu na ceny spoločností obchodovaných na kapitálovom trhu. *E+M Ekonomie a Management*. 2009, roč. 12, č. 1, s. 49-56. ISSN 1212-3609.

YOSHITOMI, M. a S. SHIRAI, 2001. Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia – How to Develop Corporate Bond Market. *ADB Institute Working Paper 15* [online]. 2001-03-27 [vid. 2014-07-20]. 84 s. (PDF). Dostupný z: <http://www.adbi.org/files/2001.03.rp15.corporate.bond.markets.pdf>.

Seznam publikovaných prací

MAČÍ, J., 2011. Politika centrální banky ve vztahu k poskytnutým úrokovým hypotečním sazbám. In *IMEA 2011*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2011. s. 339–344. ISBN 978-80-7372-720-8.

MAČÍ, J., 2015. Vývoj financování podniků v souvislosti s krizí: úvěr nebo dluhopis. In *Sborník recenzovaných příspěvků z mezinárodní conference Hradecké ekonomické dny 2015, díl II*. 1. vyd. Hradec Králové: Gaudeamus, Univerzita Hradec Králové, 2015. s. 175–181. ISBN 978-80-7435-547-9.

MAČÍ, J. a M. BARTOŇOVÁ, 2011. Situation on the Mortgage Market of the Czech Republic in Years 2004-2011. *ACC Journal*. 2011, roč. 17, č. 3. s. 7–16. ISSN 1803-9782.

MAČÍ, J. a M. BARTOŇOVÁ, 2012. Newfound Investors Prudence on the Capital Market with EMU Members Government Bonds. *ACC Journal*. 2012, roč. 13, č. 2. s. 6–15. ISSN 1803-9782.

MAČÍ, J. a M. BARTOŇOVÁ, 2012. New Regulatory Measures and their Influence on the EU Capital Market – Sources of Business Financing. *International Journal of Business and Management Studies*. 2012, vol. 4, iss. 2. s. 81–90. ISSN 1309-8047.