



# Externí financování podniku v souvislosti s krizí se zaměřením na úvěrové a dluhopisové financování

## Disertační práce

*Studijní program:* P6208 – Ekonomika a management  
*Studijní obor:* 6208V119 – Organizace a řízení podniků  
*Autor práce:* **Ing. Jan Mačí**  
*Vedoucí práce:* prof. Ing. Jiří Fárek, CSc.





# External business financing in connection with crisis focusing on loans and bonds

## Dissertation

*Study programme:* P6208 – Economics and Management  
*Study branch:* 6208V119 – Organisation and Business Management  
*Author:* **Ing. Jan Mačí**  
*Supervisor:* prof. Ing. Jiří Fárek, CSc.



## 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 s vedoucím mé disertační práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum:

Podpis:

## **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 lze usuzovat na to, že i české nefinanční společnosti tento zdroj kapitálu začínají více využívat. Dle 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 ohrožují 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, finanční krize, kapitálový trh, 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 20<sup>th</sup> 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 Finanzierungsmittel 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 používaných symbolů a zkratk.....	10
Seznam tabulek.....	11
Seznam obrázků.....	13
Úvod .....	14
1 Cíle a výzkumné otázky .....	19
2 Teoretické přístupy ke zdrojům financování podniků.....	21
2.1 Vlastní zdroje financování.....	23
2.2 Cizí zdroje financování.....	24
2.3 Pecking Order Model .....	25
3 Podnikové financování v kontextu globální finanční krize .....	27
3.1 Globální finanční krize a reakce českých podniků v oblasti úvěrů .....	28
3.2 Vývoj hospodářské aktivity v jednotlivých odvětvích dle klasifikace CZ-NACE....	34
3.2.1 Situace ve zpracovatelském průmyslu.....	36
4 Úvěrové a dluhopisové financování .....	40
4.1 Úvěrové financování.....	42
4.1.1 Klasifikace úvěrů.....	43
4.1.2 Vývoj úvěrového financování nefinančních podniků v ČR v období krize .....	46
4.2 Dluhopisové financování.....	49
4.2.1 Klasifikace dluhopisů .....	51

4.2.2 Rating a jeho úloha v souvislosti s emisí dluhopisů.....	59
4.2.3 Vývoj na trhu dluhopisů .....	64
4.3 Teoreticko-metodologická východiska volby podniku mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním .....	71
4.3.1 Volba z pohledu rizikovosti podniků a nákladů monitoringu pro věřitele.....	72
4.3.2 Volba z pohledu přístupu k úvěrovému ratingu podniků .....	73
4.3.3 Volba z pohledu celkové ekonomické vyspělosti země .....	74
4.3.4 Volba z pohledu velikosti respektive životního cyklu podniku .....	76
4.3.5 Volba z pohledu komunikace podniků s investorskou veřejností .....	77
4.3.6 Volba z pohledu podmínek úvěrové smlouvy .....	78
4.4 Vývoj trhu korporátních dluhopisů a úvěrů v ČR ve vzájemném kontextu .....	78
5 Metodika výzkumu .....	84
5.1 Charakteristika šetření a metody vědecké práce.....	84
5.2 Dotazníkové šetření .....	88
5.3 Vybrané statistické nástroje použité při analýze sekundárních a primárních dat.....	93
6 Výsledky výzkumu .....	97
6.1 Analýza sekundárních dat.....	97
6.2 Analýza primárních dat .....	108
7 Závěry, diskuse a náměty k dalšímu výzkumu.....	130
7.1 Přínosy výzkumu .....	134
7.2 Limitující faktory výzkumu.....	136



7.3 Náměty k navazujícímu výzkumu a šetření .....	137
Závěr .....	139
Seznam použité literatury a pramenů .....	145
Bibliografie .....	156
Dosavadní publikační činnost.....	163
Přílohy .....	164

## Seznam používaných symbolů a zkratek

AKAT ČR	Asociace pro kapitálový trh České republiky
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CAC	Collective Action Clause
CF	Cash Flow
CZK	Koruna česká
ČBA	Česká bankovní asociace
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DD	Dlouhodobý
HDP	Hrubý domácí produkt
HZL	Hypoteční zástavní list
IPB	Investiční a poštovní banka
IPO	Prvotní veřejná nabídka akcií (Initial Public Offering)
Kč	Koruna česká
KD	Krátkodobý
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MBS	Mortgage-Backed Security
MSP	Malé a střední podniky
OTC	Obchod „přes přepážku“ (Over the Counter)
PRIBOR	Prague Interbank Offered Rate
SD	Střednědobý
SME	Small and Medium Sized Enterprises

## Seznam tabulek

Tab. 1: Nastavení základní úrokové sazby v ČR a objem poskytnutých korporátních úvěrů nefinančním podnikům v období 2007–2014.....	29
Tab. 2: Vývoj produkce podle činností CZ-NACE (bazický index 2010 = 100).....	35
Tab. 3: Vývoj produkce v CZ-NACE C – zpracovatelský průmysl (bazický index 2010 = 100).....	37
Tab. 4: Vývoj objemu korporátních úvěrů dle doby splatnosti (v mil. Kč) .....	47
Tab. 5: Varianty ratingové tabulky pro hodnocení subjektu dle S&P, Moody's a Fitch ....	61
Tab. 6: Ratingové hodnocení České republiky k 1. 6. 2015.....	63
Tab. 7: Ratingové hodnocení vybraných podniků působících v ČR .....	64
Tab. 8: Vývoj objemu obchodů a počtu emisí dluhopisů na Burze cenných papírů Praha v letech 2001–2014.....	69
Tab. 9: Vývoj objemu emise dluhopisů v sektoru nefinančních podniků dle ČNB – databáze časových řad ARAD (v mil. Kč) .....	69
Tab. 10: Vývoj objemu emise dluhopisů a objemu úvěrů v sektoru nefinančních podniků dle ČNB – databáze časových řad ARAD (v mil. Kč) .....	79
Tab. 11: Počet rozeslaných a získaných dotazníků dle sekcí CZ-NACE.....	92
Tab. 12: Vývoj hodnot objemu dluhopisového financování podniků a HDP na obyvatele v ČR v letech 2006–2014 .....	98
Tab. 13: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada dluhopis vs. HDP na obyvatele 2006–2014).....	99
Tab. 14: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada dluhopis vs. HDP na obyvatele 2006–2014) s vynecháním průsečíku s y-osou.....	100

Tab. 15: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada dluhopis vs. HDP/obyv. 2009–2014).....	101
Tab. 16: Časové řady hodnot dlouhodobých podnikových úvěrů a dlouhodobých korporátních dluhopisů (řada 2006–2014 v mil. Kč) .....	105
Tab. 17: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada úvěr a dluhopis 2006–2014) ....	106
Tab. 18: Charakteristika dotazovaných podniků z hlediska ročního obratu, velikosti aktiv a počtu zaměstnanců.....	109
Tab. 19: Pozice osoby vyplňující dotazník.....	110
Tab. 20: Vlastnictví podniku .....	110
Tab. 21: Preference při volbě úvěrů .....	114
Tab. 22: Preference při volbě dluhopisů.....	115
Tab. 23: Vztah mezi vnímanou neochotou ze strany banky poskytnout úvěr a volbou nového druhu financování .....	121
Tab. 24: Vztah mezi vnímanou neochotou ze strany banky poskytnout úvěr a preferencemi k úvěrovému financování .....	122
Tab. 25: Domácí a zahraniční vlastnictví a postoje k úvěrovému financování.....	123
Tab. 26: Vlastnictví podniku a vztah k dluhopisovému financování .....	124
Tab. 27: Vztah mezi vlastnictvím podniku a volbou financování dlouhodobých aktivit..	125
Tab. 28: Vztah mezi vlastnictvím podniku a volbou financování dlouhodobých aktivit – čtyřpolní tabulka (úvěry versus ostatní zdroje financování) .....	126
Tab. 29: Testování nezávislosti druhu financování na vlastnictví podniku .....	127
Tab. 30: Úvahy o emisi dluhopisů a vlastnictví společnosti .....	128

## Seznam obrázků

Obr. 1: Zdroje financování podniku .....	22
Obr. 2: Vývoj objemu podílových fondů v ČR v letech 2006–2014 (v mld. Kč) .....	66
Obr. 3: Vztah mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním v závislosti na rizikosti podniku .....	73
Obr. 4: Fáze rozvoje ekonomického a finančního systému a formování financování podniku .....	75
Obr. 5: Financování podniku v průběhu životního cyklu .....	76
Obr. 6: Vývoj celkového objemu dlouhodobých korporátních úvěrů a dluhopisů v ČR v letech 2006 až 2014 (mil. Kč) .....	81
Obr. 7: Vývoj podílu dlouhodobých korporátních úvěrů a dluhopisů na celkových dlouhodobých dluhách v ČR v letech 2006 až 2014 (mil. Kč) .....	81
Obr 8: Diagram postupu zpracování výzkumné části doktorské disertační práce.....	87
Obr. 9: Vzájemné pozice úvěrů a dluhopisů v rámci dluhového financování.....	104
Obr. 10: Podniky vnímaná ochota bank poskytovat úvěry v období finanční krize .....	111
Obr. 11: Postoje k vyhodnocování zdrojů v souvislosti s krizí .....	112
Obr. 12: Zdroj financování dlouhodobých aktivit .....	113
Obr. 13: Nejdůležitější aspekt nového dluhového zdroje.....	116
Obr. 14: Úvahy o emisi vlastních dluhopisů .....	117
Obr. 15: Plány emitovat dluhopisy ve střednědobém horizontu .....	118
Obr. 16: Využití bankovních úvěrů .....	119
Obr. 17: Zdroje financování se zaměřením na úvěry .....	120

# Úvod

V souvislosti s globální finanční krizí<sup>1</sup> 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. Ty zpravidla negativně ovlivní bankou zainvestované finanční prostředky do nejrůznějších druhů aktiv. V těchto časech banky neúvěrují často 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 i 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, tj. na vlastní zdroje financování. Podniky by v takových časech měly kontinuálně očišťovat svou rozvahu od závazků a měly by se řídit základními pravidly finančního řízení odvozenými od vztahů v tomto hlavním finančním výkazu. Nebo mají podniky možnost být o trochu konzervativnější ve své strategii financování oproti úrovni, která se v dobrých obdobích zdá být bezpečná. Na druhou stranu je vlastní kapitál zpravidla bezpečným, ale dražším zdrojem financování. Konzervativnější počínání managementu podniku zvyšuje celkové náklady na kapitál a tím způsobuje nižší rentabilitu vlastního kapitálu. To je pro majitele společností spíše nežádoucím efektem.

---

<sup>1</sup> V angličtině se již vžil pojem „The Great Recession“. Ten se běžně používá jak pro recesi samotné ekonomiky USA, která byla oficiálně v recesi od prosince 2007 do července 2009, tak pro globální recesi z roku 2009.

Druhou možností nejpoužívanějších forem financování podniku může být volba dluhopisového financování formou emise dluhových cenných papírů. Dluhopisy nabízejí celou řadu možností, jak pro potřeby chodu podniku 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 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.

Právě o volbě forem financování podniku prostřednictvím cizího kapitálu, zjednodušeně řečeno „úvěr nebo dluhopis“, v kontextu finanční, respektive dluhové krize pojednává tato disertační práce.

Práce je členěna do jednotlivých částí, které jsou logicky provázány ústředním podnikohospodářským tématem. Tím je financování podniku, přesněji řečeno externí dluhové financování podniků v souvislosti s finanční krizí zaměřené na úvěry a dluhopisy. Vedlejším projevem uvažované krize je snížená ochota bank poskytovat korporátní klientele úvěry. Analýza důvodů bank k tomuto chování je obsažena v příslušné části kapitoly 3.1.

První část práce se skládá z kapitol 1–4. Tato část nejprve vymezuje cíle práce (kapitola 1) a následně zahrnuje rešerši dostupných zdrojů, shrnuje doposud publikované poznatky a přístupy k výzkumu zdrojů podnikového financování. Obecné znalosti spojené se zdroji financování podniku obsahuje druhá kapitola. Dopady globální finanční krize do české ekonomiky co do výkonnosti jednotlivých odvětví členěných dle klasifikace CZ-NACE i co do objemu dluhového financování podniků spolu s reakcí české národní banky jsou analyzovány v kapitole 3. Čtvrtá kapitola se již zcela zaměřuje na úvěrové a dluhopisové

financování podniků, které je stěžejním tématem této práce. První část čtvrté kapitoly se soustředí na úvěrové financování. Obsahuje analýzu vývoje úvěrového financování v čase, i z pohledu struktury doby splatnosti úvěrů. Druhá část čtvrté kapitoly je věnována dluhopisovému financování. Na rozdíl od úvěrového financování je tato část obohacena o téma ratingu. Věnuje se jeho funkci, využití a správné interpretaci. Udělení ratingu nezávislou agenturou je zpravidla nezbytnou součástí emisního procesu dluhopisů a v tomto bodě se úvěrové a dluhopisové financování poměrně liší. Zároveň je rating, respektive způsob jeho stanovení, zmiňován jako jedna z obecně uznávaných příčin globální finanční krize (viz např. Lungová, 2011). Třetí část čtvrté kapitoly je syntézou témat úvěrového a dluhopisového financování. Zahrnuje rešerši výzkumů a publikací přímo zaměřených na preference využívání nástrojů dluhopisového a úvěrového financování podniků nejen v České republice, ale i v zahraničí. Je využito studií (např. Yoshitomi a Shirai, 2001; Kislingerová, 2010b) spojených s finančními krizemi a jejich obecným dopadem na podnikovou praxi i na konkrétní možnosti financování dluhovými nástroji. Nechybí ani detailnější analýza a komparace jednotlivých let krizového období z pohledu úvěrového a dluhopisového financování podniků působících v České republice, včetně kontextu s politikou české centrální banky. Podkapitola 4.3 syntetizuje motivy volby podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním zjištěné na základě literární rešerše.

Hlavním záměrem rešerše dostupných zdrojů je zachytit a charakterizovat nejrůznější motivy podniků pro volbu mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním a propojit tyto motivy s možným kontextem globální finanční krize.

Pátá kapitola obsahuje metodologickou stránku výzkumu. Popisuje jeho jednotlivé fáze od exploračního výzkumu majícího za cíl zachytit východiska pro následující fáze výzkumu, po samotné detailnější analýzy sekundárních i primárních dat a vyhodnocení šetření. V této části textu je detailně popsána charakteristika výzkumu a využití metody vědecké práce. Diskutována je mimo jiné otázka vyčerpávajícího šetření a využití vhodných statistických metod pro analýzu dat.



Cílem šesté kapitoly je na základě analýz sekundárních i primárních dat získat a syntetizovat závěry a odpovědi k položeným hypotézám a výzkumným otázkám. Analytická část výzkumu šesté kapitoly je vedena ve dvou základních oblastech navazujících na rešerši tuzemských i zahraničních odborných článků, monografií a případových studií, jakož i na základní poznatky zjištěné exploračním výzkumem.

První oblast vychází z analýzy sekundárních dat a je zaměřena na tržní data za období let 2006 až 2014. Tyto údaje se vztahují ke kapitálovému trhu jednak v rovině podnikových úvěrů, jednak v rovině korporátních dluhopisů. Sledovaným ekonomickým prostředím je území České republiky. Vývoj objemů emisí korporátních dluhopisů je zkoumán i ve vztahu k rozvoji českého hospodářství vyjádřeného ukazatelem HDP na obyvatele. Podle publikovaných prací by měl objem emitovaných dluhopisů s rostoucím HDP na hlavu růst a signalizovat rozvíjející se kapitálový trh. Dále jsou analyzovány vztahy a závislosti mezi objemy poskytnutých podnikových úvěrů a objemy emisí korporátních dluhopisů pomocí korelace časových řad. Výzkum v této části usiluje o nalezení statisticky významného vztahu mezi vývojem úvěrového a dluhopisového financování podniků pomocí nástroje korelační analýzy časových řad. Tj. snaží se určit, do jaké míry jsou tyto dva nástroje vůči sobě substituty. Určitou nevýhodou českého prostředí je logická absence dlouhých časových řad, která výsledky výzkumu a získané poznatky do jisté míry limituje.

Druhá oblast analýzy v šesté kapitole je založena na primárních datech získaných metodou dotazníkového šetření. Týká se volby a perspektiv úvěrového a dluhopisového financování v rámci české ekonomiky ve vybraných odvětvích podle klasifikace CZ-NACE na vzorku velkých středních a velkých podniků. Tato část se přímo zaměřuje na konkrétní podnikovou sféru. Pomocí nástroje dotazníkového šetření a následného využití statistických metod analyzuje postoj relevantních<sup>2</sup> českých podniků k úvěrovému a

---

<sup>2</sup> Relevantním podnikem se rozumí podnik, který je (pravděpodobně) schopen získávat externí cizí kapitál nejen úvěry, ale i za pomoci dluhopisů. Emise korporátních dluhopisů, ale i emise dluhopisů obecně je zejména pro nově emitující subjekty poměrně náročným úkolem. Kromě legislativní náročnosti, kdy je často nezbytné využít právních služeb nebo komplexních služeb tzv. aranžéra emise, se jedná o proces náročnější i z pohledu podnikového finančního managementu. Podnikový ekonom pověřený úkolem emise dluhopisů by měl zároveň disponovat dostatečnými teoretickými i praktickými znalostmi z oblasti finančních trhů, makroekonomie, ale i práva.

Z výše uvedeného lze odvodit, že zde uvedený podnik jako „relevantní“ musí být dostatečně veliký a stabilní. A to ideálně z pohledu ukazatelů obratu, aktiv, počtu zaměstnanců a cash flow, ale ideálně i z pohledu odvětví, ve kterém působí.

dluhopisovému trhu ve vztahu ke globální finanční krizi. Krize donutila i české banky být ještě obezřetnějšími při poskytování úvěrů podnikatelským subjektům. Za finanční krize si dle dostupných informací zejména z médií podniky stěžovaly nejen na nedostupnost úvěrů, kterými chtěly financovat perspektivní zakázky nepostižené krizovou situací, ale i na to, že banky nedokážou mezi jednotlivými podniky, ale i odvětvími rozlišovat a jednat při poskytování úvěrů příliš plošně. Cílem této části je prokázat, že i velké podniky byly skutečně postiženy nedostupností úvěrů ze strany bank. V návaznosti na výše uvedené je dílčím cílem ověřit závislost, že podnik, který se dostal do obtížné situace se získáním úvěru pro profinancování svých podnikových aktivit, začal hledat substitut k produktu „bankovní úvěr“ ve formě dluhopisového financování.

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.*

Zároveň práce usiluje o zdůraznění významu dluhopisů ve vztahu k úvěrům pro podnikové financování. V českých předních vědeckých časopisech se tomuto tématu aktuálně nevěnuje příliš pozornosti. Proto by tato práce v ideálním případě měla motivovat k odborné debatě na toto téma nejen s ohledem na podnikovou ekonomiku, ale i s ohledem na efektivnější fungování finančních trhů tolik důležitých pro ekonomiku jako celek, jakož i pro konkrétní financování podnikových aktivit.

## 2 Teoretické přístupy ke zdrojům financování podniků

Tento výzkum je veden v kontextu řízení podniku z pohledu získávání finančních prostředků pro svůj provoz, respektive získávání kapitálu formou dluhových instrumentů. Ty jsou velmi často používanými nástroji finančního trhu. Akcent je položen na období globální finanční krize<sup>3</sup> 2009, která přístup k externímu dluhovému kapitálu ovlivnila.

Globální finanční krize 2009<sup>4</sup> potvrzuje nadčasová obecně platná slova odborníků v této oblasti o nutnosti sledovat finanční trhy v širším kontextu. Např. Valach (1999, s. 50) uvádí: „*Finance podniku a jejich řízení nelze izolovat od jiných ekonomických disciplín, zabývajících se různorodými stránkami činnosti podniku či různými vnějšími faktory podnikání.*“ A Valach (1999, s. 50) dále dodává: „*Nejtěsněji souvisí finance podniku s mikroekonomikou, podnikovou ekonomikou (včetně marketingu) a účetnictvím. Na druhé straně nelze nevidět stejně významnou souvislost financí a finančního řízení i s makroekonomikou, veřejnými financemi, peněžním a kapitálovým trhem, pojištěním a mezinárodními financemi.*“ Striktní sledování čistě podnikových procesů může vést k přehlédnutí, či dokonce ignoraci pro podnik mnoha důležitých faktorů. Proto je tento výzkum směřován k nalezení vztahů mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním podniku se zaměřením na krizové období globální finanční krize v roce 2009. Podmínky výhodnosti i nevýhodnosti obou finančních instrumentů se v čase mění, neboť prostředí, ve kterém vznikají, není rigidní. Naopak díky rozvoji nejrůznějších institucí, informačních systémů a informačních technologií, které umožňují lépe ohodnotit potenciálního dlužníka na straně jedné a zároveň umožňují snadněji zprostředkovat peněžní toky mezi věřitelem a dlužníkem na straně druhé, se dá toto prostředí považovat za poměrně dynamické. Dynamické je toto prostředí i díky mnoha dalším faktorům, jako jsou například politická

---

<sup>3</sup> Vznik globální finanční krize byl umožněn díky projevům **globalizace**. Tu definují například Fárek, Kraft a Zaytsev (2013, s. 9) jako „*všeobecné uvolňování bariér mezinárodního obchodu, migrace, toků kapitálu, transferů technologie a zahraničních investic.*“ Zároveň tito autoři upozorňují na to, že globalizace s sebou přináší i negativní dopady mimo jiné například v podobě **finančních krizí**. Jak uvádí Kraft a Kraftová (2012): „*Soudobým základem globalizace jsou TIT technologie (transport, informatika a telekomunikace)*“. Rozvoj informatiky, telekomunikace spolu s omezením bariér toku kapitálu tvoří potenciální základ pro vznik globálních finančních krizí. O dalších dopadech globalizace do národních ekonomik viz například Laboutková, Bednářová a Kocourek (2013).

<sup>4</sup> V USA v současnosti prakticky standardně nazývaná „The Great Recession“. Pojem se používá jak pro samotnou recesi v USA z let 2007–2009, tak pro celosvětovou globální recesi 2009.

rizika, přetrvávající makroekonomická stagnace hospodářství, apod. Významný vliv mají i změny regulatorních rámců (Mačí a Bartoňová, 2012). I proto Šiman a Petera (2010, s. 20) řadí mezi základní odborné předpoklady výkonu funkce finančního manažera podniku dobrou orientaci v oblasti finančního a kapitálového trhu. Stejně tak tito autoři zdůrazňují neustálou potřebu monitoringu okolí podniku a přizpůsobování se aktuálním podmínkám (tamtéž, s. 28).

Podnik má na výběr mezi mnoha zdroji financování. Valach (2006) zdůrazňuje, že termín „finanční zdroje podniku“ je v odborné literatuře frekventovaným pojmem. Jeho vymezení bývá ale velice vágní a různorodé. V užším pojetí jsou zdroje financování chápány z pohledu účetnictví, kdy jsou označovány jako pasiva a dělí se na vlastní a cizí kapitál. Toto pojetí ovšem některé druhy zdrojů nedokáže zachytit. Valach (2006) proto uvádí širší definici finančních zdrojů podniku: *„Rozumí se jimi souhrn všech peněz, který podnik získá za určité období inkasem za své realizované výrobky, služby, event. za svůj nepeněžní majetek, dále růstem různých forem vlastního kapitálu, dluhů výjimečně i nenávratných dotací. Za speciální finanční zdroj je nutné považovat i leasing.“*

Zdroje financování podniku z pohledu vlastnictví a původu zdrojů uvádí Obr. 1.

		Vlastnictví zdrojů	
		Vlastní	Cizí
Původ zdrojů	Interní	zisk odpisy	podniková banka rezervy na důchod
	Externí	vkłady vlastníků dotace a dary rizikový kapitál	úvěry finančních institucí dluhopisy finanční leasing obchodní úvěry ostatní závazky

Obr. 1: Zdroje financování podniku

Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerová (2010a, s. 318)

Míra a kombinace jejich využívání se může lišit z mnoha důvodů. Mezi tyto důvody může patřit například vzdělání, zkušenosti a věk managementu, postoj managementu k riziku, charakter činností podniku, právní prostředí, fáze životního cyklu podniku, makroekonomická situace, atd. Od těchto skutečností se odvíjí podniková strategie vzhledem k financování podnikových aktivit. Například, jak uvádí Kostohryz (2013), financování dluhem může být výhodnější oproti financování vlastním kapitálem díky uznatelnosti zaplacených úroků do nákladů. I když v jeho studii (Kostohryz, 2013) se nepodařilo prokázat statisticky významný vliv efektivní průměrné daňové sazby na výši dluhového financování podniků.

Výše uvedený obr. 1 zpracovaný dle Kislíngerové (2010a) zachycuje širší pojetí finančních zdrojů podniku než z pohledu finančního účetnictví. V tomto schématu je možné zachytit např. postavení odpisů, rizikového a rozvojového kapitálu, podnikové banky, leasingu atd.

## 2.1 Vlastní zdroje financování

Mezi vlastní **interní zdroje** financování patří zisk a odpisy. Tato kategorie financování se též nazývá **samofinancování**.<sup>5</sup> Podnik tyto zdroje získal svou vlastní interní činností. Mezi **externí zdroje** se zařazují především vklady vlastníků.

Co se **zisku** týče, mezi jeho hlavní výhody patří to, že díky jeho použití nedochází ke zvyšování zadluženosti podniku. Naopak díky posílení vlastního kapitálu dochází ke snížení rizika vyplývajícího ze zadlužení společnosti. Mezi nevýhody používání zisku patří jeho poměrná nestálost a je také oproti ostatním zdrojům financování zdrojem spíše dražším. Akcionáři totiž ze svého vkladu umožňujícího generovat zisk požadují dividendu v míře převyšující úrokovou míru dluhu. Vyplacené dividendy také nejsou nákladově uplatnitelnou položkou.

**Odpisy** zahrnuje finanční management na rozdíl od finančního účetnictví do vlastních interních zdrojů financování z toho důvodu, že v okamžiku inkasa z titulu prodeje výrobků či služeb znamenají peníze. Ty nemusejí být ihned použity k obnově dlouhodobého

---

<sup>5</sup> Více k problematice samofinancování formou zisku a odpisů viz např. Valach (2005).

majetku, ale mohou být použity k jiným potřebám. Odpisy, protože jsou náklady neznamenající peněžní výdaje, je vhodné chápat jako součást tržeb, které nakonec představují výrazný zdroj financování. (Valach, 2005)

**Dotace a dary** představují externí zdroj financování. Do podniku přicházejí z vnějšku. Protože jsou nevratné, považují se za vlastní. Není ale výjimkou, že dotace jsou ze strany podniků opomíjeným zdrojem financování. Viz například Rydvalová a Pittnerová (2013). Další možností získání externího vlastního kapitálu jsou **vklady společníků**. Mohou být jak peněžní tak nepeněžní povahy. Společníci je zpravidla vkládají při zakládání nebo při rozšiřování aktivit společnosti. Získání dodatečných vkladů společníků může být provedeno například formou úpisu nových akcií. Jako odměnu majitelé společnosti požadují podíly na zisku, nebo rostoucí kurz hodnoty jejich podílu na společnosti.

V určitých případech vstupuje do podniku **rizikový kapitál**. Jedná se především o situace, kdy je potřeba zafinancovat velmi rizikový projekt s vysokým potenciálním výnosem z externích prostředků. Rizikový kapitál vstupuje do podniku v zásadě ve formě vlastního kapitálu a na omezenou dobu. Po dosažení zhodnocení společnost opouští. Jelikož se jedná o financování vysoce rizikových projektů, ke zhodnocení ani dojít nemusí. (Kislingerová, 2010a), (Nývtová a Režňáková, 2007)

## 2.2 Cizí zdroje financování

Mezi nejvýznamnější položky cizích zdrojů patří především **bankovní a obchodní úvěry**. Tj. úvěry vyplývající ze vztahu podniku s bankou nebo dvěma podniky mezi sebou. Důležitou úlohu mezi cizími zdroji financování, a to zejména v případě velkých podniků, hrají **dluhopisy**. Úvěrům a dluhopisům se blíže věnuje čtvrtá kapitola. Cenou za používání cizího kapitálu jsou úroky. Úroky jsou daňově uznatelným nákladem a snižují základ daně. Tento efekt se nazývá daňový štít. Proto je obvykle cizí kapitál do určité míry zadlužení podniku levnější než vlastní. Pokud je podnik příliš zadlužen, věřitelé promítnou tuto skutečnost do rizikové premie. Úroková sazba bude vysoká a předpoklad levnějšího cizího kapitálu oproti vlastnímu bude porušen. Nevýhoda používání cizího kapitálu oproti vlastnímu spočívá i v tom případě, kdy je podnik zasažen nepříznivým vývojem. Tehdy lze



pozastavit výplatu dividend, zatímco závazky vzniklé z titulu používání cizího kapitálu se hradí dále. Proto používání cizího kapitálu může ohrozit finanční stabilitu podniku.

Specifickým druhem cizího externího zdroje je **leasing**. Jedná se v podstatě o formu nájmu. Stálá aktiva jsou užívána, aniž by byla koupena. Leasing umožňuje získat potřebný majetek bez jednoho velkého peněžního výdaje. Další výhodou leasingu například oproti úvěru je ta skutečnost, že leasingové platby jsou na rozdíl od splátek úvěrů ve své celé výši daňově uznatelným nákladem. Jako zásadní nevýhoda leasingu bývá udávána, že je dražší variantou, než pořízení stálého aktiva jednorázovou platbou. Kromě ceny předmětu leasingu je v ceně leasingu zahrnut i zisk leasingové společnosti. (Kislingerová, 2010a)

## 2.3 Pecking Order Model

Existují bližší pohledy na zdroje financování podniku podle toho, kdy a za jakých okolností podnik mezi jednotlivými zdroji financování volí. Teorie podrobněji rozpracovávající přístup podniků ke zdrojům financování svého podnikání se nazývá „Pecking Order Theory“ někdy také jako „Pecking Order Model“ poprvé představená Donaldsonem (1961), a dále rozpracována např. Myersem (1984), Myersem a Majlufem (1984) aj. Do češtiny by se název tohoto modelu dal volně přeložit jako „model hierarchie financování“. Výše uvedené zdroje se na podnikové financování dívají z trochu jiného pohledu než tento výzkum. Sami autoři těchto studií udávají, že se jedná o model, který rozhodně nevysvětluje všechny přístupy podniků ke svému financování. Konkrétně tito autoři sledují, kdy a za jakých okolností podnik volí mezi financováním z interních zdrojů, kdy z externích dluhových a za jakých podmínek z externích zdrojů formou získávání nového vlastního kapitálu do společnosti od dalších investorů (externí nedluhové – emise nových akcií). Společnosti usilují o získání nového kapitálu, aby nepromeškaly vhodný okamžik pro realizaci nových investic, a jsou proto za určitých podmínek ochotny odhalit více doposud interních informací. Významnou úlohu v Myersově studii (Myers, 1984) tak sehrává jedno z tržních selhání – asymetrické informace. Myers uvádí, že pro podniky je nejvýhodnější nejdříve využívat nerozdělený zisk, dále využívat dluhové financování a až jako poslední externí vlastní kapitál, tj. získat nový kapitál prostřednictvím emise akcií.

Výzkum, k němuž se vztahuje tato práce, se primárně zaměřuje na podnik, který již rozhodl o financování svých podnikových aktivit z externích dluhových zdrojů a vybírá si mezi úvěrem a emisí dluhopisů. Z pohledu teorie pecking order podnik již prakticky vyčerpal potenciál financování pomocí interního kapitálu (tj. zadržného zisku a odpisů) a rozhoduje se o užití dluhových nástrojů. Podobně jako v případě výše uvedených výzkumů je cílem podniku nepromeškat vhodné investiční příležitosti. Nebo spíše nepromeškat vhodné investiční příležitosti z důvodu aktuální neochoty bank půjčovat nové zdroje kvůli situaci v bankovním sektoru. Podnik tak za určitých podmínek může být okolnostmi donucen, aby investiční veřejnosti prostřednictvím prospektu cenného papíru o sobě sdělil část informací doposud vnímaných jako citlivé.

## 3 Podnikové financování v kontextu globální finanční krize

Tato práce, jak již bylo zdůrazněno, se zaměřuje na financování nefinančních podniků z externích dluhových zdrojů pomocí úvěrů a dluhopisů především v souvislosti s globální finanční krizí. Konkrétně zejména v krátkém období před globální krizí (2007–2009), v čase krize a následném střednědobém období po krizi (2009 respektive 2009–2014). Celým analyzovaným obdobím jsou roky 2007–2014. Práce se soustřeďuje na území České republiky.

Globální finanční krize sice byla co do svého charakteru a především rozsahu poměrně výjimečnou událostí, avšak výjimečné události mohou přinést buď zrychlení evoluce, nebo dokonce revoluci v určitém chování (nejen) podniků.<sup>6</sup> Obsah práce se tak do jisté míry nechal inspirovat tzv. **behaviorálními financemi**.<sup>7</sup> Například Kislingerová (2010b, s. 55), která sice není představitelem behaviorálních financí, hovoří o novém pohledu na podnik v čase krize, vlastně i po krizi takto: „Výsledkem krize budou modernizované obecné standardy pro **chování** (zvýrazněno autorem práce) firem působících v rámci nové ekonomiky, v našem případě malého otevřeného národního hospodářství, v časech téměř absolutní globalizace. Tyto standardy budou podstatně konzervativnější v hodnocení rizik a budou směřovat k tomu, aby se podniky chovaly odpovědněji, a to zvláště z dlouhodobého hlediska. Je nutné vyřešit zásadní otázku, proč se podniky i další podnikatelské subjekty vždy chystají na minulou, a nikoliv na budoucí krizi.“

---

<sup>6</sup> Pomůže-li si disciplína podnikové ekonomiky pozorováním ve zcela jiném oboru (viz níže **behaviorální finance**), pak se může inspirovat chováním člověka. Člověk, respektive dítě se v rané fázi svého života orientuje ve svém prostředí, poznává jeho možnosti a hranice a především dělá chyby, které se snaží neopakovat (například nesahat na horký hrnec, atp.). Vyvarování se některých chyb pak pomáhá výchova a předávání zkušeností rodičů, kteří nechtějí opakování svých vlastních chyb svými dětmi. Jedná se vlastně o nekončící fázi učení. Obdobné je to i s podniky, které jsou zase vedeny jen lidmi, kteří se neustále učí. Získá-li podnik správný postřeh z jedinečného období, jež se nazývá krize, pomůže mu tato zkušenost nejen k překlenutí podobných krizí, ale mnohdy i k předcházení podobným krizím. A tak, v souvislosti s tématem práce, zjistí-li podnik, že v období určité podoby finanční krize banky přestávají poskytovat kvůli svým problémům úvěry, musí být tento subjekt dlouhodobě připraven na další alternativy financování, které mu pomohou dopady krize zmírnit a překlenout. Podnik, který se pomyslně „spálil o hrnec“ jako to výše uvedené dítě, napříště nebude spoléhat v takové míře na úvěry, ale bude mít dlouhodobě připravena variantní řešení. Zdravý podnik se stejně jako racionálně uvažující jedinec bude snažit jemu škodlivé chování neopakovat.

<sup>7</sup> **Behaviorální finance** jsou interdisciplinární vědou aplikující poznatky psychologie v ekonomické teorii a praxi. Uplatňují se zejména v teoriích o rozhodování investorů a v teoriích vysvětlujících fungování trhů s cennými papíry.

## **Rozšíření projevů krize do České republiky**

Na charakter změny chování českých podniků může mít vliv i to, jakým způsobem se projevila globální finanční krize v České republice. Globální finanční krize se nerozšířila do České republiky prostřednictvím finančního sektoru, který by realizoval vysoké ztráty, ale díky utlumení celosvětové poptávky po zboží a službách. Pro malou otevřenou ekonomiku se ukázalo být toto utlumení poměrně významné. V roce 2008 ještě roste HDP o 3,1 %, ale v roce 2009 se propadá o 4,5 % (ČSÚ, 2015). I proto jsou české banky v té době poměrně konzervativní při poskytování nových podnikových úvěrů.

## **3.1 Globální finanční krize a reakce českých podniků v oblasti úvěrů**

Dopady období globální finanční krize se v českém prostředí výrazněji nepřenesly do tamějšího bankovního sektoru. Český stát na rozdíl od druhé poloviny 90. let nemusel zachraňovat jedinou banku. Přesto i české bankovníctví přispělo určitou měrou k zintenzivnění projevů krize do reálné ekonomiky. Z tehdejších informací z médií lze vyčíst, že si podniky stěžovaly na zhoršenou dostupnost úvěrového financování.<sup>8</sup> Situace se dotýkala stejným způsobem i podniků, které netrpěly nedostatkem zakázek. I přes snahu České národní banky (ČNB) „zlevnit peníze“ snížením základních sazeb se centrální měnové autoritě nepodařilo rozpohybovat nabídku peněz do reálné ekonomiky. České banky se totiž od svého ozdravení veřejným sektorem, které vyvrcholilo převzetím banky IPB bankou ČSOB za výrazné pomoci českého státu, chovají poměrně konzervativně a obezřetně.<sup>9</sup> Konzervativní uvažování si banky udržely i přes snižování základní úrokové sazby Českou národní bankou. Viz níže uvedená tabulka se základní úrokovou sazbou ČNB a objemem úvěrů v ekonomice nefinančním podnikům.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Viz např. článek na novinky.cz (Svoboda, 2009) opírající se o anonymní průzkum Hospodářské komory ČR mezi vybranými českými podniky. V tomto článku sice vybrané banky proklamují stálou ochotu poskytovat úvěry, prezentované zkušenosti podniků jsou ale rozdílné.

<sup>9</sup> To dokládá i poměrně vysoký ukazatel tzv. kapitálové přiměřenosti napříč českým bankovním sektorem.

<sup>10</sup> Obdobná situace panovala i v jiném segmentu bankovních služeb. I přes snižující se základní úrokové sazby nastavované ČNB, se například jen velmi mírně a navíc bez za normálních okolností silné korelace nemění sazby u poskytovaných hypotečních úvěrů (Mačí, 2011).

Tab. 1: Nastavení základní úrokové sazby v ČR a objem poskytnutých korporátních úvěrů nefinančním podnikům v období 2007–2014.

Rok	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	den	%	den	%	den	%	den	%	den	%	den	%	den	%	den	%
<b>2T repo</b> (datum vyhlášení; Sazba v %)	1.1.	2,50	1.1.	3,50	1.1.	2,25	1.1.	1,00	1.1.	0,75	1.1.	0,75	1.1.	<b>0,05</b>	<b>1.1.</b>	<b>0,05</b>
	1.6.	2,75	<b>8.2.</b>	<b>3,75</b>	6.2.	1,75	7.5.	0,75			29.6.	0,50				
	27.7.	3,00	8.8.	3,5	11.5.	1,50					1.10.	0,25				
	31.8.	3,25	7.11.	2,75	7.8.	1,25					<b>2.11.</b>	<b>0,05</b>				
	30.11.	3,50	18.12.	2,25	17.12.	1,00										
<b>Změna 2T repo v daném roce (p.b.)*</b>	+1,00		<b>-1,50</b>		<b>-1,25</b>		-0,25		0,0		-0,7		0,0		0,0	
<b>Objem úvěrů celkem**</b>	743 380,0		848 068,4		782 184,5		780 424,5		828 054,5		835 373,3		867 141,5		874 854,8	
<b>Změna objemu úvěrů</b>	+108 504,4		+104 688,4		<b>-65 883,9</b>		<b>-1 760,0</b>		+47 630,0		+7 318,8		+31 768,2		+7 713,30	

\* Změnou se rozumí rozdíl mezi minimem a maximem v daném roce.

\*\* Jedná se o objemy úvěrů nefinančním podnikům v mil. Kč k 31. 12. daného roku.

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB.

Pozn.: Aktuální platná základní úroková sazba ČNB je v květnu 2015 0,05 %.

## Vývoj úrokových sazeb

Zásadní vliv na cenu peněz v české ekonomice má za normálních okolností základní úroková sazba vyhlášená ČNB na zasedáních její bankovní rady. Tato sazba se nazývá 2T repo sazba. 2T repo sazba je základním měnověpolitickým nástrojem ČNB.

Ve sledovaném období (viz tab. 1), které začíná těsně před propuknutím finanční krize v USA rokem 2007, se tato sazba pohybuje na úrovni 2,5 %. V průběhu roku 2007 kvůli tehdejší ekonomické situaci dochází k postupnému zvyšování sazby. Vrcholu v nastavení základního nástroje měnového řízení je dosaženo vyhlášením sazby **3,75 %** s trváním od 8. 2. do 8. 8. 2008. Téhož roku je následně snížena o čtvrt procentního bodu na úroveň 3,5 %. To už se v americkém finančním systému začínají silně projevovat známky finanční krize, která se postupně začíná přelévat do ostatních národních ekonomik. Stále ještě nebylo možné naplno odhadnout důsledky všech tehdy se dějících událostí.

Důležitým mezníkem pro světovou finanční sféru, a jak se následně ukázalo i pro tu nefinanční, je datum 14. 9. 2008. Toto datum je synonymem pro historicky největší krach investiční banky v USA, banky Lehman Brothers. Od té doby se finančním světem začíná šířit vysoká míra nejistoty, protože padl jeden z nejvýznamnějších subjektů amerického finančního systému, jehož produkty byly silně celosvětově provázány a integrovány v rámci globalizovaného finančního trhu.<sup>11</sup> Lokální americká finanční krize se tak stává **globální finanční krizí**.

Postupně se šířící nejistota začíná doléhat i na ČR utlumující se aktivitou v reálné ekonomice (výrazně klesá tempo růstu vývozu i dovozu, ale i domácí realizovaná poptávka). ČNB v listopadu roku 2008 reaguje snížením základní úrokové sazby o tři čtvrtě procentního bodu. Ještě v prosinci dochází ke snížení sazby o další půlprocentní bod. V prosinci roku 2008 se základní úroková sazba celkově propadá na 2,25 %. Oproti maximu téhož roku (3,75 %) se jedná o propad o celých 1,5 procentního bodu.

---

<sup>11</sup> V této souvislosti se nejčastěji diskutovalo o tzv. finančních derivátech, o nejrůznějších strukturovaných dluhopisech a zajištěných cenných papírech. Jejich konstrukce vyžaduje vysoké znalosti a schopnosti matematiky a statistiky. Stejně tak je ale potřeba těchto dovedností i z pohledu porozumění těmto nástrojům.

V podobném trendu pokračuje i rok 2009. Finanční krize ve světě propuká naplno a žádá si velmi nestandardní zásahy nejen centrálních bank, ale mohutnou fiskální expanzi realizující i vládní politiky. ČNB reaguje dalším snižováním úrokových sazeb postupně až na 1,00 % v prosinci roku 2009. Základní úroková sazba tak v tomto období klesá o dalších 1,25 p.b. Rok 2009 je nejtěžším rokem pro světové ekonomiky i pro ekonomiku ČR silně zapojenou do mezinárodních hospodářských vztahů a procesů. HDP ČR v roce 2009 pokleslo oproti roku 2008 o 4,8 % (ČSÚ, 2015).

Rok 2010 se sice nese ve znamení mírného oživení. Avšak to je stále hodnoceno jako křehké i s ohledem na začínající další finanční krizi, tentokrát evropskou **dluhovou**.<sup>12</sup> I z tohoto důvodu ČNB snižuje základní úrokovou sazbu z 1,00 % na 0,75 %, což je nové historické minimum v období samostatné České republiky. Hospodářská aktivita zůstává velmi slabá i v letech 2011 a 2012, inflační tlaky jsou mírné, a proto ČNB ještě dále snižuje úrokové sazby, až se v listopadu roku 2012 sazba ocitá na úrovni **0,05 %**. Tento stav prakticky trvá dodnes (tj. první kvartál roku 2015). ČNB tak z pohledu svého základního nástroje učinila maximum.

---

<sup>12</sup> **Dluhová finanční krize** se projevuje zejména v tzv. jižním křídle Eurozóny a Irsku v návaznosti na globální finanční krizi. Je spojena s problémy veřejných financí Portugalska, Itálie, Irsku, Řecka a Španělska. Z úvodních písmen anglických názvů těchto států dokonce ve světové finanční sféře vzniká akronym s mírně hanlivým nádechem **PIIGS**. Ten dokresluje stav veřejných financí těchto států. Objektivně řečeno ale některé ze zmíněných států za svůj zhoršený stav veřejných financí zcela nemohly, protože se do jisté míry staly jednak oběťmi globální finanční krize a jednak oběťmi používání jednotné evropské měny. Euro poprvé zažívá těžkou hospodářskou situaci způsobenou externími šoky. A protože tyto externí šoky dopadají na jednotlivé členy Evropské měnové unie (EMU) rozdílně, naplno se projevuje, že EMU doposud není tzv. optimální měnovou oblastí. Eurozóna ještě nemá instituce a instrumenty společné pomoci, a i díky tomu jsou dopady dluhové krize poměrně citelné. Mezi státy, které více méně na globální finanční krizi doplatily pasivně, se řadí Irsko, Portugalsko a Španělsko. Podobně jako v USA dochází v období hospodářské expanze i díky zavedení Eura k úvěrovému boomeru. Ten má za následek nafouknutí tzv. realitní bubliny. Po jejím splasknutí, které se dostavilo i s ohledem na globální finanční krizi, dochází k problémům se splácením úvěrů, k následným problémům v bankovním sektoru a státy přispěchávají v duchu „too big to fail“ dotčeným bankovním domům na pomoc. Portugalsko a Irsko snahu o státní pomoc sami neustojí. Přestanou být schopny financovat svoje dluhové hospodaření na kapitálových trzích a musí požádat o nadnárodní pomoc. Španělsko má problémy podobné jako Irsko a Portugalsko, ale nakonec díky velikosti své ekonomiky dokáže zvládnout situaci více méně samo. Nepříznivě je investory do státních dluhopisů v té době vnímána i Itálie, kterou jednak v menší míře trápí problémy na realitním trhu, ale především nezdravě nastavené financování fiskální politiky. Po Itálii začíná být z podobných důvodů investory negativně vnímána i Francie. Díky snaze a velikosti těchto dvou ekonomik a zejména jednotnému úsilí EMU, respektive EU se ale nakonec nákaza dluhové krize do Itálie a Francie nerozšíří. Jiná je situace v Řecku. To v roce 2010 přiznává, že falšovalo údaje o svém veřejném zadlužení a míře schodku veřejných rozpočtů k HDP, a že stav jejích veřejných financí je mnohem horší. Řecku je poskytnuta pomoc ze strany EU a MMF, protože se přestalo být schopno samo financovat na mezinárodním kapitálovém trhu. I přes půjčky, částečnému odpuštění a restrukturalizaci dluhu i zvýšenému úsilí vlády o fiskální konsolidaci je i dodnes (tj. v roce 2015) situace kolem Řecka napjatá a stále vnáší určitou míru rizika a nejistoty na mezinárodní kapitálové trhy. Oživení v EMU je prakticky od roku 2010 stále nazýváno jako velmi křehké, a i proto Evropská centrální banka (ECB) startuje v březnu 2015 tzv. kvantitativní uvolňování jako jeden z krajních nástrojů monetární politiky.

Situace byla popsána vzhledem k vývoji základní úrokové sazby v české ekonomice. Základní úroková sazba jakožto jeden z hlavních nástrojů monetární politiky by dle teoretických i praktických poznatků měla za normálních okolností poměrně silně ovlivňovat úvěrovou aktivitu bank na straně nabídky úvěrů, ale i úvěrovou aktivitu podniků na straně poptávky po úvěrech. Nyní se tak pozornost obrací právě k oblasti financování podniků pomocí korporátních úvěrů ve stejném časovém období, které zachycuje výše uvedená tabulka (tab. 1).

### **Vývoj korporátních úvěrů**

Analýza vývoje v oblasti korporátních úvěrů nefinančním podnikům vychází z dat České národní banky. Komentář k tabulce je však v této části práce ještě poměrně stručný a nezachází do detailnější analýzy úvěrového financování. Zabývá se pouze souhrnnými daty o úvěrech pro nefinanční podniky. Podrobnější pohled na úvěrové financování je až součástí dále uvedené komplexní kapitoly zabývající se úvěrovým financováním z teoretického i praktického pohledu.

Co se úvěrů týče, začíná sledované období ve výše uvedené tabulce 1 rokem 2007. Úvěry za rok 2007 vzrostly poměrně výrazným tempem, avšak v absolutní hodnotě částkou nižší, než v roce 2006<sup>13</sup>. Dá se tak konstatovat, že ČNB se určitým způsobem podařilo zpomalit úvěrovou aktivitu pomocí rostoucích základních úrokových sazeb. Zároveň se ještě jedná o předkrizový rok, proto podniky ani banky ještě nejsou v rámci vzájemných úvěrových vztahů výrazným způsobem opatrné. Respektive poměrně standardně reagují na makroekonomickou monetární politiku.

Prakticky 2/3 roku 2008 jsou ovlivněny spíše restriktivnější politikou centrální banky a 1/3 je již určitým způsobem ovlivněna rozbíhající se finanční krizí. Přesto korporátní úvěry zaznamenaly jen mírný propad v růstu oproti roku 2007. Stále se ale ještě jedná pouze o propad v růstu. Objem úvěrů se stále zvyšuje, i když klesajícím tempem.

Rok 2009 je již silně ovlivněn kontrakcí ekonomiky. I přes poměrně razantní pokles úrokových sazeb úvěrová aktivita nejen že neroste, ale dokonce klesá. Důvodem je

---

<sup>13</sup> Rok 2006 v tabulce není zachycený. Tento postřeh vychází ze zde neuvedených dat ČNB.



konzervativní až restriktivní politika v poskytování úvěrů ze strany komerčních bank. Vliv má i hospodářský útlum podniků, které by úvěry za jiných okolností poptávaly. Společným jmenovatelem vysvětlující alespoň do určité míry chování jak bank, tak podniků je naplno se projevující globální finanční krize a s ní spojený nárůst rizika i nejistoty v hospodářských vztazích. Za rok 2009 objem poskytnutých korporátních úvěrů klesá cca o 65,88 mld. Kč.

Rok 2010 ještě obrat i přes snahu centrální banky (2T repo sazba dál klesá, tentokrát z 1,00 % na 0,75 %) nepřinesl. Tempo růstu poklesu však znatelně pokleslo. V absolutním vyjádření úvěry za rok 2010 oproti roku 2009 klesly již jen o pouhých 1,76 mld. Kč. Rok 2011 je ze strany centrální banky stabilní, když se 2T repo sazba nemění. Úvěry reagují mírným růstem (cca +47,63 mld. Kč). Pravděpodobně se odvíjejí od mírného poklesu nejistoty na trzích. Jejich silnější pozitivní vývoj brzdí spíše už dluhová krize v Eurozóně.

V roce 2012 ČNB radikalizuje svou monetární politiku snížením základní úrokové sazby na pouhých 0,05 %. Přesto korporátní úvěry reagují jen mírným růstem – cca +7,32 mld. Kč. Ani poslední sledovaný rok zdaleka nedosahuje předkrizových čísel. I přes trvajícím nízko nastavené základní úrokové sazby na úrovni 0,05 % se meziroční realizovaná poptávka po úvěrech zvýšila jen o 31,77 mld. Kč. Dynamika korporátních úvěrů je tak i po odeznění největších problémů jak z pohledu globální finanční krize, tak z pohledu dluhové evropské krize stále nízká.<sup>14</sup>

Je ale nutné zdůraznit, že podrobnější analýza objemů úvěrů zejména co do jejich časové struktury, je obsahem až následujících kapitol. Rozdělení na dlouhodobé, střednědobé a krátkodobé úvěry poskytne dodatečné informace o úvěrovém chování podniků za krize. V následujícím textu jsou rovněž doplněny informace o dluhopisovém financování. Vyslovení závěrů o neúspěšnosti vlivu centrální banky na dluhové chování podniků (poptávku po úvěrech) by tak mohlo být nesprávné, nebo alespoň zkreslené.

---

<sup>14</sup> Neanalyzovaným, ale vcelku významným vlivem na poptávku po korporátních úvěrech může být i poměrně restriktivní politika vlády ČR v témže období. Její snaha o rychlou fiskální konsolidaci působí protichůdně proti snahám centrální banky.

## 3.2 Vývoj hospodářské aktivity v jednotlivých odvětvích dle klasifikace CZ-NACE

Hospodářské aktivity ve formě realizace výrobních procesů jsou úzce provázány s jejich financováním. Za každým materiálovým tokem, ale i jinou výrobní či servisní (režijní) činností v podniku se skrývá pohyb peněžních prostředků. Výše popsany vývoj v oblasti financování podniku s úvěry tak má svůj určitý odraz i ve vývoji produkce společností.

Následující tabulka (tab. 2) zachycuje produkci podniků v jednotlivých oblastech ekonomických činností dle klasifikace CZ-NACE. Tabulka zobrazuje roky 2007 až 2012. Jejím smyslem je zachytit a zvýraznit odvětví, na která v té době dopadla globální finanční krize nejvíce nebo naopak nejméně. Vývoj je zachycen na základě indexů produkce vztažených k roku 2010 dle dat ČSÚ.<sup>15</sup> Změna indexů, tzn. jejich pokles či růst, by měl být dle tvrzení v předchozím odstavci doprovázen rovněž poklesem či růstem úvěrové aktivity podniků.<sup>16</sup> Právě z níže uvedené tabulky (tab. 2) v posledním řádku „celkem“ spolu s pohledem na tabulku 1 se zdá být toto tvrzení pravdivé. Indexy produkce naznačují, že v roce 2009 by mělo dojít k poměrně razantnímu propadu úvěrové aktivity a jen k mírnému oživení úvěrů v letech následujících.

Při pohledu na dříve uvedenou tabulku 1 je zřejmé, že právě k největšímu propadu v úvěrech dochází v roce 2009 (cca -65,88 mld. Kč), přičemž v následujících letech je nová úvěrová aktivita poměrně skromná. I s ohledem na dnes již známá data o produkci, kdy došlo k poměrně prudkému výkyvu především v roce 2009 (tab. 2), je již v této části pravděpodobné, že největší propad byl zaznamenán v oblasti krátkodobých úvěrů financujících zejména provozní činnost podniku. Více je analýze úvěrů z hlediska času,

---

<sup>15</sup> Jedná se o poměr běžné ceny / stálé ceny roku 2010. Je tak eliminován vliv cenového vývoje. Indexy jsou převzaty z veřejně dostupných dat ČSÚ publikovaných na webu této instituce.

<sup>16</sup> Tedy za předpokladu, že většina podniků v poměrně krátkém časovém období nezačne místo cizího kapitálu pro financování svých podnikových aktivit využívat kapitál vlastní. V takovém případě by mohlo dojít k nižšímu poklesu nebo dokonce stagnaci či růstu produkce při výrazném poklesu realizovaných úvěrů. To je ale spíše nepravděpodobné především k charakteru zkoumaného období. Nepravděpodobné to ale není ve středně až dlouhodobém časovém horizontu po odeznění globální finanční krize. Mnoho podniků závislých na cizím kapitálu se v tomto období ukázalo být velmi zranitelnými. Snížení cizího kapitálu na celkovém kapitálu k úrovni cca 20 % jako reakci na nové podmínky v ekonomice doporučuje například Kislingerová (2010).

respektive doby jejich splatnosti, věnováno v kapitole zabývající se úvěry (viz kapitola 4.1).

Tab. 2: Vývoj produkce podle činností CZ-NACE (bazický index 2010 = 100)

Sekce CZ-NACE		2007	2008	2009	2010	2011	2012
		2010 = 100	2010 = 100	2010 = 100	2010 = 100	2010 = 100	2010 = 100
A	Zemědělství, lesnictví a rybářství	98,6	103,1	106,3	100,0	111,1	109,8
B	Těžba a dobývání	120,3	118,6	101,9	100,0	96,6	95,8
C	Zpracovatelský průmysl	103,2	105,2	89,8	100,0	106,9	105,5
D	Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	112,4	109,8	100,8	100,0	100,5	98,4
E	Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	101,4	104,9	101,8	100,0	104,9	98,4
F	Stavebnictví	111,8	110,7	101,1	100,0	95,9	87,8
G	Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel	93,1	94,6	91,8	100,0	104,6	101,3
H	Doprava a skladování	106,9	107,3	97,7	100,0	97,5	95,2
I	Ubytování, stravování a pohostinství	121,4	116,3	107,2	100,0	100,4	94,8
J	Informační a komunikační činnosti	97,3	98,8	99,8	100,0	100,8	98,8
K	Peněžnictví a pojišťovnictví	93,4	95,3	96,5	100,0	98,8	104,7
L	Činnosti v oblasti nemovitostí	87,8	96,7	94,8	100,0	102,2	103,2
M	Profesní, vědecké a technické činnosti	100,8	107,4	97,5	100,0	99,9	99,1
N	Administrativní a podpůrné činnosti	112,0	116,1	110,1	100,0	106,3	105,1
<b>Celkem</b>		<b>102,1</b>	<b>104,0</b>	<b>95,5</b>	<b>100,0</b>	<b>102,7</b>	<b>100,6</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě statistické ročenky ČSÚ 2014.

Pozn.: Indexy jsou vyjádřeny k cenám roku 2010 (převzato z ČSÚ).

Tmavě šedou je zvýrazněn krizí nejvíce zasažený rok 2009, tj. rok globální finanční krize.

Tabulka končí písmenem N a není vzhledem ke klasifikaci CZ-NACE úplná. Další skupiny mají charakter spíše veřejných služeb, a jejich financování má specifický charakter. Jsou proto záměrně vynechány.

**Modrá** zvýrazňuje výchozí stav jednak oproti roku před výrazným propadem, a zároveň růst ihned po propadu produkce.

**Červená** znamená výrazný nebo setrvalejší propad v produkci oproti předchozímu roku.

Tabulka 2 dále říká, že různé ekonomické činnosti rozdělené do sekcí dle klasifikace CZ-NACE byly zasaženy s rozdílnou intenzitou, a dokonce i v nestejných obdobích a po různou dobu. Souhrnně se dá konstatovat, že až na činnosti ve skupinách A, J, K a L dochází k největšímu poklesu indexů z roku 2008 na rok 2009 a jen k mírnému oživení v letech následujících. Největší rozdíly v indexech roků 2008 a 2009 lze pozorovat

u skupin B (-16,7), C (-15,4), D (-9), F (-9,6), H (-9,6), I (-9,1), M (-9,9) a N (-6). Za nejvíce postižené sektory tak lze označit „těžbu a dobývání“ a „zpracovatelský průmysl“. Na rozdíl od těžby a dobývání, kdy se index produkce meziročně ještě dále mírně snižuje<sup>17</sup>, ale zpracovatelský průmysl v následujícím roce zaznamenává docela výrazné oživení (růst o 10,2). Setrvalý pokles pak od roku 2008, respektive 2009 zaznamenává stavebnictví (F), které ve sledovaném období 2007–2012 prakticky stále klesá. Stavebnictví je kromě důsledků globální finanční krize, kdy klesají soukromé zakázky, poznamenáno i utlumenou poptávkou ze strany českého státu.<sup>18</sup> Situací v poptávce po nových stavebních projektech trpí i skupina M, protože nové stavby ani nejsou v hojné míře projektovány. Jak již bylo výše řečeno, k dramatickému propadu nedochází v sekcích J, K a L. Obzvláště sekce J (Informační a komunikační činnosti) se na základě dat obsažených v tabulce jeví jako velmi stabilní.

### 3.2.1 Situace ve zpracovatelském průmyslu

Zpracovatelský průmysl byl poměrně významně zasažen globální finanční krizí (viz výše) a je díky své charakteristice poměrně silným adeptem na využívání úvěrového / dluhopisového financování. Výrobní procesy ve zpracovatelském průmyslu zpravidla potřebují vysoký podíl stálých aktiv (budov, strojů a zařízení), které je vhodné financovat ať už vlastním nebo cizím dlouhodobým kapitálem. Konkrétní výběr zdroje závisí na dostupnosti, ceně, rizicích na finančním trhu atd. Ve zpracovatelském průmyslu působí nemálo velkých a poměrně dlouhodobě dobře etablovaných podniků. Tyto faktory tvoří předpoklady pro dlouhodobé a stabilní financování cizími zdroji. Zejména z výše uvedených důvodů je zpracovatelskému průmyslu věnována bližší pozornost. Zpracovatelský průmysl je analyzován co do podrobnějšího členění a vývoje v čase globální finanční krize. Detailnější pohled na zpracovatelský průmysl je východiskem pro výběr respondentů v rámci dotazníkového šetření v sekci CZ-NACE C.

---

<sup>17</sup> To je dáno i klesajícími světovými cenami nerostných surovin a paliv. Ty jsou jednak determinovány sníženou poptávkou, ale také zejména v USA dochází k rozvoji projektů na zpracování břidličného plynu, které následně tlačí cenu energetických surovin směrem dolů.

<sup>18</sup> Jedná se například o projekty spojené s výstavbou dálnic a rychlostních silnic, kdy vláda ČR ve snaze výrazně snížit ceny realizovaných staveb prakticky zastavuje realizaci staveb nových.

Tab. 3: Vývoj produkce v CZ-NACE C – zpracovatelský průmysl (bazický index 2010 = 100)

<b>Oddíl sekce CZ-NACE C</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Zpracovatelský průmysl</b>						
Výroba potravinářských výrobků	110,3	97,3	99,7	100,0	96,7	95,7
Výroba nápojů	140,1	140,1	111,3	100,0	102,7	98,4
Výroba textilií	130,1	111,2	96,9	100,0	103,2	101,6
Výroba oděvů	126,6	120,3	105,6	100,0	96,7	90,9
Výroba usní a souvisejících výrobků	137,7	123,4	91,4	100,0	109,7	102,2
Zpracování dřeva, výroba dřevěných, korkových, proutěných a slaměných výrobků, kromě nábytku	105,2	102,4	98,9	100,0	97,5	89,6
Výroba papíru a výrobků z papíru	108,4	103,0	95,2	100,0	101,1	100,1
Tisk a rozmnožování nahaných nosičů	115,4	118,9	98,6	100,0	106,0	102,6
Výroba koksu a rafinovaných ropných produktů	92,5	106,2	95,2	100,0	92,8	94,1
Výroba chemických látek a chemických přípravků	102,8	108,2	94,4	100,0	95,4	99,9
Výroba základních farmaceutických výrobků a farmaceutických přípravků	97,4	98,1	87,9	100,0	99,3	94,1
Výroba pryžových a plastových výrobků	109,4	106,7	95,0	100,0	106,9	104,5
Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků	132,2	128,9	101,7	100,0	102,0	97,5
Výroba základních kovů, hutní zpracování; slévárnství	108,4	113,2	82,1	100,0	105,8	97,2
Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení	127,5	113,9	85,9	100,0	105,6	104,9
Výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení	86,4	92,9	77,4	100,0	97,3	78,9
Výroba elektrických zařízení	99,3	100,5	84,5	100,0	110,7	121,9
Výroba strojů a zařízení, j.n..	113,9	121,4	87,0	100,0	110,8	112,9
Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů	92,3	91,5	81,5	100,0	121,2	122,5
Výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení	90,4	92,4	90,2	100,0	121,6	120,8
Výroba nábytku	131,3	125,6	107,4	100,0	101,7	97,9
Ostatní zpracovatelský průmysl	115,2	118,1	95,2	100,0	104,2	105,8
Opravy a instalace strojů a zařízení	89,1	91,5	103,9	100,0	108,9	102,8
<b>Celkem*</b>	<b>108,9</b>	<b>107,3</b>	<b>90,9</b>	<b>100,0</b>	<b>107,5</b>	<b>106,8</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČSÚ (Průmysl, energetika – časové řady).

Pozn.: Indexy jsou vyjádřeny k cenám roku 2010 (převzato z ČSÚ).

Tmavě šedou je zvýrazněn krizí nejvíce zasažený rok 2009, tj. rok globální finanční krize.

Výroba tabákových výrobků je vynechána – data jsou označena za důvěrná a nejsou k dispozici.

\*Čísla celkem se liší od tabulky 3.2, jelikož vycházejí z jiných zdrojů v rámci ČSÚ.

**Modrá** zvýrazňuje výchozí stav oproti roku před výrazným propadem.

**Červená** znamená výrazný propad oproti předchozímu roku (rozdíl alespoň o 5).

**Zelená** zdůrazňuje poměrně významný nárůst oproti předchozímu roku (rozdíl alespoň o 5).

Při pohledu na tabulku 3 lze konstatovat, že ani čistě v rámci CZ-NACE C, tj. zpracovatelském průmyslu, neměla finanční krize ve všech oblastech zpracovatelského průmyslu stejný dopad. Konkrétně lze vyzorovat zhruba pět nesterjně velkých skupin:

1. *Produkce podniků měřená bazickým indexem 2010 klesá z poměrně vysokých hodnot (maximální hodnota indexu vyšší než 120) a po krizovém roce 2009 spíše mírně roste, nebo stagnuje. Patří sem například výroba nápojů, výroba textilií, výroba ostatních nekovových minerálních výrobků, výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků kromě strojů a zařízení, výroba nábytku aj.*
2. *Produkce podniků klesá, tentokrát ovšem z nižších úrovní (maximální hodnota indexu do 120), zpravidla dosahuje minima v krizovém roce 2009 a následně spíše roste. Lze sem zařadit například výrobu potravinářských výrobků, atp.*
3. *Produkce podniků sice nejprve znatelně klesá, ale po dosažení minima (zpravidla v krizovém roce 2009) dochází v následujícím období k poměrně výraznému růstu na úroveň předkrizových čísel nebo dokonce na úroveň vyšší. Např. výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů, výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení.*
4. *Produkce podniků klesá prakticky po celou sledovanou dobu. Například výroba oděvů; zpracování dřeva, výroba dřevěných, korkových, proutěných a slaměných výrobků, kromě nábytku.*
5. *Produkce podniků po celé sledované období spíše roste. Viz opravy a instalace strojů a zařízení.*

První dvě skupiny jsou nejpočetnější. Poslední dvě skupiny jsou naopak nejméně početné a například u části skupiny „opravy a instalace strojů a zařízení“ lze růst připsat změněnému chování v době krize. Potenciální spotřebitelé ať už na úrovni podniků či fyzických osob svůj majetek raději opravují a udržují, než aby jej vyměnili za nový. Třetí skupina může být trochu specifická v tom směru, že těží z fiskálních opatření vlád na potlačení dopadů finanční krize do reálné ekonomiky<sup>19</sup>.

Pro účely výzkumu formou dotazníkového šetření (více k dotazníkovému šetření viz kap. 5) byly ze zpracovatelského průmyslu vybrány oddíly „Výroba potravinářských výrobků“ a „Výroba nápojů“. Jedná se o oddíly, jejichž výstup je na rozdíl od ostatních oddílů poměrně specifický, jelikož jde o potraviny. Tento statek se dá považovat

---

<sup>19</sup> Velmi byla v tehdejší době diskutována například oblast tzv. šrotovného, tj. dotacím vlády na nákup nového automobilu při vyřazení automobilu starého.

za nezbytný<sup>20</sup>. Výrobu nápojů se ale jeví vhodné zvolit i z toho důvodu, že hodnota bazického indexu dosahuje v roce 2007 v porovnání s ostatními oddíly sekce C nejvyšší hodnoty. Naproti tomu se zdá být výroba potravinářských výrobků poměrně stabilní.

Závěrem k této podkapitole lze souhrnně říci, že finanční krize dopadla na různá odvětví ekonomiky s různou intenzitou a po různě dlouhou dobu. V případě zpracovatelského průmyslu (CZ-NACE C) lze k obdobnému závěru dojít i uvnitř této skupiny. Vzhledem k této skutečnosti lze také konstatovat, že ne všechny podniky mohou i v případě dalších krizových období očekávat stejný přístup potenciálních věřitelů k poskytování dluhového podnikového financování.

---

<sup>20</sup> Samozřejmě za nezbytný statek nelze považovat všechny výstup těchto dvou skupin. Některé potraviny jako např. cukrovinky, či nápoje jako alkohol, nebo dokonce průmyslová krmiva, lze za nezbytný statek pro člověka považovat stěží.

## 4 Úvěrové a dluhopisové financování

Finanční nástroje v podobě úvěrů a dluhopisů jsou součástí dluhového trhu, který Jílek (2009, s. 207) označuje za rozhodující kategorii finančního trhu. Dluhový trh obsahuje celou řadu teoretických i praktických poznatků jak o určitých pojmech a vztazích, tak o konkrétních dluhových nástrojích. Dnešní dluhové vztahy jsou oproti těm nejstarším mnohem složitější a mnohdy také mnohem méně transparentní. S vývojem dluhových nástrojů a prostředí, ve kterém vznikají a zanikají, se mění i možnosti jejich použití. Tato kapitola se zaměřuje na soudobé fungování a koexistenci dvou velmi významných dluhových nástrojů – úvěrů a dluhopisů – se zaměřením na podnikové financování<sup>21</sup>.

Dluhopisy, úvěry a jejich koexistenci na finančním trhu jako prostředku dluhového financování se zabývá na podnikové i dalších úrovních celá řada odborných publikací. Ať už se jedná o monografie vztahující se k charakteristice a rozdělení těchto forem financování do nejrůznějších variant (např. Musílek, 2011; Rejnuš, 2014; Tirole, 2010; Brealey, 2011; Veselá, 2011; Jílek, 2009 aj.), či o odborné články zaměřující se na dluhopisové a úvěrové financování z nejrůznějších úhlů pohledu (např. Hale, 2001, 2005, Sprčić and Wilson, 2007, Machnes, 2010, Svědík a Tetřevová, 2012). Velmi častým přístupem k výzkumu dluhopisů bývá jejich správné ocenění a skladba portfolia (např. Budínský, 2013). Někteří z autorů se zabývají vlastní podstatou úvěrů a dluhopisů a motivy, jakým způsobem a zejména proč a za jakých podmínek tyto nástroje finančního trhu jejich uživatelé poptávají, respektive nabízejí. Tím se nabízí prostor pro další výzkum rozpracovaný nejen do obecných poznání, ale například i pro specifické podmínky jednotlivých národních ekonomik, či jinak definovaných regionů a ekonomických oblastí.

Podstata úvěrů i dluhopisů obecně je velmi jednoduchá a svým způsobem i velmi podobná. Jedná se externí vratný zdroj kapitálu pro podnik, kdy se dlužník (v tomto dále zkoumaném případě podnik) zavazuje vrátit zapůjčené peněžní fondy věřiteli (bance, investičnímu fondu, individuálnímu investorovi, atd.) v určitém čase, na určitém místě, za

---

<sup>21</sup> Hovoří-li se o podnikovém financování v souvislosti s dluhy, vyslovuje se Jílek (2009, s. 208–210) k tomuto tématu v celé řadě témat poměrně pesimisticky. Asi proto, že se na tuto věc dívá z pohledu bank a finančního sektoru. Jílek například tvrdí, že celá řada dluhů nebude nikdy splacena. A to ať už proto, že dlužníci vlastně dluhy ani nikdy splatit nechtěli, nebo proto, že dlužníci raději své dluhy „splácejí“ novými dluhy, anebo proto, že dlužníci berou své banky jako rukojmí a tlačí je ke stále vyšším úvěrům ve svůj prospěch.



určitou odměnu (úrok). Dalo by se teoreticky říci, a literatura to potvrzuje (Miles, 2000, s. 222), že úvěry a dluhopisy jsou vlastně, co se dluhových finančních nástrojů týče, **dokonalými substituty**. Do jaké míry tento vztah existuje v ČR, má zjistit tato disertační práce.

Velmi odlišný je ale způsob získávání těchto volných peněžních fondů. Z toho vyplývají různé motivy a preference podniků při získávání daných zdrojů. **Bankovní úvěry bývají často spojovány spíše s jedním věřitelem<sup>22</sup>**, tj. bankou, zatímco **dluhopisové financování zpravidla souvisí s rozmělněním věřitelů mezi mnoho subjektů<sup>23</sup>**. Dalším podstatným rozdílem je **monitoring dlužníka** a **renegociace** v průběhu života dluhu. V případě dluhopisů, kdy lze předpokládat větší počet menších věřitelů, jsou možnosti monitoringu a renegociace ze strany věřitelů sníženy. Dokonce dojde-li k úpadku dlužníka, existuje klauzule o kolektivní akci (CAC – Collective Action Clause). Tato klauzule říká, že v případě defaultu dlužníka, tj. emitenta bondů, může dojít při shodě většiny držitelů bondů k restrukturalizaci dluhu. Menšina věřitelů tím prakticky ztratí svou vyjednávací schopnost. Naproti tomu stojí situace věřitele jediného, což je případ spojený spíše s bankovním úvěrem. Možnost monitoringu a renegociace, kdy je silnější vyjednávací schopnost na straně věřitele, může podnik – dlužník – shledávat jako nevýhodnou. Na druhou stranu může mít pro podnik pozitivní efekt v tom směru, že na něj bude působit jako prevence proti realizaci neefektivních projektů. 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.

---

<sup>22</sup> Výjimkou je např. tzv. syndikovaný úvěr, kdy se na financování zpravidla velkého a finančně náročného projektu podílí takzvaný syndikát bank. Jedna banka je pak pověřena vedením syndikátu a de facto řídí spolupráci úvěrujících bank.

<sup>23</sup> Není ovšem výjimečná situace, kdy několik bankovních domů poskytne dohromady jeden úvěr (tzv. syndikovaný úvěr) jediné společnosti, protože jedna bankovní instituce by sama požadavek klienta nedokázala profinancovat. Na druhé straně jsou pak z pohledu dluhopisového financování samozřejmě možné situace, kdy celou emisi tohoto cenného papíru skoupí jediný investor.

Motivací, proč zkoumat vztahy úvěrů a dluhopisů, respektive postoje podniků k úvěrům a dluhopisům jsou i pravidelné zprávy a vyjádření České bankovní asociace (ČBA). Ty například obsahují úvahy o dynamice podnikových úvěrů a možných signálů pro rozvoj české ekonomiky. O potenciálním vlivu korporátních dluhopisů na tuto statistiku se ale nijak nezmiňují. Viz například elektronický newsletter magazínu Bankovníctví (Zamrazilová, 2014). Zde Zamrazilová zmiňuje rozpor mezi malým růstem úvěrů a setrvalejším oživením české ekonomiky. Závěry o stavu ekonomiky vycházející z informací o podnikových úvěrech, které z této krátké zprávy vyplývají a které mají informovat zájmovou veřejnost o dluhovém chování podniků, tím mohou být do jisté míry zkreslené.

## 4.1 Úvěrové financování

Z pohledu podniků patří úvěry mezi tradiční nástroj financování aktivit. Jsou založené na výhodě finančního zprostředkovatele (banky), který shromažďuje zpravidla drobné vklady svých klientů a tyto vklady dále v různých objemech na základě smlouvy poskytuje různým ekonomickým subjektům k profinancování jejich aktivit. Cenou za poskytnuté peněžní prostředky jsou různé poplatky spojené s administrativou a vedením úvěru do doby jeho úplného splacení a placené úroky. Díky evoluci úvěrových vztahů se vyvinuly a stále vyvíjejí různé formy úvěrů, které mají co nejlépe uspokojit jak potřeby dlužníků, tak věřitelů. Za určitou slabinu bankovních úvěrů může být vnímána vysoká regulace jejich poskytovatelů. Na druhou stranu tato regulace přispívá ke zvýšení stability a snížení rizik celého bankovního, jakož i finančního sektoru.<sup>24</sup>

Tato podkapitola se nejdříve věnuje nejrůznějším úhlům pohledu na úvěry z hlediska jejich klasifikace. Dále následuje shrnutí vývoje úvěrového financování podniků v období ovlivněném globální finanční krizí.

---

<sup>24</sup> Nutno je také poznamenat, že finanční trh je poměrně flexibilní, a tak vedle oficiálního regulovaného bankovníctví existuje i segment trhu podnikající na podobných základech, avšak funguje mimo dohled regulatorních orgánů. Této části finančního trhu se říká **šedé bankovníctví**.

### 4.1.1 Klasifikace úvěrů

Úvěry lze charakterizovat a členit z nejrůznějších úhlů pohledu. Jejich různorodé formy se vyvinuly v průběhu času díky rozličným finančním inovacím při vztahu banky a klienta, respektive věřitele a dlužníka. Přizpůsobování vychází ze základních požadavků a potřeb na dluhové financování obou stran, tj. na výnosnost/nákladovost, rizikovost a likviditu/dostupnost.

Níže uvedená klasifikace úvěrů nenabízí vyčerpávající přehled typů a druhů úvěrů. Ale stejně jako tomu bude dále v případě dluhopisů, poskytuje přehled o šíři a variabilitě tohoto finančního nástroje.

#### Úvěry z hlediska časového trvání

Úvěry je možné členit například podle doby jejich životnosti, tj. do doby jejich úplného splacení dlužníkem věřiteli. Toto členění je v praxi používáno poměrně často, neboť zachycuje dobu, po kterou musí dlužník splácet svůj závazek, což ovlivňuje jeho finanční výkonnost. Úvěry z hlediska časového trvání se člení na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé.

- *Krátkodobé* – jsou charakterizovány dobou splatnosti kratší než 1 rok. Patří sem například revolvingové či kontokorentní úvěry. Podniky je používají zejména pro překlenutí krátkodobého nesouladu v jejich cash flow. Za finanční krize se v některých případech ukázaly být rizikovými v tom směru, že podnikům bylo odmítnuto nebo alespoň omezeno další financování tímto nástrojem.
- *Střednědobé* – jejich splatnost je dána rozmezím 1 až 5 let.
- *Dlouhodobé* – jsou úvěry splatně nad 5 let.

Jak vyplývá z metodiky a prezentovaných údajů české centrální banky, tyto časové horizonty splatnosti úvěrů pro jejich kategorizaci používá i ČNB.

#### Úvěr z pohledu „banka ovládá klienta“ a „klient ovládá banku“

Zajímavý pohled na úvěrové financování podniků se nabízí z toho pohledu, kdo je ve vztahu věřitel vs. dlužník „silnějším hráčem“ (Jílek, 2009, s. 219). Spíše u malého nebo nového podniku banky vyžadují zajištění poskytnutého úvěru. Díky tomu banka méně riskuje, protože může majetek, jímž podnik ručí, zabavit a následně prodat. Tím může

svého podnikového klienta poměrně dobře ovládat. Avšak u podniků, ve kterých banka zkoumá spíše cash flow apod. a nepožaduje zajištění, se do slabší pozice může dostat právě banka. Toto se děje více u velkých a poměrně hodně zadlužených podniků. Banka v případě takového podniku riskuje vysoké ztráty a nechá si tak od svého klienta raději diktovat určité podmínky současného splácení, nebo dokonce poskytne svému klientovi záchranné úvěry nové<sup>25</sup>.

### Úvěr z pohledu zajištění

Věřitel a dlužník mezi sebou mohou sjednat úvěr, který buď je, nebo není zajištěný. Podle zvoleného druhu se pak liší rizikovost úvěry a tím pádem i náklady na něj.

- *Zajištěný* – pohledávky z úvěru jsou kryty aktivy dlužníka. To znamená, že v případě nesplácení úvěru může být pohledávka uspokojena zpeněžením zástavy. Banka v případě tohoto úvěru vstupuje do méně rizikového vztahu, a proto i poskytuje tyto druhy úvěrů s nižšími úrokovými sazbami. Zajištěné úvěry lze ještě dále členit dle charakteru zajištění, čemuž v této práci ovšem bližší pozornost věnována nebude. Za příklady zajištěných úvěrů lze uvést například hypoteční či lombardní úvěr. Tj. úvěr zajištěný zástavním právem k věci nemovité, respektive movité. Je-li úvěr zajištěn ať už například věcí movitou, nebo nemovitou, pak je vlastníkovi této věci omezeno nakládání s tímto aktivem. To některými subjekty může být i přes nižší úvěrové náklady vnímáno jako nevýhoda, a proto raději volí úvěry nezajištěné.
- *Nezajištěný* – nezajištěné úvěry jsou oproti zajištěným úvěrům co do úrokových nákladů zpravidla dražší, protože věřitel (banka) podstupuje vyšší úrokové i úvěrové riziko. Na druhou stranu není dlužník nikterak omezen v nakládání se svými aktivy, která by jinak mohl poskytnout do zástavy. Konkrétní typy nezajištěných úvěrů jsou nejčastěji různé spotřebitelské, kontokorentní, provozní atp.

Právě v oblasti krátkodobých nezajištěných úvěrů čelily v době globální finanční krize některé české podniky zhoršenému přístupu k úvěrům. (Kislingerová, 2010b, s. 174)

---

<sup>25</sup> Banky nezdědka své úvěry sekuritizují, čímž přenáší rizika na držitele cenných papírů. Při pádu podniku tak nenese ztráty banka, ale investor investující do takto sekuritizovaných cenných papírů. Tím investorem mohou být pojišťovny, penzijní fondy atp.

## Úvěr z pohledu fixace úrokové sazby

Úvěry v této kategorii se liší podle toho, zda je po celou dobu splácení úvěru úroková sazba stále stejně vysoká, nebo zda se na základě určitých podmínek mění. Tím se i mění expozice věřitele a dlužníka k úrokovému riziku. Rozlišují se tak úvěry s fixní, nebo plovoucí (floatingovou) sazbou.

- *Úvěry s fixní úrokovou sazbou* – v případě těchto úvěrů se poskytnutá úroková sazba po celou dobu splácení úvěru nemění. Při vzrůstu tržních úrokových měr je v nevýhodě banka, protože by nový úvěr mohla poskytnout s vyšší úrokovou sazbou a naopak klient v tomto případě získává, protože by si stejný úvěr při těchto nových podmínkách musel opatřit draž. V případě poklesu úrokových sazeb na trhu je tento logický vztah přesně inverzní. Za výhodu úvěru s fixní úrokovou sazbou se dá považovat ta skutečnost, že splátky jsou, alespoň v případě anuitních splátek, po celou dobu úvěru konstantní. Například podniky v tomto případě mohou lépe plánovat své cash flow.
- *Úvěry s plovoucí úrokovou sazbou* – nevýhoda, respektive úrokové riziko v podobě měnících se sazeb může být pro obě strany úvěrového vztahu do jisté míry sníženo pomocí používání úvěru s plovoucí úrokovou sazbou. Úroková sazba má kromě své pevné části i část pohyblivou (plovoucí nebo též floatingovou). Pohyblivá část je odvislá od aktuálních tržních úrokových podmínek a je vyjádřena tzv. referenční úrokovou sazbou. Jako referenční sazby se zpravidla používají mezibankovní zápůjční sazby, jejichž zkratky jsou odvislé od místa daného finančního trhu. V ČR se tak můžeme setkat s referenční sazbou PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate).<sup>26</sup> Splátky úvěru jsou tak v tomto případě proměnlivé.

V případě některých dlouhodobých úvěrů je usilováno o kombinaci výhod fixního a plovoucího určení úrokové sazby. Pak je sazba pevná jen po určitý čas, a hovoří se o tzv. době fixace úrokové sazby. Na konci doby fixace úrokové sazby je vyjednána sazba nová, která platí po následující fixační období. Počet období, po která je sazba fixována, může být za celou dobu životnosti úvěru několik.

---

<sup>26</sup> Mezi další známé referenční sazby patří například londýnský LIBOR (London Interbank Offered Rate), který se v nedávné době dostal do popředí zájmu. Některým z bank zapojených do určování LIBORu bylo totiž dokázáno úmyslné ovlivňování sazby mimo stanovená pravidla.

Existuje celá další řada dalších členění a možných pohledů na klasifikaci úvěrů (například podle způsobů jejich splácení, apod.). Vzhledem ke zkoumanému tématu je ale jejich případné komplexní uvedení spíše nedůležité. Smyslem této podkapitoly bylo demonstrovat šíři a variabilitu úvěrových nástrojů, nikoli uvést vyčerpávající výčet všech charakteristik a rozdělení. Tím je připravován prostor pro argumentaci tvrzení, že úvěr a dluhopis jsou za určitých podmínek prakticky dokonalými substituty a má smysl se dále zabývat jejich vzájemnou analýzou. Nakonec podobným způsobem, jen z pohledu dluhových cenných papírů, je dále v práci tvořena podkapitola týkající se rozdělení dluhopisů. Již nyní je možné předznamenat, že rozdělení dluhopisů podle různých charakteristik bude velmi podobné.

#### **4.1.2 Vývoj úvěrového financování nefinančních podniků v ČR v období krize**

Část práce byla v tomto směru odprezentována již ve třetí kapitole, kdy bylo podnikové úvěrové financování posuzováno v kontextu s globální finanční krizí a produkcí nefinančních podniků. Úvěry v předešlé části ale doposud nebyly podrobeny takové analýze, která je vzhledem k dostupným údajům možná a žádoucí. Důležitou charakteristikou úvěrů, jak bylo uvedeno v podkapitole 4.1.1, je rozdělení úvěrů podle doby jejich splatnosti. Vzhledem k tomu, že je vývoj úvěrů sledován v čase globální finanční krize roku 2009 a v určité časové řadě (roky 2007–2013), jeví se jako logické nyní přistoupit ke komentáři vývoje podnikových úvěrů právě z hlediska doby jejich splatnosti. Dá se totiž předpokládat, že úvěry s různou dobou splatnosti se budou ve sledovaném období vyvíjet odlišně.

Rozdělení úvěrů podle doby jejich splatnosti na krátkodobé (KD), střednědobé (SD) a dlouhodobé (DD) i v souvislosti s vývojem základní úrokové sazby v České republice uvádí následující tabulka (tab. 4).

Tab. 4: Vývoj objemu korporátních úvěrů dle doby splatnosti (v mil. Kč)

Rok	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	den	%	den	%	den	%	den	%	den	%	den	%	den	%
2T repo (datum vyhlášení; Sazba v %)	1.1.	2,50	1.1.	3,50	1.1.	2,25	1.1.	1,00	1.1.	0,75	1.1.	0,75	1.1.	<b>0,05</b>
	1.6.	2,75	<b>8.2.</b>	<b>3,75</b>	6.2.	1,75	7.5.	0,75			29.6.	0,50		
	27.7.	3,00	8.8.	3,5	11.5.	1,50					1.10.	0,25		
	31.8.	3,25	7.11.	2,75	7.8.	1,25					<b>2.11.</b>	<b>0,05</b>		
	30.11.	3,50	18.12.	2,25	17.12.	1,00								
Změna* 2T repo v daném roce (p.b.)	+1,00		<b>-1,50</b>		<b>-1,25</b>		-0,25		0,0		-0,7		0,0	
Objem DD úvěrů**	285 982,3		345 126		360 171,5		391 252,2		419 058,9		424 305,6		448 011,3	
Změna DD úvěrů	+39 553,5		+59 143,7		<b>+15 045,5</b>		+31 080,7		+27 806,7		<b>+5 246,7</b>		+23 705,7	
Objem SD úvěrů**	161 259		176 092,8		169 229,7		145 896,3		156 695,5		152 380		164 125	
Změna SD úvěrů	+8 570		+14 833,8		<b>-6 863,1</b>		<b>-23 333,4</b>		+10 799,2		-4 315,5		+11 745	
Objem KD úvěrů**	296 138,7		326 849,6		252 783,3		243 276		252 300		258 687,7		255 005,3	
Změna KD úvěrů	+60 380,8		+30 710,9		<b>-74 066,3</b>		<b>-9 507,3</b>		+9 024		+6 387,7		-3 682,4	
Objem úvěrů celkem**	743 380		848 068,4		782 184,5		780 424,5		828 054,5		835 373,3		867 141,5	
Změna úvěrů	+108 504,4		+104 688,4		<b>-65 883,9</b>		<b>-1 760</b>		+47 630		+7 318,8		+31 768,2	

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB

Pozn.: Aktuální platná základní úroková sazba ČNB je v květnu 2015 0,05 %.

DD = dlouhodobý; SD = střednědobý; KD = krátkodobý.

\* Změnou se rozumí rozdíl mezi minimem a maximem v daném roce.

\*\* Jedná se o objemy úvěrů nefinančním podnikům v mil. Kč k 31. 12. daného roku.

Z výše uvedené tabulky (tab. 4) vyplývají následující poznatky.

- **Co se krátkodobých úvěrů týče, jejich vývoj byl zasazen globální finanční krizí nejvíce.** Dá se předpokládat, že to je z důvodu financování běžného provozu a výroby podniků právě tímto druhem úvěrů. Podniky se raději snaží využívat finanční páku a daňový štít, než aby využívaly kapitál vlastní. Ještě v roce 2007 krátkodobé úvěry rostou velmi solidním tempem, přičemž v USA se už hovoří o krizi v oblasti hypotečního trhu. V roce 2008 se hypoteční krize rozšiřuje na krizi finanční a začíná nabírat na globálních celosvětových rozměrech. Krátkodobé úvěry sice na tuto skutečnost reagují klesajícím tempem růstu, ale podniky stále ještě zůstávají spíše optimistické a neutlumují svou aktivitu výrazněji. Rok 2009 je pro krátkodobé úvěry opravdu krizový, když padají cca o 74 mld. Kč. Na podniky doléhá opravdová síla globální finanční krize, kdy za prvé klesá celosvětová poptávka, a za druhé banky do jisté míry podnikům zpřísnují podmínky pro čerpání úvěrů. K menšímu poklesu v objemu KD úvěrů dochází i v roce 2010. Pokles je už

ale velmi mírný (cca -9,5 mld. Kč) a předznamenává určitou stabilizaci situace. Celková úroveň KD úvěrů v roce 2010 je přibližně rovna úrovni roku 2006. V letech 2011 a 2012 krátkodobé úvěry velmi pozvolna rostou, aby se v roce 2013 vrátily k mírnému poklesu. Tato situace naznačuje, že podniky nemají dostatek zakázek. Dále je možné, že vzhledem k tržním okolnostem do jisté míry zvažují novou strategii financování zakázek např. vlastními zdroji.

- V oblasti **střednědobých úvěrů** je již situace odlišná. Střednědobé úvěry díky své charakteristice z pohledu splatnosti nedokážou na tržní podmínky reagovat tak rychle, a proto se **vyvíjejí s určitým zpožděním oproti úvěrům krátkodobým**. Tato skutečnost je zřejmě dána tím, že střednědobé úvěry podniky zčásti využívají jak na profinancování krátkodobých, tak střednědobých zakázek, ale i investic. Střednědobé úvěry oproti krátkodobým úvěrům zaznamenávají své dno v roce 2010, kdy se dostávají dokonce pod úroveň roku 2006. V dalších letech střednědobé úvěry spíše rostou, ale výraznějšímu oživení brání následná evropská dluhová krize.
- U **dlouhodobých úvěrů** je situace zcela odlišná. **Za celé sledované období neklesají**. Mění se pouze intenzita, s jakou tyto úvěry rostou. Respektive tyto úvěry spíše rostou klesajícím tempem. V tomto případě lze ale i tak konstatovat, že rok 2009 je významný, protože oproti roku 2008 dochází k poměrně významnému poklesu růstu objemu poskytnutých úvěrů. V tomto ohledu je výrazný i rok 2012, kdy dlouhodobé úvěry rostou o pouhých 5,2 mld. Kč. To je za celé sledované období vůbec nejméně. Rozdílný vývoj dlouhodobých úvěrů oproti střednědobým a krátkodobým si lze vysvětlit povahou aktivit, které jsou dlouhodobými úvěry financovány. Dá se předpokládat, že dlouhodobé úvěry slouží k profinancování dlouhodobých investičních aktivit podniků, které mají povahu dlouhodobých strategických plánů a rozhodnutí. Proto na krátkodobé výkyvy ekonomické aktivity reagují s jinou intenzitou.

Na závěr k tabulce 4 lze poznamenat, že jak z pohledu krátkodobých, tak střednědobých, ale i dlouhodobých úvěrů je politika centrální banky v oblasti nastavení základních úrokových sazeb ve vztahu ke stimulaci úvěrové aktivity poměrně neúčinná. Podniky zřejmě potřebují jiný stimul k výraznému opětovnému zvýšení úvěrové aktivity, nebo jen



změnily strategii financování svých podnikových aktivit.<sup>27</sup> Situace o pohled na vývoj velmi blízkého substitutu úvěrů – o dluhopisy – bude ve vzájemném kontextu doplněna v kapitole 4.4.

Přínosná statistika z pohledu vývoje úvěrů co do objemu i sazeb je k dispozici pod názvem Fincentrum Hypoindex. Jedná se o statistiku poskytnutých hypotečních úvěrů. V souvislosti s vývojem úvěrového financování v ČR v období globální finanční krize je dle studie (Mačí, 2011) patrné, že banky i přes snižování úrokových sazeb Českou národní bankou byly v poskytování nových hypotečních úvěrů velmi ostražitě. To se projevovalo prakticky nulovým snižováním úrokových sazeb u hypotečních úvěrů, oproti sníženým základním úrokovým sazbám ČNB. Bohužel podobné statistiky v oblasti korporátních úvěrů dostupné nejsou.

## 4.2 Dluhopisové financování

Literatura dluhopis definuje následovně: „*Dluhopis je příslibem splacení specifikované sumy peněz k určitému datu v budoucnosti spolu s pravidelnými platbami úroků.*“ (Wilson a Fabozzi, 1996) Nebo také: „*Dluhopis je zastupitelný dlužnický cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit.*“ (Veselá, 2011). Nývtlová a Režňáková uvádí následující definici: „*Dluhopisy neboli obligace jsou cenné papíry, s nimiž je spojeno právo jejich majitelů požadovat splacení dlužné částky, která zpravidla zahrnuje jmenovitou hodnotu dluhopisu a výnosy z něj plynoucí.*“ Podnik vydává, neboli emituje dluhopisy za účel obstarání volných peněžních fondů. Tím se podnik zároveň stává dlužníkem. Investor se stává majitelem dluhopisu a tím pádem i věřitelem. Dluhopisové financování je spojeno s celou řadou aktivit od přípravy na emisi až po samotné splacení dluhopisů. Blíže k těmto aktivitám viz např. Tetřevová a Hávová (2000) nebo Ježek (2004).

---

<sup>27</sup> Nejpravděpodobnější se zdá být kombinace obou faktorů. Podniky ke svému podnikání potřebují stabilní prostředí bez finančních krizí, které podvazují poptávku po jejich výstupech. Zároveň, považují-li podniky situaci z období finanční krize za možnou opakovaní, pak trvale sníží podíl alespoň krátkodobého dluhového financování ve prospěch defenzivnější strategie. Jak uvádí Kislingerová (2010), nejzranitelnějšími se ukázaly být podniky s výrazným podílem krátkodobého dluhového financování.

Dluhopisové financování podnik nemusí realizovat čistě z důvodu získání kapitálu. Může tím sledovat i jiné zájmy jako například plynulost financování, nezávislost na bankách a jejich podmínkách, budování povědomí o podniku mezi širokou investorskou veřejností atp.

Vznik dluhopisů se váže k požadavku na obchodování s dluhy. Obchodovatelnost s dluhem na sekundárních trzích je jedna z předností dluhopisů oproti úvěrům. Znamená větší flexibilitu tohoto finančního nástroje. Ta je umocněna ještě i tím, že dluhopisy bývají obchodovány na významných sekundárních trzích s cennými papíry – burzách. Některé, nebo spíše většina obchodů s dluhopisy, jak uvádí Jílek (2009, s. 319), ale probíhá třeba jen v režimu OTC<sup>28</sup>. Obchodování s dluhem fakticky znamená střídání věřitelů. Dluhopisy mají oproti úvěrům poměrně jinou charakteristiku, i co se týče jejich splácení. Zatímco úvěry bývají většinou umořovány postupně jednotlivými splátkami, ke splácení dluhopisů dochází spíše najednou na konci jejich životnosti (tzv. maturity). V případě podniků, které využívají dluhopisy pro své financování, znamená tento aspekt jiný požadavek na podnikové finanční řízení (tzv. corporate cash management). V období splatnosti dluhopisů musí finanční management zajistit poměrně vysoký objem peněz, což může být náročným úkolem vyžadujícím značnou přípravu. Další odlišnosti úvěrů a dluhopisů vyplývají i z interakce mezi dlužníkem (emitujícím) a věřitelem. Emise dluhopisů má na rozdíl od úvěrů spíše neosobní charakter, neboť věřitelů je zpravidla více a individuální vyjednávání o podmínkách kontraktu by bylo příliš zdlouhavé a tím pádem i nákladné.

Co se historie týče, nejdříve dluhopisové financování využívaly zejména státy a jejich vlády a to především pro potřeby financování válečných konfliktů. První centrální banky ostatně vznikaly za účelem obstarávání peněz pro vládu právě třeba prostřednictvím emise dluhopisů. Nakonec i v případě České republiky jdou do prodeje vládní dluhopisy prostřednictvím české centrální banky (ČNB). Viz §26 odstavec 4 zákona č. 190/2004 Sb, o dluhopisech. Splácení vládních dluhů vyplývajících z dřívějších emisí je v době splatnosti dluhopisů mnohdy spláceno novou emisí. S postupem času se dluhopisové financování

---

<sup>28</sup> Zkratka OTC pochází z anglického Over the Counter a v češtině můžeme tyto transakce chápat jako tzv. obchody přes přepážku. Probíhají na mimoburzovním trhu bez pravidel burzy a o podmínkách obchodu je tak vyjednáváno napřímo mezi prodávajícím a kupujícím. Oproti burze jsou tyto obchody sice rizikovější, na druhou stranu dávají více volnosti vyjednávajícím stranám o podmínkách kontraktu.

prosazuje i na úrovni nižších územně správních celků a podniků. Na rozdíl od států, nebo lépe řečeno veřejného sektoru, nejsou v podnikové sféře výjimečné úpadky korporací a s tím spojené neuspokojené pohledávky věřitelů. Proto bývá odměna pro věřitele za poskytnuté peněžní fondy dlužníkům v případě korporátních dluhopisů vyšší než v případě dluhopisů státních. To souvisí s vyšším podstupovaným úvěrovým rizikem. Úroková míra vyjadřující procentuální odměnu věřiteli tak obsahuje jak bezrizikovou, tak rizikovou složku, která se v případě podniků může lišit například na základě oboru podnikání, historie, analýzy finančního zdraví apod.

V souvislosti s rozvojem informačních technologií, počítačových programů, ale i obecně s rostoucím množstvím statisticky zpracovatelných dat lze při pozitivním vývoji kapitálového trhu předpokládat rostoucí význam dluhopisového, nebo možná jen dluhového financování. To nebude až tolik závislé na osobě finančního zprostředkovatele. Respektive finanční zprostředkovatel bude automatizován. Jeho práce bude spočívat ve sběru dat od potenciálních dlužníků i věřitelů. Dlužníkům bude přiřazován určitý rating, který je rozdělí do pásem dle rizika nesplacení závazku a věřitelé následně budou z těchto rizikových variant vybírat. Klasické schéma věřitel – zprostředkovatel – dlužník zůstane zachováno, jen do jisté míry změní svou podobu.

#### 4.2.1 Klasifikace dluhopisů

Cílem této podkapitoly je demonstrovat širokou škálu dluhopisů předznamenávající pestrou využitelnost dluhopisového financování. Za dobu existence kapitálového trhu, respektive za dobu existence dluhopisů se vyvinula celá řada druhů dluhopisů s různými vlastnostmi podle potřeb jak věřitelů, tak dlužníků.

##### Dluhopisy dle typu výnosu

Toto členění je také nazýváno jako „členění dle peněžních toků“. Z titulu držby dluhopisů mohou za dobu jejich životnosti plynout výnosy. Tyto výnosy mohou být **bezкупónové**, nebo **купónové** a dají se stanovit různými způsoby. Výnosy mohou být například určeny:

- pevnou úrokovou sazbou (купónový dluhopis),

- rozdílem mezi nominální hodnotou dluhopisu a nižší emisním kurzem dluhopisu (bezkupónový dluhopis),
- slosovatelnou premií nebo premií v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu, nebo
- pohyblivou úrokovou sazbou odvozenou například z jiných úrokových sazeb či úrokových výnosů, pohybu měnových kurzů, finančních indexů či cen komodit (kupónový dluhopis).

Tuto formulaci obsahuje, a tedy i tyto druhy výnosů při držbě dluhopisů připouští český zákon o dluhopisech. Výplata kupónu pak probíhá dle předem stanovených emisních podmínek.

Jak bylo výše uvedeno, jedním z typů dluhopisů dle výnosu jsou **bezkupónové dluhopisy**. Od emise do splatnosti držitelé neplnou žádné úroky. Výnosem pro držitele dluhopisu je rozdíl mezi nominální hodnotou dluhopisu a nižší pořizovací cenou (emisní, nebo tržní na sekundárním trhu). Tento rozdíl se nazývá diskont. Využití tohoto dluhopisu je poměrně jednoduché, protože emitent nemusí po dobu životnosti dluhopisu evidovat žádné kupónové platby. Na druhou stranu musí plánovat své peněžní toky takovým způsobem, aby měl v době splatnosti dluhopisu k dispozici celou dlužnou částku. Emise tohoto druhu dluhopisů se uplatní především u krátkodobých dluhopisů, protože jsou na rozdíl od kupónových dluhopisů spojeny s vyšším rizikem. Použitelné jsou proto spíše pro podniky s vysokým ratingovým hodnocením.

Konkrétních typů **kupónových dluhopisů** je celá řada. Literatura (Jílek, 2009) uvádí například následující:

- dluhopis s pevnými úroky,
- věčný dluhopis,
- svolatelný dluhopis,
- vratný dluhopis,
- dluhopis s umořovacím fondem,
- dluhopis s proměnnými kupóny,
- dluhopis s inverzními proměnnými kupóny,
- duální dluhopis,
- aj.

Některé z těchto konkrétních typů dluhopisů jsou blíže popsány níže i s uvedením možné aplikace podnikovým managementem.

V případě **dluhopisů s pevnými úroky** dochází k výplatám kupónů vždy ve stejné výši v pravidelných intervalech; např. každé pololetí, nebo rok. V průběhu životnosti tohoto dluhopisu nedochází ke splátkám, a proto je v době splatnosti vyplacena celá jmenovitá hodnota tohoto cenného papíru.

Poměrně zvláštní formou dluhopisu je **věčný dluhopis**. Tento dluhový cenný papír nemá dobu splatnosti a touto svou charakteristikou se vymyká jednomu ze základních parametrů dluhopisů. Výnosem pro investora je pevně stanovený kupón. Emitent si může vymínit právo tento dluhopis splatit na základě opce. S emisí věčného dluhopisu se lze setkat spíše v případě států, než podniků. Mezi uživatele tohoto typu dluhového instrumentu se řadí například Velká Británie. Ta ale v podmínkách finančních trhů roku 2015 svolává některé věčné dluhopisy ke splacení, protože je to pro ni nyní výhodné.<sup>29</sup>

Dobře využitelným dluhopisem nejen pro podnikovou praxi se jeví **svolatelný dluhopis**. Jedná se o dluhopis s pevným kupónem doplněný úrokovou opcí o svolatelnosti. Svodatelnost opravňuje emitenta ke splacení dluhopisu před koncem jeho životnosti. Chce-li emitent tohoto práva využít, pak musí s předstihem o tomto úmyslu uvědomit své věřitele mající tyto dluhopisy. Vhodným okamžikem pro uskutečnění výplaty je okamžik spojený s pravidelnou výplatou kupónů. Investor v tomto případě nese vyšší riziko, protože předčasné splacení jej může připravit o budoucí kupónové platby a zároveň musí pro vrácené prostředky nečekaně hledat nové využití. Proto je kupón vyplácený u svodatelného dluhopisu vyšší, než například u dluhopisu s pevnou úrokovou sazbou. Emitent vlastně platí vyšší cenu spojenou s právem svolat a splatit dluhopisy, kdy je to pro něj výhodné. U podniků se využití tohoto typu dluhopisu nabízí například u financování investice s nepravidelným cash flow, kdy podnik může část svých závazků splatit v době, kdy investice nese zvýšené peněžní příjmy, pro které podnik v daný čas nemá následující atraktivní využití. Samozřejmě se k uplatnění opce nabízejí i okamžiky, které podnik

---

<sup>29</sup> Viz HN IHNEĎ, 2015. Británie v březnu splatí svůj zbývající dluh z první světové války. *Hospodářské Noviny iHNed* [online]. *Economia*, 2015-02-22 [vid. 2015-02-22]. Dostupný z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63545070-britanie-v-breznu-splati-svuj-zbyvajici-dluh-z-prvni-svetove-valky>. ISSN 1213-7693.

ovlivnit svou činností nemůže, jako jsou například poklesy tržních úrokových sazeb. V takovém případě je pro emitenta lepší současné dluhopisy splatit třeba novou emisí s nižším úrokovým zatížením.<sup>30</sup>

Do jisté míry opakem svolatelného dluhopisu je **dluhopis vratný**. V tomto případě je ve výhodnější pozici z pohledu možného ukončení vztahu věřitel-dlužník právě věřitel. Je tak na vlastníkově dluhopisu, zda využije či nevyužije opci opravňující proplacení dlužné částky před ukončením životnosti dluhopisu. Vhodné okamžiky jsou vlastně analogické k okamžikům jako u svolatelného dluhopisu, jen v opačné logice. Na druhou stranu emitující jednotka požaduje za tuto možnost opce pro držitele dluhopisu nižší kupónové platby.

Za poměrně srozumitelnou alternativu především k úvěrům je možné považovat **dluhopis s umořovacím fondem**. U tohoto typu dluhopisu totiž nedochází k umoření celé dlužné částky až na konci životnosti dluhopisu, ale už v průběhu doby trvání dluhového vztahu mezi emitentem a investorem respektive věřitelem a dlužníkem. Splácení jmenovité hodnoty dluhopisu probíhá podle předem určeného plánu a v podstatě znamená snižování úvěrového rizika emitenta vůči investorovi v průběhu času. Splátkový kalendář může být variabilní. Může například docházet ke splácení od samého počátku trvání dluhopisu, případně mohou být nějaký čas vypláceny kupóny a až po několika výplatách kupónů bude docházet k umořování atp. Rozmanitý přístup k umořování dluhu může být uplatňován i vzhledem k investorům, jejichž dluhopisy mají být splaceny.<sup>31</sup>

Varianta dluhopisů kopírující měnící se tržní podmínky vzhledem k tržním úrokovým sazbám se nazývá **dluhopis s proměnnými kupóny** (dluhopis s proměnlivou úrokovou sazbou). Opět dochází k pravidelným výplatám kupónů, ty ovšem nejsou vždy ve stejné výši, ale mění se v závislosti na tzv. referenční sazbě. Za tzv. referenční sazbu, od níž je při proměnlivém výnosu odvozeno úročení dluhopisu, je možné zvolit například některou ze

---

<sup>30</sup> Podobný vhodný okamžik pro refinancování dluhu spojený s nižšími úrokovými náklady může být spojený i s úsilím podniku. Tentokrát se tak na rozdíl od poklesu tržních úrokových sazeb bude jednat o interní podnikový faktor. To je případ, kdy podnik zlepší svou rizikovou pozici ať snížením zadluženosti, nebo zlepšením své výkonnosti. Úvěrové hodnocení subjektu tak bude příznivější, čehož může využít pro emisi nových dluhopisů s nižším úrokovým zatížením.

<sup>31</sup> Více viz například Jílek (2009, s. 369).

základních sazeb centrální banky, nebo sazby mezibankovního trhu typu LIBOR, PRIBOR<sup>32</sup> apod. Celková úroková míra je složena z referenční úrokové sazby a marže (např. 6M LIBOR + 2 %). Využití lze shledat jako alternativu ke krátkodobým dluhovým vztahům, které by se řídily aktuálními tržními sazbami. Místo několika krátkodobých dluhových vztahů by byl dojednáán jeden dlouhodobý, čímž by se eliminovaly několikanásobné transakční náklady.

Atraktivita jednotlivých typů výnosů je odvislá od tržních podmínek. Například stanovení pevné úrokové sazby znamená obsažení vyššího úrokového rizika, které v závislosti na vývoji tržních úrokových měr nakonec více nese buď dlužník, nebo věřitel. V prostředí proměnlivých tržních měr se zajímavou alternativou mohou stát právě dluhopisy s pohyblivou úrokovou sazbou. Dalšími alternativami jsou tzv. strukturované dluhopisy, jejichž využití si žádá poměrně solidní znalosti nejen kapitálových trhů, ale mnohdy i pokročilé znalosti matematiky.

### **Dluhopisy dle doby splatnosti**

Tradičním členěním finančních, respektive dluhových nástrojů je jejich zařazení do skupin podle doby splatnosti na dluhopisy **krátkodobé**, někdy (Radová, 2013) **střednědobé** a **dlouhodobé**. Krátkodobé dluhopisy mají splatnost do jednoho roku. Splatnost střednědobých dluhopisů se uvádí od 1 do čtyř let. Dlouhodobé dluhopisy jsou splatné za dobu delší, než je jeden rok, respektive 5 let od jejich emise. Dlouhodobým dluhopisům se také říká obligace. V České republice je v případě korporátních dluhopisů typičtější využívání dlouhodobých dluhopisů, než těch krátkodobých (viz tab. 8, s. 69). Na pražské burze BCPP (Burza cenných papírů Praha) se v roce 2013 stala prvním emitentem krátkodobých dluhopisů společnost ČEZ.<sup>33</sup>

### **Dluhopisy dle osoby emitenta**

Na členění dluhopisů je také možné nahlížet z toho pohledu, kdo je emitující osobou. Na emitující osobě závisí i předpoklad úspěšného umístění emise na trh. Jednotlivé osoby

---

<sup>32</sup> LIBOR = London Interbank Offered Rate; PRIBOR = Prague Interbank Offered rate; tj. mezibankovní záůjční sazby na příslušném trhu (Londýn nebo Praha).

<sup>33</sup> Více viz Patria online (2013).

se totiž liší mírou pravděpodobnosti nesplacení dlužné částky. Do dluhopisů podle tohoto členění se řadí:

- **Státní dluhopisy** – v tomto případě je emitentem stát, respektive vláda, která prostřednictvím emise dluhopisů financuje své aktivity, jež nedokáže pokrýt výběrem daní a ostatními veřejnými příjmy. Vláda pomocí dluhopisů pokrývá jak krátkodobý nesoulad mezi příjmy a výdaji pomocí tzv. pokladničních poukázek, tak nesoulad dlouhodobý využitím dluhopisů splatných např. za 3, 5, 10 i více let.
- **Komunální dluhopisy** – za emitující osobou se nyní nalézají nižší územně správní celky, obce a města. Slouží k uspokojení místních potřeb a lokálnímu rozvoji.
- **Bankovní dluhopis** – emitentem je banka. Dluhopisy emitované bankou mohou finančním domům sloužit k rozvoji svých služeb, k zajišťování určitých typů obchodů, jakož i k získávání prostředků ke konkrétním účelům (viz například hypoteční zástavní listy emitované bankou za účelem získání prostředků na financování hypotečních úvěrů pro své klienty).
- **Korporátní (podnikové) dluhopisy** – přístup mnohých podniků k financování podnikových aktivit pomocí tohoto nástroje je omezený. Emitentem korporátních dluhopisů jsou vzhledem k rizikovosti spíše velké bonitní podniky. S rozvojem analytických IT nástrojů a rozvoji konkurence v oblasti finančního trhu tomu tak ale nemusí být navždy. Více o použití korporátních dluhopisů a motivům jejich použití v níže uvedených kapitolách.

### **Dluhopisy dle bonity emitenta**

Toto členění je vlastně členěním dlužníků dle rizika nesplacení. Podnikové dluhopisy jsou co do bonity svých emitentů zhruba na třetím až čtvrtém místě za dluhopisy státními a dluhopisy kredibilních bank, anebo za bankou zajištěnými komunálními dluhopisy.

Dluhopisy dle bonity emitenta se dělí na:

- **investiční dluhopisy** – jedná se o dluhopisy s nízkou pravděpodobností selhání, které vzhledem ke své rizikovosti poskytují poměrně nízké zhodnocení; na ratingové škále se jejich hodnocení pohybuje v investičním pásmu; z hlediska podniků sem patří zpravidla velké stabilní společnosti s dlouhou historií nacházející se ve stabilním ekonomickém prostředí (v ČR například dluhopisy společnosti ČEZ



s ratingem Moody's A2, respektive A- dle ratingového hodnocení společnosti Standard & Poor's<sup>34</sup>);

- **prašivé dluhopisy** (tzv. junk bonds) – jsou dluhopisy nacházející se svým hodnocením v neinvestičním pásmu; za prašivé dluhopisy se považují dluhové cenné papíry podniků se zhoršenou finanční situací vzhledem ke své minulosti, nebo se mezi prašivé dluhopisy řadí dluhové cenné papíry mladých společností majících za sebou buď krátkou, nebo dokonce žádnou úvěrovou historii; oba dva druhy podniků jsou považovány za poměrně rizikové, čemuž odpovídá rating v neinvestičním pásmu ratingové škály.

Toto členění fakticky kopíruje základní rozdělení do dvou velkých skupin – investiční a neinvestiční – podle ratingových stupnic ratingových agentur.

### **Dluhopisy dle podoby**

Toto rozdělení sleduje provedení dluhopisu z pohledu materiální podoby na **materializované** a **dematerializované**.

- **Materializované** dluhopisy existují ve fyzické podobě a investoři dostávají oproti svým peněžním fondům dluhopis fyzicky.
- Naproti tomu **dematerializované** dluhopisy existují pouze v elektronické podobě jako zápisy na účtech.

### **Dluhopisy dle zajištění**

I přes již poměrně obsáhlý výčet různých členění a druhů dluhopisů výše je zde ještě zmíněno rozdělení dluhopisů dle zajištění. V rámci podnikového financování je využitelnost zajištění široká. Zajištění, respektive nezajištění pomocí aktiv (majetku) emitenta může mít vliv na cenu zapůjčených peněžních fondů pomocí dluhopisového financování. Z předchozí věty vyplývá, že z hlediska zajištění lze dluhopisy dělit na **zajištěné** a **nezajištěné**.

---

<sup>34</sup> Více viz oficiální tisková zpráva společnosti ČEZ. ČEZ, 2014. *ČEZ úspěšně stanovil cenu emise garantovaných dluhopisů vyměnitelných za akcie společnosti MOL Hungarian Oil and Gas PLC ve výši 470,2 milionů EUR splatných v roce 2017* [online]. ČEZ, a.s., 2014-01-28 [vid. 2014-12-10]. <http://www.cez.cz/cs/pro-media/tiskove-zpravy/4588.html>

- **Zajištěné dluhopisy** – jsou takové dluhopisy, kdy jsou pohledávky z titulu dluhopisového vztahu mezi emitentem a investorem kryty majetkem emitenta. Zajištění pak může být

- **pevné**, kdy jsou přesně vymezena aktiva společnosti, která kryjí závazky společnosti, a podnik se těchto aktiv nesmí zbavit;
- **proměnné**, kdy je jen dáno, že dluhopisy jsou kryty aktivy společnosti; není tedy dáno jakými konkrétně; dostane-li se podnik do úpadku, pak jsou jeho aktiva prodána a výnosy z prodeje aktiv jsou uspokojeny zajištěné dluhopisy.

Výhodou zajištěných dluhopisů pro emitenta je jejich nižší rizikovost v očích investorů a tím pádem nižší cena takto zapůjčených peněz. Výhodou pro investora je nižší podstoupené riziko, díky kterému se investor spokojí s nižšími kupóny.

- **Nezajištěné dluhopisy** – nejsou zajištěny aktivy emitenta. Oproti zajištěným dluhopisům jsou tak investory rizikovější a požadují za ně logicky vyšší kupónové platby. Na druhou stranu podnik není omezen nakládáním se svým majetkem.

Mezi zajištěné dluhopisy zde neuvedené, protože nemají přímý vztah k podnikům v nefinanční sféře, patří například hypoteční zástavní listy (známé také pod zkratkou HZL), MBS (Mortgage Backed Securities) tedy dluhových cenných papírů zajištěných peněžními toky ze splácených hypotečních úvěrů.<sup>35</sup>

### **Další možnosti klasifikace dluhopisů**

Mezi další členění patří například to, které jako sledovanou charakteristiku bere v potaz místo emise dluhopisu. Pak se jedná o dluhopisy domácí nebo mezinárodní. Mezinárodních dluhopisů je opět celá řada a jejich názvy jsou odvislé od místa a měny emise.<sup>36</sup> Z celé podkapitoly je zřejmé, že existuje široká variabilita a tím pádem využitelnost tohoto dluhového nástroje na finančním trhu. V mnohých charakteristikách a členěních se dluhopisy shodují s úvěry a tím potvrzují svou zastupitelnost.

<sup>35</sup> Mimořádně MBS byly označeny za jeden z špičkových globálních finančních krizí.

<sup>36</sup> Mezi tyto dluhopisy patří tzv. Yankee bonds, Bulldog bonds, Matilda bonds, Samurai bonds, které patří do skupiny zahraničních dluhopisů. Ale patří sem i eurodluhopisy, globální dluhopisy a další.

#### 4.2.2 Rating a jeho úloha v souvislosti s emisí dluhopisů

Riziko emitovaných dluhopisů podniku může být ohodnoceno pomocí tzv. ratingového hodnocení některou z ratingových agentur (angl. Credit Rating Agencies).<sup>37</sup> Rating může mít zásadní vliv na úspěšnost emise dluhopisů. V současnosti se každá důležitá emise prakticky neobejde bez ratingového ohodnocení, v některých případech dokonce bez dvou nezávislých známek jakožto výstupu dvou hodnotících procesů. (Vinš a Liška, 2005). Je dokonce jedním ze zkoumaných vlivů na volbu podniku mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním (viz podkapitola 4.3.2). Dobré ratingové hodnocení navíc může podniku pomoci získat bankovní úvěr s výhodnějšími podmínkami. Subjektivní hodnocení bankou je totiž upřesněno externí ratingovou agenturou a banka tak může upravit rizikovou složku úrokové sazby.

Literatura (Vinš a Liška, 2005, s. 1) uvádí definici ratingu následující formulací: *„Rating je nezávislé hodnocení, jehož cílem je zjistit, a to na základě komplexního rozboru veškerých známých rizik hodnoceného subjektu, jak je tento subjekt schopen a ochoten dostát včas a v plné výši svým splatným závazkům.“* Podobným způsobem uvádí definici ratingu i Davidová a Opravilová (2008), které vidí rating jako jednoduchou, jasnou, veřejně dostupnou a do značné míry konzistentní poskytovanou informaci o pravděpodobnosti selhání určitých dlužníků. Členové instituce IOSCO (2004, s. 4) uvažují o ratingu, navzdory jeho mnohostrannému využití, jako o nástroji, který investorům primárně pomáhá posoudit kreditní rizika, jimž čelí, když nějakým způsobem investují. Avšak např. Prouza (2005, s. 7) uvádí: *„Za rating se velmi často vydávají i hodnotící metody, které nemají s klasickým pojetím ratingu nic společného. Uživatelé takového „ratingu“ mohou být uvedeni v omyl, protože rating naprostá většina lidí chápe jako výsledek detailního analytického procesu, který s dlouhodobě prověřenou přesností předpovídá rizika hodnocené společnosti.“*

---

<sup>37</sup> Ratingové agentury se poprvé objevují na začátku 20. století v USA, kde se prudce rozvíjí kapitálový trh a zpočátku se zaměřují na tehdy lukrativní segment železniční dopravy a jím emitované obligace. Zabývaly se, jak už výše zmíněná definice ratingu předznamenává, rizikem nesplacení určitého dluhu vyplývajícího z dluhových nástrojů finančního trhu. S pokračujícím ekonomickým vývojem se na základě tržní poptávky ratingové agentury obracejí se svým hodnocením i na další tržní subjekty. V dnešní době určují rating nejen států, ale i municipalit, bank, pojišťoven, penzijních fondů, průmyslových podniků a dalších subjektů, jakož i jimi emitovaným dluhovým, případně jiným nástrojům (např. hypoteční zástavní listy, derivátové obchody, či sekuritizované cenné papíry aj.). Tím ratingové agentury v ekonomice hrají roli ekonomického nástroje, který do jisté míry zmírňuje informační asymetrii na finančních trzích. (Vinš a Liška, 2005)

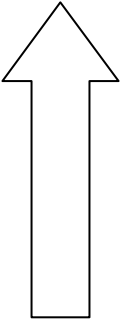
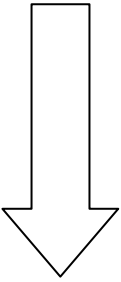
Z výše uvedeného vyplývá, že rating poskytuje více informací, přičemž primárně slouží potenciálním věřitelům – investorům pro posouzení rizik spojených s případným splácením pohledávky. Výstupem hodnocení je přidělená známka na stupnici (viz níže), která označuje pravděpodobnost včasného a úplného splnění závazků plynoucího z emise dluhopisu či jiného typu závazku.<sup>38</sup> Výhodou ratingové známky je vlastnost, že udává porovnatelnou hodnotu napříč jak jednotlivými ekonomikami, tak mezi dílčími odvětvími. Potenciální investor vidí bonitu případného dlužníka a vůbec nezáleží na tom, zda se jedná např. o farmaceutickou společnost v Kanadě, nebo strojírenský podnik v Indii. Rating totiž měří riziko celosvětově, a právě proto je jedním z nástrojů investory používaným k identifikaci podstupovaného rizika. (Vinš a Liška, 2005)

Na druhou stranu rating rozhodně nepředstavuje investiční doporučení, jelikož se nezabývá správným oceněním investičních nástrojů. Stejně tak se ani nezabývá výnosností investice, proto ani nemůže určovat správný okamžik k případnému nákupu nebo prodeji cenného papíru. Na tuto skutečnost ostatně upozorňují i samy ratingové agentury a prakticky každý příspěvek zabývající se ratingem. Viz např. Standard and Poor's (2012a) a Fitch Ratings (2012), nebo Moody's (2015). Varianty stupnic ratingových známek uvádí tabulka (Tab. 5) na další stránce.

---

<sup>38</sup> Za patřičné se na tomto místě jeví poznamenat, že rating je možné rozlišovat například z pohledu času na krátkodobý či dlouhodobý, nebo z hlediska teritoriálního na lokální a mezinárodní, jakož i z pohledu hodnocené instituce na ratingy fondů, pojišťoven, bank i organizátorů trhů s cennými papíry, tak i dalších charakteristik.

Tab. 5: Varianty ratingové tabulky pro hodnocení subjektu dle S&P, Moody's a Fitch

Stupeň	Škála			Slovní hodnocení
	S&P	Fitch	Moody's	
 <b>Investiční</b>	AAA	AAA	Aaa	Extrémně silná schopnost plnit finanční závazky. Nejvyšší hodnocení.
	AA	AA	Aa	Velmi silná schopnost plnit finanční závazky.
	A	A	A	Silná schopnost plnit finanční závazky; poněkud citlivější na nepříznivé ekonomické podmínky a změny okolností.
	BBB	BBB	Baa	Přiměřená schopnost plnit finanční závazky; s výhradou nepříznivých ekonomických podmínek.
	BBB-			Účastníky trhu považováno za nejnižší investiční stupeň.
 <b>Spekulativní</b>	BB+			Účastníky trhu považováno za nejvyšší spekulativní stupeň.
	BB	BB	Ba	Méně zranitelný subjekt; v nejbližší době ale může čelit vážným nejistotám nežádoucích podnikatelských, finančních a ekonomických podmínek.
	B	B	B	Náchylnější k nepříznivým obchodním, finančním a hospodářským podmínkám; v současné době ale má schopnost plnit finanční závazky.
	CCC	CCC	Caa	V současné době subjekt zranitelný a závislý na příznivých obchodních, finančních a ekonomických podmínkách k plnění finanční závazků.
	CC	CC	Ca	Velmi zranitelný; k defaultu ještě nedošlo, ale očekává se s virtuální jistotou.
	C	C	C	V současné době velmi vysoké riziko nesplacení. Konečné zotavení se očekává nižší než u lépe hodnocených obligací.
	D	D DD DDD		Prodlení s platbami vyplývající z finančního závazku nebo porušení implicitního slibu; také použito v případě, kdy byl podán návrh na prohlášení konkursu, nebo bylo učiněno podobné opatření.

Zdroj: vlastní zpracování na základě STANDARD AND POOR'S (2014); Moody's (2009, s. 9); Veselá (2011, s. 260).

Pozn.: Ratingy AA až CCC u S&P mohou být modifikovány doplněním symbolů plus (+) a minus (-) k poukázání na relativní postavení v rámci hlavních ratingových kategorií. U Moody's se místo plus a minus používá značení 1 až 3, kde 1 je lepší než 2 respektive 3.

Tabulka 5 obsahuje ratingové stupnice tří nejvýznamnějších světových ratingových agentur – Standard and Poor’s (S&P), Moody’s Investors Service (Moody’s) a Fitch Ratings (Fitch). Tabulka se dělí do dvou základních skupin – investiční a spekulativní. S&P rozlišuje investiční pásmo známkami AAA až BBB-. Spekulativní pásmo je ohraničeno známkami BB+ až D. Nejvyšším ratingem je v tomto případě investiční rating AAA, kdy je kapacita hodnoceného subjektu nebo nástroje pro splnění finančních závazků velmi silná. Nejnižší ratingovou známkou je potom hodnocení D, kdy hodnocený subjekt prakticky jistě nedostojí svým závazkům.<sup>39</sup> Z tabulky 5 je zřejmé, že tři největší ratingové agentury s celosvětovou působností a dlouhou tradicí<sup>40</sup> používají prakticky shodnou ratingovou škálu. Ve značení známek se oproti dvěma ostatním liší hlavně Moody’s, která využívá v systému známkování kombinaci písmen a číslic. Nejvyšším ratingem od Moody’s je známka „Aaa”.

Z pohledu podnikových financí jsou v případě hodnocení podniku a stanovení jeho ratingu možné určité přístupy a pohledy. Jedním z nich je **vyžádané** a **nevyžádané** hodnocení, kdy hodnocená jednotka má, nebo nemá přístup k hodnocení. (Jílek, 2009)

- **Vyžádané hodnocení** – *hodnocení je vypracováno na objednávku emitujícího subjektu. Ten také za tuto službu platí, protože se jedná o službu ratingové agentury pro svého zákazníka. Motivací emitenta pro zaplacení si této služby jsou potenciálně nižší náklady na dluhové financování. Dále v práci je také zdůrazněno, že ratingové hodnocení je také jedním z faktorů, zda podnik bude spíše vydávat dluhopisy, či poptávat úvěry. Vyžádané ratingové hodnocení není možné zaměňovat s auditem.*
- **Nevyžádané hodnocení** – *může mít dvě podoby. Buď si takové hodnocení objedná potenciální investor (věřitel), který vypracování ratingového ohodnocení platí, nebo ratingové ohodnocení vypracuje ratingová agentura sama z vlastní vůle. Vypracuje-li ratingová agentura hodnocení sama od sebe, pak jej buď i sama zveřejní, nebo jej prodává potenciálním zájemcům. Nedobrovolné hodnocení může být také strategií ratingové agentury, jak navázat kontakt s novým potenciálním*

---

<sup>39</sup> V tom případě se jedná o tzv. default úvěrovaného subjektu.

<sup>40</sup> Jedná se o Standard and Poor’s (počátky kolem 1860, Henry Varnum Poor, USA; 1941 fúze a vznik S&P), Fitch Ratings (zal. 1913 Johnem Knowlesem Fitchem v New York City, USA) a Moody’s Investors Service (zal. 1914 Johnem Moodym v USA).

*zájemcem o vyžádané hodnocení. Vzhledem k tomu, že při nevyžádaném hodnocení se ratingové agentury nemohou dostat ke všem potřebným informacím, je vypovídací schopnost takového ratingu omezená, avšak i tak může dostat nevyžádaně hodnocený subjekt do potíží.*

Jílek (2009) uvádí vyšší využití vyžádaného hodnocení nad nevyžádaným.

U podniků se zpravidla hodnotí jeho velikost, objem dluhů vzhledem k financování všech činností, podíl dluhu respektive úrokových plateb na zisku, velikost peněžních toků, atd. Jsou hodnoceny ale i hlediska kvalitativní jako např. ekonomické prostředí, ve kterém hodnocený podnik působí. Literatura (Vinš a Liška, 2005) dále uvádí, že se rating v rámci svého hodnocení nezabývá některými druhy rizik, jako např. změnami úrokových sazeb.

Výsledná známka podniku může být vyšší než hodnocení dané země (Jílek, 2009). To platí zejména u velkých společností působících mezinárodně. Jiné zdroje (Nývltová a Režňáková, 2007, s. 176) ale uvádí, že: „...ratingové hodnocení žádného podniku nemůže být lepší než ratingové hodnocení země, ve který se daný subjekt nachází.“ Z uvedeného vyplývá, že významnou roli v ratingovém ohodnocení zaujímá teritoriální riziko.

Tab. 6: Ratingové hodnocení České republiky k 1. 6. 2015

<b>Ratingová agentura</b>	<b>Ratingová známka</b>
S&P	AA-
Fitch	A+
Moody's	A1

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB, 2015

Z tabulky 6 je patrné, že dle hodnocení tří nejrenomovanějších ratingových agentur se rating České republiky nachází v investičním pásmu ratingových stupnic. Pro většinu českých společností je na základě výše uvedeného toto ratingové ohodnocení pravděpodobně stropem.

Tab. 7: Ratingové hodnocení vybraných podniků působících v ČR

Společnost	Ratingová známka k měsíci a roku
Vojenské lesy a statky, s.p.	Aaa.cz (Moody's), 01/2015*
ČEZ, a.s.	A- (S&P), 12/2014; A2 (Moody's), 04/2015
České dráhy	Baa3 (Moody's), 05/2014
AVG	BB (S&P), 09/2014
ČEPS	A2 (Moody's), 07/2014
RWE**	BBB+ (S&P), 04/2015; Baa1 (Moody's), 12/2014

Zdroj: vlastní zpracování dle webových informací jednotlivých společností

\* Doplněk „.cz“ u ratingového hodnocení Aaa u Vojenských lesů a statků znamená, že se jedná o regionální rating na území České republiky.

\*\* Jedná se o hodnocení mateřské společnosti, která zpravidla zajišťuje financování celé skupiny.

Tabulka 7 byla vytvořena na základě vyhledávání pomocí internetového vyhledávače Google se zadáním klíčových slov „ratingové hodnocení“, „ratingové hodnocení společností“ v červnu 2015. Z tabulky 7 je zřejmé, že jen málo českých nefinančních společností ratingové hodnocení využívá a dobře jej komunikuje na svých internetových stránkách.<sup>41</sup> Společnost RWE byla vyhledána cíleně, nikoli pomocí uvedených klíčových slov. RWE je významným konkurentem společnosti ČEZ na českém trhu s energiemi. Jak ČEZ, tak RWE komunikují své ratingové hodnocení na webových stránkách přehledně. Společná charakteristika všech podniků je ta, že se jedná o velké podniky. Charakteristická je i vysoká hodnota stálých aktiv.

### 4.2.3 Vývoj na trhu dluhopisů

Rozvoj trhu korporátních dluhopisů v České republice je nejdříve vhodné posoudit v kontextu rozvoje kapitálového trhu na českém území jako celku. Jeho moderní počátky sahají do 90. let minulého století, které ovšem s odstupem času nevyznívají pro český kapitálový trh zcela příznivě.

<sup>41</sup> Nejčastěji vyhledané odkazy směřovaly na rating České republiky, ratingy krajů a některých měst a v neposlední řadě na ratingy bank (zejména Komerční banky, ČSOB a České spořitelny).



## Vývoj kapitálového trhu v ČR

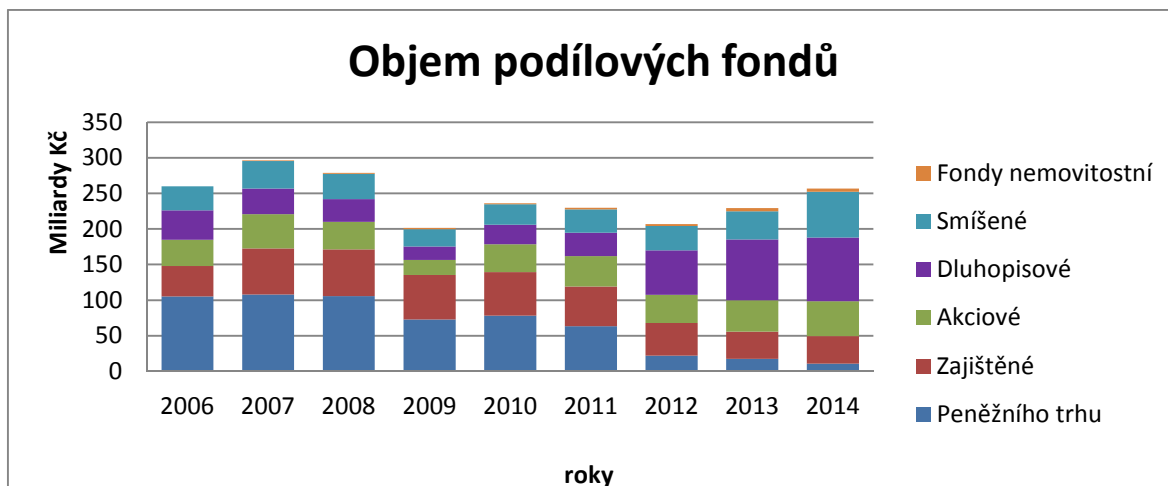
Díky legislativně, ale i institucionálně zcela nevyspělému, mírněji řečeno teprve rodícímu se prostředí, docházelo k řadě nepříznivých situací. Ty negativně ovlivnily zkušenosti s kapitálovým trhem jak na straně subjektů poptávajících volné peněžní fondy, tak zejména na straně drobných investorů. Mimo jiné nebyla dostatečně právně upravena ochrana investorů a společnost poměrně negativně vnímala v jejích očích ne zcela vydařenou privatizaci státních podniků formou kuponové privatizace (Meluzín a Zinecker, 2009). Období transformace ekonomiky z centrálně plánované na tržní s sebou neslo celou řadu úpadků a zániků společností, což obecně rozvoji kapitálového trhu rovněž nijak neprospívá. Navíc ve druhé polovině 90. let byla situace na trhu s bankovními úvěry podnikům natolik nepříznivá, že znamenala krizi v bankovním sektoru a následně docházelo k jeho konsolidaci vrcholící pádem jedné z největších bank v ČR té doby – Investiční a poštovní banky (IPB).<sup>42</sup>

Jak uvádí například Ježek (2004), Meluzín (2009), Miloš (2004), či Sprčić a Wilson (2007), je v současné době, respektive byl již v době poměrně nedávno minulé, kapitálový trh v České republice trhem fungujícím. Zejména emise vládních dluhopisů ČR a emise některých velkých společností (např. ČEZ) toho byly důkazem. Avšak dle jedné z předkrizových zpráv Českého statistického úřadu (ČSÚ) byl poměrně málo využívaným (Dubská, 2009). Kapitálový trh v ČR disponuje dostatečnými institucemi i nástroji (např. fungující obchodní ujednání, zúčtovací a vypořádací systém, aktivní účastníci na trhu v podobě bank, investičních a penzijních fondů, pojišťoven apod., adekvátní právní rámec, právní ochrana investorů, atd.) a naopak není ovlivněn zásadními bariérami pro vstup subjektů jak na straně poptávky, tak na straně nabídky volných peněžních fondů.

O pozitivním rozvoji a rostoucím významu kapitálového trhu v ČR svědčí data z Asociace pro kapitálový trh ČR (AKAT ČR). Viz údaje o vývoji objemu podílových fondů na následujícím obrázku (Obr. 2).

---

<sup>42</sup> Více viz např. zde: [http://ekonomika.idnes.cz/analyza-za-ipb-zaplati-i-dnesni-deti-d6y-/ekonomika.aspx?c=A060319\\_203529\\_ekonomika\\_zra](http://ekonomika.idnes.cz/analyza-za-ipb-zaplati-i-dnesni-deti-d6y-/ekonomika.aspx?c=A060319_203529_ekonomika_zra)



Obr. 2: Vývoj objemu podílových fondů v ČR v letech 2006–2014 (v mld. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv AKAT ČR.

Z obrázku je zřejmý nejprve celkový pokles objemů finančních prostředků alokovaných v podílových fondech (nejvíce rok 2009), který je možné zdůvodnit dopady globální finanční krize. Po následném oživení dochází ke druhé kontrakci, kterou je tentokrát možné vysvětlit dluhovou krizí v eurozóně. Od roku 2012 objem prostředků v podílových fondech znovu roste. Dále je patrný vliv vývoje nastavení základní úrokové míry českou centrální bankou v ČR. Od roku 2006 až do roku 2010 respektive 2011 je vidět poměrně výrazný podíl fondů peněžního trhu, který je nejkonzervativnějším. V těchto fondech nehrozí příliš velké ztráty ani při výraznějších výkyvech trhů. Tomu odpovídá i jejich nízká výnosnost. Z obrázku je ale pozorovatelné, že oblíbenost těchto nejkonzervativnějších fondů s odezněním vlivů globální finanční krize a snižujícími se základními úrokovými sazbami<sup>43</sup> klesá.

Tím získávají především fondy o něco rizikovější, které ale v porovnání s fondy peněžního trhu i v období nízkých úrokových sazeb dokážou přinést vyšší výnos se stále ještě poměrně přijatelným rizikem. **Mezi lety 2011 a 2012 získávají větší podíl na trhu fondy dluhopisové** zejména na úkor fondů peněžního trhu. **Od roku 2011 je nárůst prostředků alokovaných v dluhopisových fondech značný** (viz obr. 2 – fialová barva).

<sup>43</sup> Pro připomenutí je základní úroková sazba v ČR (2T repo) od 2. 11. 2012 na úrovni 0,05 %. Stav k 1. 6. 2015 trvá.

**Rostoucí oblíbenost dluhopisových fondů může být dalším ze stimulů pro určitou skupinu podniků v České republice, proč začít vydávat dluhopisy za účelem získávání externího dluhového kapitálu místo úvěrů.** Za podmínek, že to ovšem bude pro tyto podniky alespoň elementárně ekonomicky nebo strategicky výhodné. Jak již bylo řečeno, cílem emise dluhopisů nemusí být jen získání peněžních prostředků, ale i zviditelnění podniku na veřejnosti, získání nezávislosti na bance, atp.

### **Vývoj dluhopisového financování v ČR**

Dluhopisové financování je v České republice regulováno zejména zákonem č. 190/2004 Sb., o dluhopisech ve znění pozdějších předpisů. Dle novely tohoto zákona z roku 2014, která nabyla účinnosti v srpnu toho roku zákonem č. 137/2014, je definice dluhopisu následující: *„Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, vydaný podle českého práva, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu (dále jen „emisní podmínky“).*“ Zákon dále uvádí, že všechny dluhopisy jsou zastupitelné. Z výše uvedené definice je patrné, že emituje-li podnik dluhopisy, pak pomocí nich získává cizí zdroje. Tyto získané zdroje jsou ze zákona vratné v určitém okamžiku. Legislativní úprava a její změny mají samozřejmě na využívání dluhopisů významný vliv.

Po stručné analýze vývoje českého kapitálového trhu jako takového a uvedení definice dluhopisů dle české právní úpravy se pozornost práce zaměřuje na samotný vývoj dluhopisového financování podniků korporátními dluhopisy. Je analyzováno časové období od roku 2001 v případě Burzy cenných papírů Praha (BCPP) a od roku 2006 v případě emise korporátních dluhopisů dle statistik shromažďovaných Českou národní bankou (ČNB) za celou Českou republiku.

Právě při pohledu na tyto 2 datové soubory (viz níže tab. 8 a 9) lze získat rozdílnou představu a informace o vývoji využívání korporátních dluhopisů v ČR a přístupu podniků k emisím dluhopisů. Vývoj v čase v oblasti emise korporátních, ale i státních dluhopisů na BCPP je zachycen v níže uvedené tabulce (tab. 8). Využití korporátních dluhopisů dle statistik ČNB je uvedeno v tabulce (tab. 9).

Na první pohled zřejmou nevýhodou je nestejně dlouhé pozorované období, které se překrývá jen v letech 2006–2014. Tato skutečnost je dána především tím, že ČNB poskytuje statistiku emise korporátních dluhopisů až od roku 2006. I to, že ČNB začala tuto statistiku sledovat a uveřejňovat, ale naznačuje rostoucí význam dluhopisového financování podniků v české ekonomice.

Tabulka dle dat BCPP (tab. 8) poskytuje dva rozdílné pohledy na situaci podnikových dluhopisů emitovaných nefinanční sférou. **Co se celkových zobchodovaných objemů týče**, je možné od roku 2001 pozorovat spíše klesající trend. V kontextu okolních událostí se jeví jako zajímavé roky 2004 respektive 2005 a roky 2009 a 2012. Rok 2004 byl rokem, kdy vstupuje v platnost zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. Zároveň ČR vstupuje do EU. To obecně finanční trhy hodnotily jako snížení rizikovosti lokálního trhu ČR. Podniky tím získaly nové nákladově zajímavé možnosti získávání kapitálu nejen v tuzemsku, ale i na zahraničních trzích. S tím koresponduje rok 2005, který je posledním obdobím, kdy dochází k výraznému propadu objemů obchodu o desítky miliard Kč. Konkrétně se jedná o pokles o 31,38 mld. Kč (-70,03 %) oproti roku 2004. V následujících letech dochází k dalšímu pozvolnému poklesu. Rok 2009 je obdobím, kdy se v reálné ekonomice naplno projevují dopady globální finanční krize. A zároveň je obdobím, kdy si podniky stěžují na nedostupnost úvěrů ze strany bank. Objem obchodů roste o 9,19 mld. Kč (nárůst 178,10 %) oproti roku 2008.

Tab. 8: Vývoj objemu obchodů a počtu emisí dluhopisů na Burze cenných papírů Praha v letech 2001–2014

ROK	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Celkový objem obchodů (v mld. Kč)</b>	1 858,38	1 595,67	1 110,10	692,48	533,24	598,92	508,86	643,15	585,71	529,91	628,02	594,21	1,93	8,23
Z toho veřejný sektor	1 361,32	1 329,66	972,74	590,01	477,59	538,81	434,03	616,75	555,23	511,19	606,42	566,03	0,00	0,00
Z toho soukromý finanční sektor	307,41	145,08	75,34	57,66	42,22	47,46	66,71	21,25	16,12	12,67	17,79	18,74	0,00	0,00
<i>Z toho soukromý podnikový sektor</i>	<i>189,65</i>	<i>120,93</i>	<i>62,02</i>	<i>44,81</i>	<i>13,43</i>	<i>12,65</i>	<i>8,12</i>	<i>5,16</i>	<i>14,35</i>	<i>5,16</i>	<i>3,62</i>	<i>9,44</i>	<i>1,93</i>	<i>8,23</i>
<b>Celkový počet emisí</b>	84	74	81	79	96	110	132	121	116	106	95	98	110	116
Z toho veřejný sektor					16	17	19	19	20	22	21	20	21	24
Z toho soukromý finanční sektor					61	73	92	85	77	68	59	51	57	54
<i>Z toho soukromý podnikový sektor</i>					<i>19</i>	<i>20</i>	<i>21</i>	<i>17</i>	<i>19</i>	<i>16</i>	<i>15</i>	<i>27</i>	<i>32</i>	<i>38</i>

Zdroj: vlastní zpracování dle statistických ročenek BCPP za rok 2011, 2013 a 2014.

Tab. 9: Vývoj objemu emise dluhopisů v sektoru nefinančních podniků dle ČNB – databáze časových řad ARAD (v mil. Kč)

Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Dlouhodobé dluhopisy</b>	92 525,5	75 469,71	81 898,3	129 715,7	172 556,2	198 696,5	278 916,3	310 464,7	340 368,91
absolutní meziroč. změna		-17 055,8	6 428,62	47 817,4	42 840,45	26 140,33	80 219,76	31 548,39	29 904,25
relativní meziroč. změna		-18,43 %	8,52 %	58,39 %	33,03 %	15,15 %	40,37 %	11,31 %	9,63 %
<b>Krátkodobé dluhopisy</b>	0	0	0	0	0	0	0	274,25	0
absolutní meziroč. změna		0	0	0	0	0	0	274,25	-274,25
<b>Suma dluhopisů</b>	92 525,5	75 469,71	81 898,3	129 715,7	172 556,2	198 696,5	278 916,3	310 738,9	340 368,91
absolut. meziroč. změna	-	-17 055,8	6 428,62	47 817,4	42 840,45	26 140,33	80 219,76	31 822,64	29 904,25
relativní meziroč. změna	-	-18,43 %	8,52 %	58,39 %	33,03 %	15,15 %	40,37 %	11,41 %	9,63 %

Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČNB. Databáze časových řad ARAD, 2015.

Pozn.: v případě krátkodobých dluhopisů nemá smysl relativní meziroční změny počítat.

**Z pohledu počtu emisí soukromého podnikového sektoru** je situace poněkud odlišná. Mezi lety 2005–2011 se počet emisí pohybuje v docela úzkém rozpětí mezi 15 a 21 emisemi za rok, přičemž ve čtyřech letech z devíti pozorovaných je toto rozpětí dokonce 19–21 emisí. V letech 2012 a 2013 ale dochází k poměrně výrazné změně, kdy je realizováno 27, respektive 32 emisí. V roce 2014 počet emisí narostl na 38.

Souhrnně lze k situaci na BCPP říci, že zatímco objem obchodů klesá nebo stagnuje, jejich počet naopak roste. V kontextu s rozvojem kapitálového trhu je tato informace spíše pozitivní. Více podniků si totiž osvojilo funkce dalšího možného nástroje financování a mohou být méně závislé na bankovním sektoru.

Při pohledu na tabulku 9 je situace na trhu s korporátními dluhopisy ještě více optimistická, než při pohledu na data z výročních zpráv BCPP (tab. 8). Po poměrně výrazném propadu z roku 2006 na rok 2007 (-18,43 %) se objem celkově emitovaných podnikových dluhopisů odráží ode dna a po celé další sledované období setrvale roste s proměnlivou mírou intenzity. **Výjimečnými jsou roky 2009 (+58,39 %) a 2012 (+40,37 %).** V těchto letech zvýšená aktivita celého korporátně-dluhopisového trhu koresponduje se zvýšenou aktivitou na BCPP.

Co se časové struktury týče, je z téže tabulky (tab. 9) zřejmé, že podniky využívají dluhopisů jako dlouhodobého nástroje financování. První výjimkou je rok 2013.<sup>44</sup> Je-li možné dluhopisy považovat za substituty k úvěrům, pak alespoň v případě českého prostředí může platit, že k těm dlouhodobým. Proto je i v podkapitole (4.4) porovnávající přístupy k úvěrovému a dluhopisovému financování zařazena tabulka 10 s vývojem objemů podnikových úvěrů a podnikových dluhopisů. K ní je připojena stručná komparace vývoje dlouhodobého úvěrového a dluhopisového financování.

Na závěr lze při souhrnném pohledu na výše uvedené tabulky 8 a 9 konstatovat, že celkově je český trh s korporátními dluhopisy ve sledovaném období rostoucí. Pokles objemu emisí na BCPP je pouze odrazem určitého vývoje tržního podílu burzy na celkově emitovaných podnikových dluhopisech. Zdá se, že podniky si osvojují nový nástroj pro financování

---

<sup>44</sup> To se jednalo o emisi krátkodobých dluhopisů společnosti ČEZ. Zároveň se jednalo o historicky první emisi krátkodobých korporátních dluhopisů (angl. commercial papers) na BCPP. (Patria Online, 2013)

svých podnikových aktivit. Jednou z příčin může být právě v této práci zmiňovaná globální finanční krize.

### **4.3 Teoreticko-metodologická východiska volby podniku mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním**

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. Cílem této kapitoly je provést literární rešerši věnující se této problematice na základě různých přístupů.

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“<sup>45</sup> a „vyšší administrativní náročnost“ u dluhopisů (viz např. Kislíngrová, 2010a, s. 590, nebo Tetřevová, 1999), řadit:

- volba z pohledu rizikivosti podniků a nákladů monitoringu pro věřitele,
- volba z pohledu přístupu k úvěrovému ratingu podniků,
- volba z pohledu celkové ekonomické vyspělosti země,
- volba z pohledu velikosti respektive životního cyklu podniku,
- volba z pohledu komunikace podniků s investorskou veřejností,
- volba z pohledu podmínek úvěrové smlouvy.

Právě z výše uvedeného výčtu nejčastěji zmiňovaných přístupů podnikových financí k volbě mezi úvěry a dluhopisy, od kterých se odvíjí dostupnost a cena těchto dvou dluhových instrumentů, vychází následující subkapitoly.

---

<sup>45</sup> 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.

### 4.3.1 Volba z pohledu rizikovosti podniků a nákladů monitoringu pro věřitele

Volbou variant mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním se zabývá například práce Hale (2001), která dává dohromady jak motivy poptávajících volné peněžní fondy (podniky), tak stranu nabízející (banky) v kontextu s asymetrickými informacemi na případě mezinárodních trhů.

Tato práce (Hale, 2001) uvádí, že **podniky s nimiž jsou spojena větší úvěrová rizika**, nebudou schopny získat úvěr od bankovních domů (banky by měly příliš vysoké náklady na monitoring), a tak **budou emitovat tzv. „junk bonds“**<sup>46</sup> (tj. „prašivé dluhopisy“) i za cenu vyšších nákladů na získání volných peněžních fondů. Na druhou stranu **podniky s malými riziky** pro investory **budou emitovat dluhopisy s „investment grade“**, neboli s investičním stupněm. Jak uvádí Hale (2001), jejich monitoring ani nemusí být prováděn. U těchto podniků výhody z finančního úvěrového zprostředkování nepřevýší výhody, které jim nabízí emise dluhopisů. **Podniky nacházející se z pohledu rizik někde mezi** těmito dvěma stranami **budou raději poptávat úvěry**. Dluhopisové financování by pro ně bylo nákladnější a za normálních okolností je pro ně méně výhodné. Zároveň jsou v tomto případě bankou vynaložené náklady na monitoring dlužníka vynaloženy neefektivněji.

K podobným závěrům jako Hale dochází i Arena (2011). Hale (2001) dále dodává, že podniky, s nimiž jsou spojena příliš velká rizika, se ať už úvěry nebo dluhopisy nebudou schopny financovat vůbec a budou z tohoto segmentu trhu vyloučeny. Takové podniky musí hledat zcela jiné způsoby financování<sup>47</sup>.

Výše popsané zjištění je graficky zachyceno na níže uvedeném obrázku (Obr. 3).

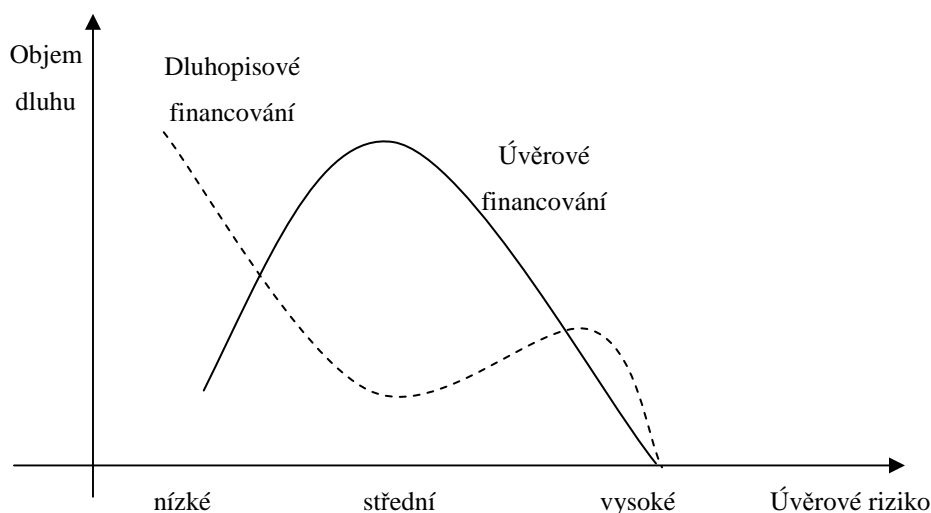
Na vertikální ose je měřen objem získávaného kapitálu. Na horizontální ose je měřena míra rizikovosti podniku (myšleno riziko nesplácení jeho dluhových závazků). Ostatní vztahy vycházejí z výše popsaných závěrů výzkumu Hale (2001). Obrázek předpokládá, že při jakékoli míře rizika (vysoké, střední, i nízké) bude podnik vždy v rámci diverzifikace

<sup>46</sup> Jiný anglický termín je také „high-yield bonds“. Dle ratingových stupnic se jedná o dluhopisy s ratingem nižším než BBB (S&P), respektive Baa (Moody's). Viz varianta ratingové tabulky v podkapitole 3.2.1.

<sup>47</sup> Nabízí se například rizikový a rozvojový kapitál.



svých zdrojů financování, alespoň částečně buď poptávat úvěry, nebo nabízet dluhopisy. Výjimkou by byl pouze výše zmíněný vztah, že by byl podnik pro banku natolik rizikový, že by mu odmítla poskytnout úvěr. A takový podnik by v tom případě musel volit pouze emisi prašivých dluhopisů (při abstrahování od jiných forem financování).



Obr. 3: Vztah mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním v závislosti na rizikovosti podniku

Zdroj: vlastní na základě popsané studie Hale (2001)

#### 4.3.2 Volba z pohledu přístupu k úvěrovému ratingu podniků

K obdobným jako výše uvedeným závěrům dochází i další studie (Machnes, 2010). Ta je sice na první pohled zaměřena jiným směrem, ale při hlubší úvaze lze mezi výsledky s výše uvedenou prací (Hale, 2001) najít určitý shodující se průnik ohledně učiněných závěrů. Machnesova (2010) práce sleduje vývoj na lokálním trhu (Izrael) v oblasti dluhopisového financování podniků v souvislosti se zveřejňováním ratingů firemních dluhopisů. Tamní společnosti s průměrnou kvalitou dluhu raději nenechávají své ratingy ratingové agentury zveřejnit. Učinily by tak jen v tom případě, kdyby věřily, že jim to přinese snížené náklady na dluhové financování. Lze tak předpokládat, že průměrně kvalitní společnosti budou poptávat více úvěrů než emitovat dluhopisy.

K Machnesově studii lze doplnit poznatek Tetřevové (1999), která prezentuje pohled na toto téma z pohledu nákladů emise podnikových dluhopisů. Ta dělí náklady emise na

„náklady vydání emise“ a „náklady životnosti emise“. Rating emise má z pohledu těchto dvou kategorií nákladů dva protichůdné efekty. Přidělení ratingu sice zvýší náklady na vydání emise, ale na druhou stranu při pozitivním výsledku ratingu vyhotoveného renomovanou ratingovou agenturou sníží náklady životnosti emise.

Cennou informací pro podniky při přisuzování důležitosti ratingu pro investory lze shledat také ve studii Užíka a Šoltése (2009), kteří zkoumali, jakým způsobem reaguje kapitálový trh na změny ratingu. Jejich práce se zaměřuje na německý, český a slovenský kapitálový trh. Tito autoři došli k závěru, že na změny ratingu kapitálový trh reaguje, kdy síla, rychlost a intenzita reakce se mění jednak při zlepšení či zhoršení ratingu, ale i podle trhů, na kterých se cenné papíry zkoumaných společností obchodovaly. Užík a Šoltés dále na základě svých výsledků zdůrazňují nutnost sledování cizího kapitálu v rámci řízení kapitálových nákladů společnosti.

### **4.3.3 Volba z pohledu celkové ekonomické vyspělosti země**

Z jiného úhlu se dívají na volbu mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním podniků například Sprčić a Wilson (2007). I na základě dřívějších studií spojují Sprčić a Wilson volbu mezi těmito dvěma dluhovými nástroji s celkovou ekonomickou vyspělostí dané země. Mezi základní prvky fungujícího trhu s korporátními dluhopisy řadí rozvinutý trh s dluhopisy státními, dále vztahy mezi bankovním a podnikovým sektorem, a celkovou úroveň zákonů a pravidel regulujících finanční sektor a poskytujících ochranu investorovi. Výše uvedené je ve shodě s prací Miloše (2004).

Níže uvedené schéma (obr. 4) autorů Yoshitomiho a Shiraie zachycuje základní vztahy z jejich studie (2001, s. 32). Tato práce se snaží poukázat na celkové okolnosti ohledně toho, zda podnik bude pro své financování využívat bankovního nástroje (úvěrů), nebo nástroje kapitálového trhu s cennými papíry, tj. dluhopisů. Obrázek 4 je rozdělen do dvou částí na rozvíjející se ekonomiky (levý sloupec) a rozvinuté ekonomiky (pravý sloupec). Dále jsou sledovány charakteristiky „vlastnosti investorů a dlužníků“, míra „asymetrie informací“ na trhu a následně zvolený nástroj financování.

ROZVÍJEJÍCÍ SE EKONOMIKY	ROZVINUTÉ EKONOMIKY
<b>Vlastnosti investorů a dlužníků</b>	
Nízko příjmoví a omezená akumulace aktiv	Vysoko příjmoví a bohatá akumulace aktiv
↓	↓
a. Vysoká poptávka po likviditě a bankovních depozitech, b. nedostatečně rozvinuté pojišťovnictví a penzijní společnosti, c. vysoký počet MSP (SME).	a. Poptávka po diverzifikovaném portfoliu aktiv, b. rozvinuté pojišťovnictví a penzijní společnosti, c. vysoký počet velkých podniků s dobrou reputací.
<b>Míra asymetrických informací</b>	
Velmi vysoká	Nižší
<b>Nástroj financování</b>	
↓	↓
Bankovní (úvěr)	Tržní kapitálový (dluhopis)

Obr. 4: Fáze rozvoje ekonomického a finančního systému a formování financování podniku

Zdroj: vlastní dle Yoshitomi a Shirai (2001, s. 32)

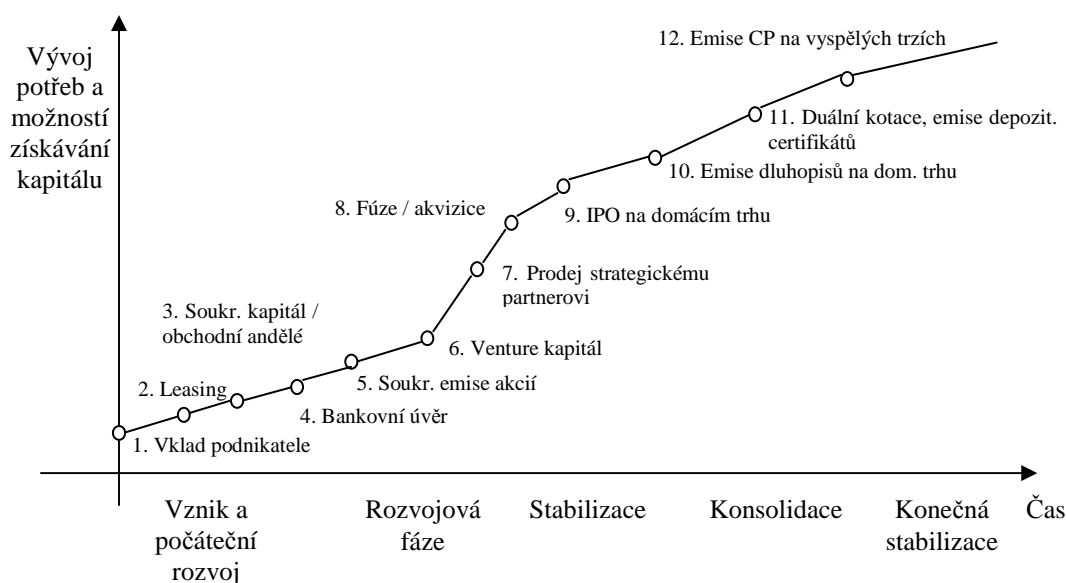
Z obrázku 4 dále vyplývá, že **v případě rozvíjejících se ekonomik** jsou potenciální investoři nízko příjmoví a mohou kumulovat aktiva jen omezeně. V těchto ekonomikách převládá vysoká poptávka po likviditě a bankovních depozitech. Pojišťovnictví a penzijní společnosti nejsou dostatečně rozvinuté. Pro tyto ekonomiky je charakteristický vysoký podíl malých a středních podniků (MSP) a jen malý podíl velkých podniků s dobrou reputací. I díky nedostatečné regulaci kapitálového trhu je míra asymetrie informací vysoká. Nedostatek potenciálních investorů i investičních příležitostí vede k nedostatečně rozvinutému kapitálovému trhu. Z výše uvedeného vyplývá, že jako **převládající nástroj financování podniků bude využíván bankovní úvěr**.

Naopak **v rozvinutých ekonomikách** existují dostatečné předpoklady pro větší využívání dluhopisového financování podniků. Potenciální investoři dokážou s ohledem na své vysoké příjmy kumulovat dostatek aktiv. Svá aktiva chtějí zhodnotit a zároveň diverzifikovat potenciální rizika, proto poptávají širokou škálu investičních nástrojů.

K tomu mimo jiné využívají dobře rozvinutého pojišťovnictví a penzijních fondů. Zároveň existuje dostatek velkých podniků s potenciálem získávat volné peněžní prostředky na kapitálovém trhu. Díky přiměřené regulaci podmínek na kapitálovém trhu včetně ochrany investorů je navíc asymetrie informací mezi investory a věřiteli nižší, než v případě rozvíjejících se ekonomik. I proto je **v tomto případě významným zdrojem financování podniků kapitálový trh, např. ve formě korporátních úvěrů.**

#### 4.3.4 Volba z pohledu velikosti respektive životního cyklu podniku

Jak již bylo uvedeno, popsaných a zkoumaných přístupů k dluhovému financování prostřednictvím volby mezi úvěry a dluhopisy byla provedena již celá řada. Velmi okrajově byl prozatím zmíněn postoj k dluhovému financování těmito dvěma nástroji u podniků lišících se svou velikostí. Následující obrázek předpokládá, že podnik v průběhu svého rozvoje bude růst, a tím se budou rozvíjet potřeby jeho financování. Zároveň se podniku budou nabízet nové možnosti získávání finančních zdrojů.



Obr. 5: *Financování podniku v průběhu životního cyklu*

Zdroj: vlastní dle Nývltová a Režňáková (2007, s. 74)

Horizontální osa na obrázku 5 zobrazuje vývojové fáze podniku z hlediska času. Každá další etapa životního cyklu podniku spojená s jeho růstem otevírá novou možnost

financování od vkladu podnikatele až po emisi cenných papírů na vyspělých trzích. Tento obrázek zařazuje úvěrové financování do ranějších fází rozvoje podniku oproti financování dluhopisovému. Jak ale zmiňují jiné přístupy k volbě mezi úvěrem a dluhopisem, i mladé podniky mohou vydávat pro profinancování svých podnikových aktivit dluhopisy. I když zpravidla s investičním profilem „junk bond“, neboli profilem „prašivý dluhopis“ (např. Hale, 2001). S růstem podniku a jeho jednotlivými fázemi rozvoje se mění i kapitálové požadavky. Ty jsou zachyceny na vertikální ose.

Pro účely kauzální a deskriptivní výzkumné části disertační práce (kapitola 6) je dle přístupu v této podkapitole zřejmé, že mezi úvěrem a dluhopisem často volí nejspíše podniky velké a podnikající v oboru několik let, tj. jsou stabilní a dobře vnímané veřejností. Proto jsou v rámci dotazníkového šetření představeného v páté kapitole vybrány určité velké podniky. A to i s ohledem na vývoj hospodářství, který byl popsán ve třetí kapitole.

#### **4.3.5 Volba z pohledu komunikace podniků s investorskou veřejností**

Vstup na veřejný kapitálový trh způsobuje tlak na firmy v tom směru, aby se staly pro širokou investorskou veřejnost transparentní a otevřenou společností. To někteří finanční manažeři nebo jiní odpovědní pracovníci společnosti mohou považovat za nevýhodu. Do jisté míry totiž odkryjí jinak utajené informace i svým konkurentům. Proto mohou raději volit bankovní úvěry (Sprčić, 2007). Na druhou stranu může podnik tuto hrozbu v podobě větší informační otevřenosti proměnit ve svou šanci<sup>48</sup> na získání levnějšího zdroje financování právě prostřednictvím emise dluhopisů. Ratingem, který je spjat s emisí dluhopisů, získá společnost další marketingový nástroj pro komunikaci s investorskou a věřitelskou veřejností (Užík a Šoltés, 2009). Dokonce může zvýšit povědomí o společnosti i směrem k současným a především k potenciálním dodavatelům a odběratelům (Meluzín a Zinecker, 2009).

---

<sup>48</sup> Termíny „hrozba“ a „šance“ jsou zde použity z pohledu terminologie marketingu (viz SWOT analýza). Vhodně komunikovaný vstup na kapitálový trh může být vnímán jako jeden z nástrojů marketingové komunikace. Povědomí o podniku je také jedním z kritérií, které se sleduje ještě před samotnou emisí dluhopisu. Větší povědomí o podniku zvyšuje šance na úspěšnou emisí (viz např. Tetřevová, 2000).

### **4.3.6 Volba z pohledu podmínek úvěrové smlouvy**

Banky zpravidla při poskytování úvěrů do úvěrových smluv implementují různé omezující podmínky (angl. restrictive covenants) pro podnikový management. Omezující podmínky mají stabilizovat výkon podniku a tím snížit expozici banky vůči rizikům. Jinak řečeno restriktivní omezení chrání obchod banky, ale na druhou stranu limitují počínání podniku v řízení a rozvoji jeho dalších podnikových aktivit. Někteří finanční manažeři a ředitelé proto mohou banky považovat až za tzv. věřitele poslední instance<sup>49</sup>. Tito manažeři raději za účelem získání cizího kapitálu pro rozvoj a dlouhodobý chod podniku emitují dluhopisy. To jim umožňuje se určitým restriktivním podmínkám vyhnout. S bankou by tito finanční manažeři spolupracovali až v případě, že by jejich podnik nebyl schopen získat externí dluhový kapitál prodejem dluhopisů. (Renaud, 2014; Smith, 2014)

Z uvedeného vyplývá, že finanční management v podniku, který je dostatečně zkušený a který považuje restriktivní omezení položená bankou za příliš limitující, bude raději upřednostňovat dluhopisové financování nad úvěrovým.

## **4.4 Vývoj trhu korporátních dluhopisů a úvěrů v ČR ve vzájemném kontextu**

Kapitoly 4.1 a 4.2 se zabývaly odděleně úvěrovým, respektive dluhopisovým financováním. Nyní se pozornost upírá na tyto dva druhy financování ve vzájemném kontextu a interakcích, jelikož, jak má demonstrovat právě tato kapitola 4.4, úvěry a dluhopisy se navzájem poměrně výrazným způsobem mohou ovlivňovat.

Níže uvedená tabulka (tab. 10) souhrnně zachycuje vývoj na trhu korporátních úvěrů a korporátních dluhopisů. Struktura těchto dvou trhů je dále rozlišována podle doby splatnosti uvažovaných dvou dluhových instrumentů. Vliv času z pohledu splatnosti těchto nástrojů je s ohledem na globální finanční krizi významným vývojovým elementem.

---

<sup>49</sup> Tento pojem je propůjčený z centrálního bankovníctví. Komerční banky se totiž mohou dostat do situace, že si nebudou schopny z nejrůznějších důvodů obstarat peněžní prostředky na trhu a jejich podnikání tak může být ohroženo. V ten moment se komerční banka může obrátit už jen na posledního potenciálního věřitele – centrální banku. Centrální banka je proto někdy nazývána věřitelem poslední instance (angl. lender of last resort).

Tab. 10: Vývoj objemu emise dluhopisů a objemu úvěrů v sektoru nefinančních podniků dle ČNB – databáze časových řad ARAD (v mil. Kč)

Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Dlouhodobé úvěry celkem</b>	<b>246 428,8</b>	<b>285 982,3</b>	<b>345 126</b>	<b>360 171,5</b>	<b>391 252,2</b>	<b>419 058,9</b>	<b>424 305,6</b>	<b>448 011,3</b>	<b>456 603,8</b>
absolutní meziroč. změna	61 494,4	39 553,5	59 143,7	15 045,5	31 080,7	27 806,7	5 246,7	23 705,7	17 592,5
relativní meziroč. změna	33,25 %	16,05 %	20,68 %	4,36 %	8,63 %	7,11 %	1,25 %	5,59 %	3,93 %
<b>Střednědobé úvěry celkem</b>	<b>152 689</b>	<b>161 259</b>	<b>176 092,8</b>	<b>169 229,7</b>	<b>145 896,3</b>	<b>156 695,5</b>	<b>152 380</b>	<b>164 125</b>	<b>156 428,2</b>
absolutní meziroč. změna	20 862,2	8 570	14 833,8	-6 863,1	-23 333,4	10 799,2	-4 315,5	11 745	-7 696,8
relativní meziroč. změna	15,83 %	5,61 %	9,20 %	-3,90 %	-13,79 %	7,40 %	-2,75 %	7,71 %	-4,69 %
<b>Krátkodobé úvěry celkem</b>	<b>235 757,9</b>	<b>296 138,7</b>	<b>326 849,6</b>	<b>252 783,3</b>	<b>243 276</b>	<b>252 300</b>	<b>258 687,7</b>	<b>255 005,3</b>	<b>252 822,8</b>
absolutní meziroč. změna	27 168,8	60 380,8	30 710,9	-74 066,3	-9 507,3	9 024	6 387,7	-3 682,4	-2 182,5
relativní meziroč. změna	13,03 %	25,61 %	10,37 %	-22,66 %	-3,76 %	3,71 %	2,53 %	-1,42 %	-0,86 %
<b>Úvěry celkem</b>	<b>634 875,6</b>	<b>743 380</b>	<b>848 068,4</b>	<b>782 184,5</b>	<b>780 424,5</b>	<b>828 054,5</b>	<b>835 373,3</b>	<b>867 141,5</b>	<b>874 854,8</b>
absolutní meziroč. změna	109 525,3	108 504,4	104 688,4	-65 883,9	-1 760	47 630	7 318,8	31 768,2	7 713,3
relativní meziroč. změna	20,85 %	17,09 %	14,08 %	-7,77 %	-0,23 %	6,10 %	0,88 %	3,80 %	0,89 %
<b>Dlouhodobé dluhopisy</b>	<b>92 525,5</b>	<b>75 469,71</b>	<b>81 898,3</b>	<b>129 715,7</b>	<b>172 556,2</b>	<b>198 696,5</b>	<b>278 916,3</b>	<b>310 464,7</b>	<b>340 368,9</b>
absolut. meziroč. změna		-17 055,8	6 428,62	47 817,4	42 840,45	26 140,33	80 219,76	31 548,39	29 904,25
relativní meziroč. změna		-18,43 %	8,52 %	58,39 %	33,03 %	15,15 %	40,37 %	11,31 %	9,63 %
<b>Krátkodobé dluhopisy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>274,25</b>	<b>0</b>
absolut. meziroč. změna		0	0	0	0	0	0	274,25	-274,25
relativní meziroč. změna	-	-	-	-	-	-	-	-	-100 %
<b>Suma dluhopisů</b>	<b>92 525,5</b>	<b>75 469,71</b>	<b>81 898,3</b>	<b>129 715,7</b>	<b>172 556,2</b>	<b>198 696,5</b>	<b>278 916,3</b>	<b>310 738,9</b>	<b>340 368,9</b>
absolut. meziroč. změna	-	-17 055,8	6 428,62	47 817,4	42 840,45	26 140,33	80 219,76	31 822,64	29 630
relativní meziroč. změna	-	-18,43 %	8,52 %	58,39 %	33,03 %	15,15 %	40,37 %	11,41 %	9,54 %
<b>Dlouhodobé dluhy (úvěry+dluhopisy) celkem</b>	<b>338 954,26</b>	<b>361 452</b>	<b>427 024,3</b>	<b>489 887,23</b>	<b>563 808,38</b>	<b>617 755,41</b>	<b>703 221,87</b>	<b>758 475,96</b>	<b>805 972,7</b>
absolut. meziroč. změna		22 497,75	65 572,32	62 862,9	73 921,15	53 947,03	85 466,46	55 254,09	47 496,75
relativní meziroč. změna		6,64 %	18,14 %	14,72 %	15,09 %	9,57 %	13,83 %	7,86 %	6,26 %
<b>DD dluhopisy / DD dluhy</b>	<b>27,30 %</b>	<b>20,88 %</b>	<b>19,18 %</b>	<b>26,48 %</b>	<b>30,61 %</b>	<b>32,16 %</b>	<b>39,66 %</b>	<b>40,93 %</b>	<b>42,23 %</b>

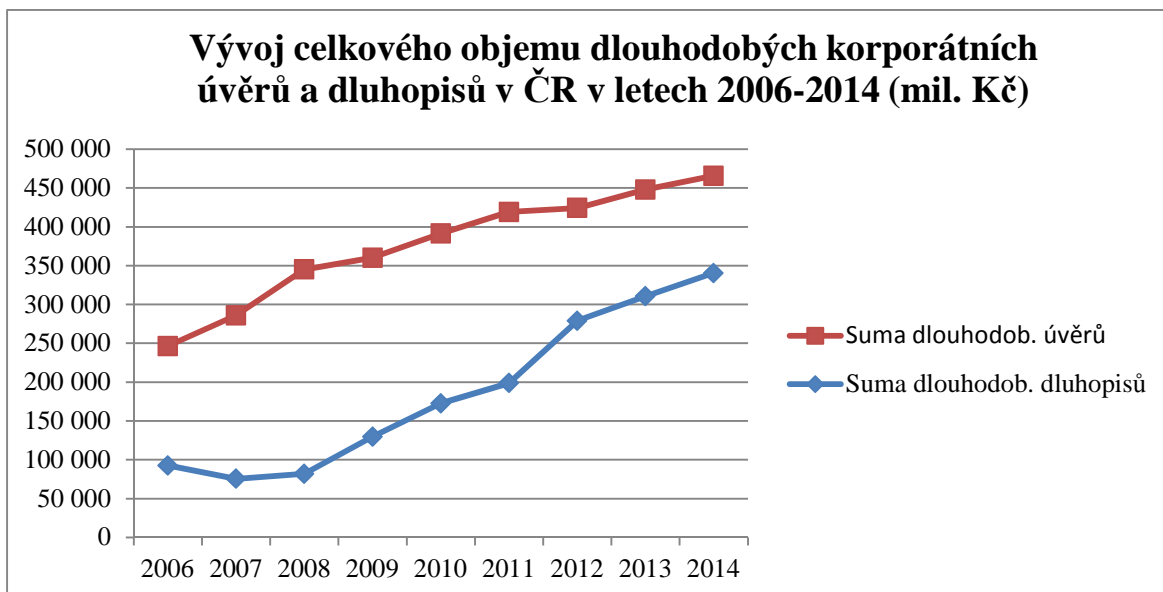
Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČNB. Databáze časových řad ARAD, 2015

Při pohledu na **krátkodobé** úvěry a dluhopisy v tabulce 10 lze i při syntéze uvažovaných okolností vyslovit pouze ten závěr, že globální finanční krize významně zasáhla jen trh krátkodobých úvěrů. Výrazný pokles v objemu krátkodobých úvěrů za rok 2009 (-22,66 % oproti roku 2008) je následován stagnací. Naopak trh krátkodobých korporátních dluhopisů zasažen nebyl. České podniky krátkodobé dluhopisy na rozdíl od úvěrů fakticky nevyužívají a ani v souvislosti s globální finanční krizí je využívat nezačaly.

V případě **střednědobých** instrumentů je situace jiná v tom směru, že ve statistice dluhopisů není střednědobý horizont vůbec uvažován. Střednědobé instrumenty proti sobě nelze kvůli absenci dat porovnávat.

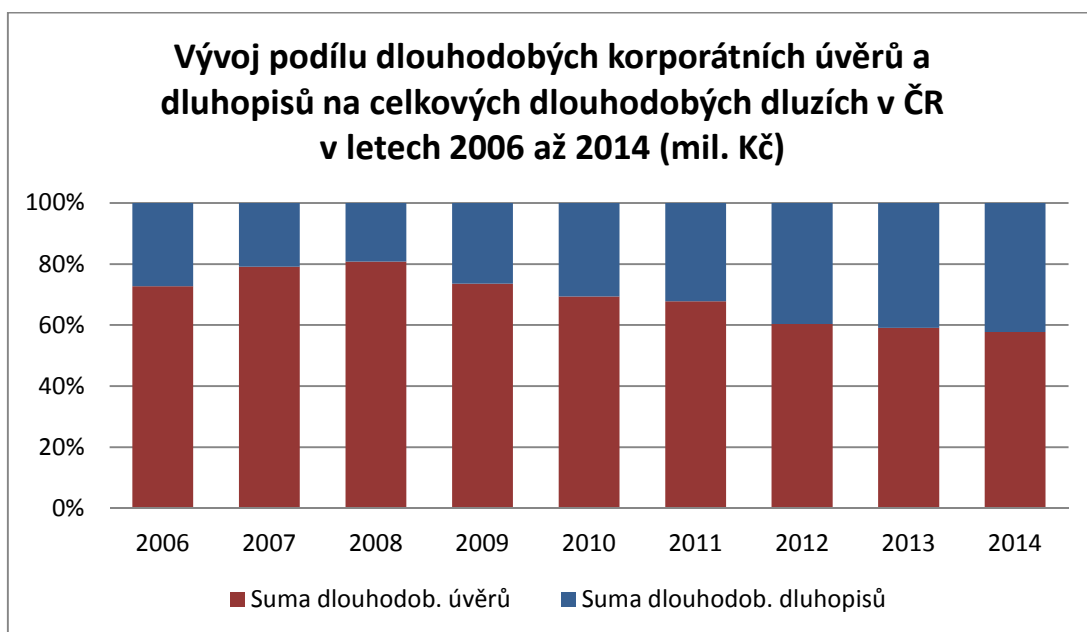
Nejzajímavější se tak jeví situace týkající se **dlouhodobých** dluhů, tj. dlouhodobých úvěrů a dlouhodobých dluhopisů. Již v kapitole o vývoji úvěrů bylo konstatováno, že po celou sledovanou dobu **dlouhodobé úvěry rostou**. Jen se mění intenzita jejich růstu a je tak zřejmé, že dlouhodobé úvěry jsou do jisté míry indiferentní vůči náhlým tržním výkyvům způsobeným například finanční krizí. **Situace v oblasti dlouhodobých dluhopisů je obdobná**. Existuje pouze rozdíl v přírůstku za rok 2007, který je záporný. Od dalších let, vlastně od roku 2009, jsou ale nárůsty dluhopisového financování v relativním vyjádření dokonce progresivnější než u financování úvěrového. Kromě roků 2007, 2008 a 2011 to dokonce platí i v absolutních hodnotách. Vývoj celkového objemu dlouhodobých podnikových úvěrů a celkových dlouhodobých korporátních dluhopisů v letech 2006–2014 zachycuje obrázek 6. **Zřejmé je, že ve strategii podniků v dlouhodobém financování nastala určitá změna**. To dokládá i podíl poměru dlouhodobých dluhopisů na dlouhodobých dluzích (poslední řádek tabulky 10), který **od roku 2008, kdy bylo dosaženo ve sledovaném intervalu minima ve výši 19,18 %, vzrostl k roku 2014 o 23,05 p.b. na 42,23 %** (viz obr. 7). Podniky se pravděpodobně snaží využít velmi nízkých úrokových sazeb, které jim zřejmě na delší dobu dokážou zajistit spíše podnikové dluhopisy vydané ve vlastní režii, než nasmlouvané dlouhodobé úvěry. Proti příliš dlouhým úvěrům s fixní sazbou se bude alespoň část bankovního sektoru do jisté míry bránit. Banky logicky očekávají v budoucnu růst úrokových měr a nesly by tak jako věřitelé následky úrokového rizika.





Obr. 6: Vývoj celkového objemu dlouhodobých korporátních úvěrů a dluhopisů v ČR v letech 2006 až 2014 (mil. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČNB



Obr. 7: Vývoj podílu dlouhodobých korporátních úvěrů a dluhopisů na celkových dlouhodobých dlužích v ČR v letech 2006 až 2014 (mil. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČNB

## Současnost

Současný trend na poli korporátních dluhopisů v České republice, alespoň tedy v některých sektorech ekonomiky a u určitých společností, zachycují i některé soudobé rozhovory v českých médiích. Viz například rozhovor s Danielem Křetínským z hodlingu EPH pro Hospodářské noviny (Tramba, 2014): HN: „*Jaký máte vztah s bankami? Nabízejí samy peníze, nebo je problém získat úvěr?*“ Křetínský: „*Musíte si uvědomit, že ve chvíli, kdy jsme přistoupili k výkupu podílu skupiny PPF, zadlužení narostlo. Nesli jsme teoreticky jedno velké riziko – zvýšení úrokových měr. Pokud by se zvýšily úroky, naše dluhová zátěž by mohla být omezující. Prakticky vše jsme proto zafinancovali prostřednictvím dluhopisového trhu. Bankovní úvěry postupně splácíme a nahrazujeme je dluhopisy. Úvěry s sebou nesou riziko, že banky v případě dramatického zhoršení tržních podmínek mohou peníze stahovat nebo zvyšovat úroky. U dluhopisů, jak říkají Američani, platí „it is what it is“. Stanovené podmínky včetně úroku zůstávají do splatnosti beze změny. Je to bezpečnější způsob financování.*“ (zvýrazněno autorem práce)

V souvislosti přímo s tématem práce – externí financování v souvislosti s finanční krizí – se jeví zajímavým, a pro téma práce přínosným, rozhovor s Jiřím Vrbou, ředitelem sekce finance ve společnosti ČEPS pro CFOworld (Vítková, 2011): Vítková: „*Je v současné době – ve srovnání s obdobím před krizí – obtížnější či snazší zajistit úvěry, půjčky, dotační prostředky z fondů EU?*“ Na což Vrba odpovídá následovně: „*Podle mého názoru není pro společnost jako je ČEPS obtížné zajistit externí zdroje. Její bonita je pro banky lákavá a i institucionální investoři uvítají cenné papíry emitované naší společností ve svých portfoliích. Obtížné je získat tyto prostředky v optimální výši a za optimální cenu. Tomu musí předcházet dobrá strategie a dlouhá příprava, například získání maximálního „ratingu“. A to je to, na čem aktuálně pracujeme.*“ (pasáže zvýrazněny autorem práce)

## Závěr kapitoly

Financování podniků pomocí korporátních dluhopisů napomáhá i rozvoj poptávky po tomto druhu aktiva ze strany institucionálních i individuálních investorů. Tím se podnikům mohou snižovat náklady spojené s používáním tohoto druhu finančního

instrumentu. **Poptávka** po korporátních dluhopisech se v ČR zvyšuje zejména z následujících důvodů:

- *nízké úrokové sazby u spořicíh produktů v porovnání s výnosy dluhopisů;*
- *poměrně nízká rizikovost dluhopisů vyhovuje konzervativní povaze většiny českých investorů<sup>50</sup>;*
- *rozvíjející se trh s individuálním zajištěním na stáří podporované státem (penzijní připojištění se státním příspěvkem, doplňkové penzijní spoření, životní pojištění apod.);*
- *rostoucí povědomí o kapitálovém trhu ČR a jeho možnostech.*

Pro zvyšování nabídky korporátních dluhopisů hovoří zejména následující:

- *nízké úrokové sazby, které si podnik s kvalitním ratingem může pojistit na delší dobu oproti bankovním úvěrům;*
- *množství dostatečně velkých podniků s dlouhou historií a dobrými finančními parametry;*
- *postupující sžívání se podniků a jejich managementu s možnostmi kapitálového trhu;*
- *poměrně konzervativní investiční profil českých střadatelů – tj. dostatečná poptávka po dluhopisech;*
- *novela zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech umožnila od 1. 8. 2012 emitovat dluhopisu bez veřejné nabídky a bez souhlasu a dohledu ČNB.*

Výše uvedené spolu s faktory, které zmiňuje např. Strýčková a Hojná (2013), jako je prozatímni velmi konzervativní postoj k financování podniku, zvyšuje potenciál inovací ve způsobu financování podniků.

---

<sup>50</sup> O konzervativnosti českých investorů lze hovořit například na základě dat dostupných z Asociace pro kapitálový trh ČR (AKAT), kdy dlouhodobě ve fondech kolektivního investování převládají alokace do fondů dluhopisových, případně zajištěných, či smíšených.

## 5 Metodika výzkumu

Tento výzkum se zabývá externím financováním podniků v souvislosti s krizí se zaměřením na úvěrové a dluhopisové financování. Na jedné straně vychází z podstaty samotné strategie financování podniků, kterou lze najít pod termínem „Pecking Order Theory“ (Donaldson, 1961, Myers, 1984, a další), na druhé straně potom především ze samotných výzkumů týkajících se volby mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním (např. Hale, 2001, Machnes, 2010, Sprčić and Wilson, 2007, atd.). Díky nejrůznějším zákonným regulatorním opatřením pro emitenty cenných papírů je vycházeno i z výzkumů zabývajících se vstupem společnosti na burzu, respektive bariérami vstupu na tento organizovaný trh (Meluzín, 2009). Největší motivací pro tento výzkum však je úsilí o zjištění nových trendů rozvoje na trhu korporátních úvěrů, respektive dluhopisů. Výzkum zároveň usiluje o určení postojů vybraných podniků z určitých odvětví českého hospodářství k českému kapitálovému trhu. Především k trhu dluhopisovému a úvěrovému v souvislosti s globální finanční krizí.

Stěžejní analytická, respektive kauzální a deskriptivní výzkumná část doktorské disertační práce je vedena ve dvou úrovních. Obě systematicky vycházejí z rešerše relevantních zdrojů a popisu současného stavu zkoumané situace včetně exploračního výzkumu (viz s. 85 obr. 8 s diagramem postupu s výzkumnou částí disertační práce). V páté kapitole je objasněn postup výzkumu disertační práce včetně použitých metod. V šesté kapitole je *nejdříve provedena hlubší analýza dostupných relevantních sekundárních dat* trhu korporátních úvěrů a dluhopisů. Druhá část šesté kapitoly je *následně vedena formou analýzy primárních dat vzešlých z dotazníkového šetření*.

### 5.1 Charakteristika šetření a metody vědecké práce

V rámci rešerše současného stavu, která byla včetně explorační<sup>51</sup> výzkumné části zpracována v předchozích kapitolách (kap. 2–4), a která je východiskem tohoto výzkumu,

---

<sup>51</sup> „Explorační výzkum je nejčastěji využíván pro objasnění problému (většinou obecné povahy) a v případech, kdy cíl výzkumu je definován velmi široce. Jeho hlavním úkolem je rychle seznámit s problémovou situací, případně ji předběžně prozkoumat s minimem finančních a časových nákladů.“ (Simová, 2010, s. 45).

byly použity zejména metody *dedukce*, *metoda historická* a *metoda komparace*. Metoda dedukce umožnila postupovat od obecných informací o financování podniku až po využití konkrétních nástrojů financování se zaměřením na úvěrové a dluhopisové financování a volbou mezi nimi. Smyslem aplikace *metody historické* bylo interpretovat historické události v souvislostech a pochopit jejich význam. Na základě této metody byly okomentovány fáze vývoje podnikových úvěrů v souvislosti s nastavením základních úrokových sazeb v české ekonomice, jakož i vývoj produkce v jednotlivých odvětvích ekonomiky dle klasifikace CZ-NACE v úzkém časovém rozpětí kolem globální finanční krize. Tj. během let 2007 až 2012. Vývoj produkce podniků byl sledován s cílem určit nejvíce a nejméně zasažená odvětví české ekonomiky projevy globální finanční krize. U podniků v těchto zjištěných odvětvích se dala předpokládat největší motivace ke změně financování, respektive míře využívání úvěrů a dluhopisů. Takový výzkum, jehož cílem je například porozumět prostředí obklopujícímu zkoumaný problém a identifikovat možné směry k řešení tohoto problému, se nazývá *explorační výzkum*. Dále byla pozorována, a s tehdejšími tržními poměry konfrontována, struktura podnikových úvěrů i korporátních dluhopisů. V tomto případě byla zvolena delší časová osa, tj. roky 2007–2014. Na základě použití historické metody bylo cílem zhodnotit nejen bezprostřední období kolem globální finanční krize (tj. roky 2008–2010), ale i následný pokrizový vývoj. Periodicita sledovaných dat byla vzhledem k jejich dostupnosti zvolena roční. V této části doktorské disertační práce byla kromě metody historické využita výše zmíněná metoda komparace. V rámci metody komparace bylo cílem nalézt společné a rozdílné rysy ve vývoji úvěrového a dluhopisového financování.

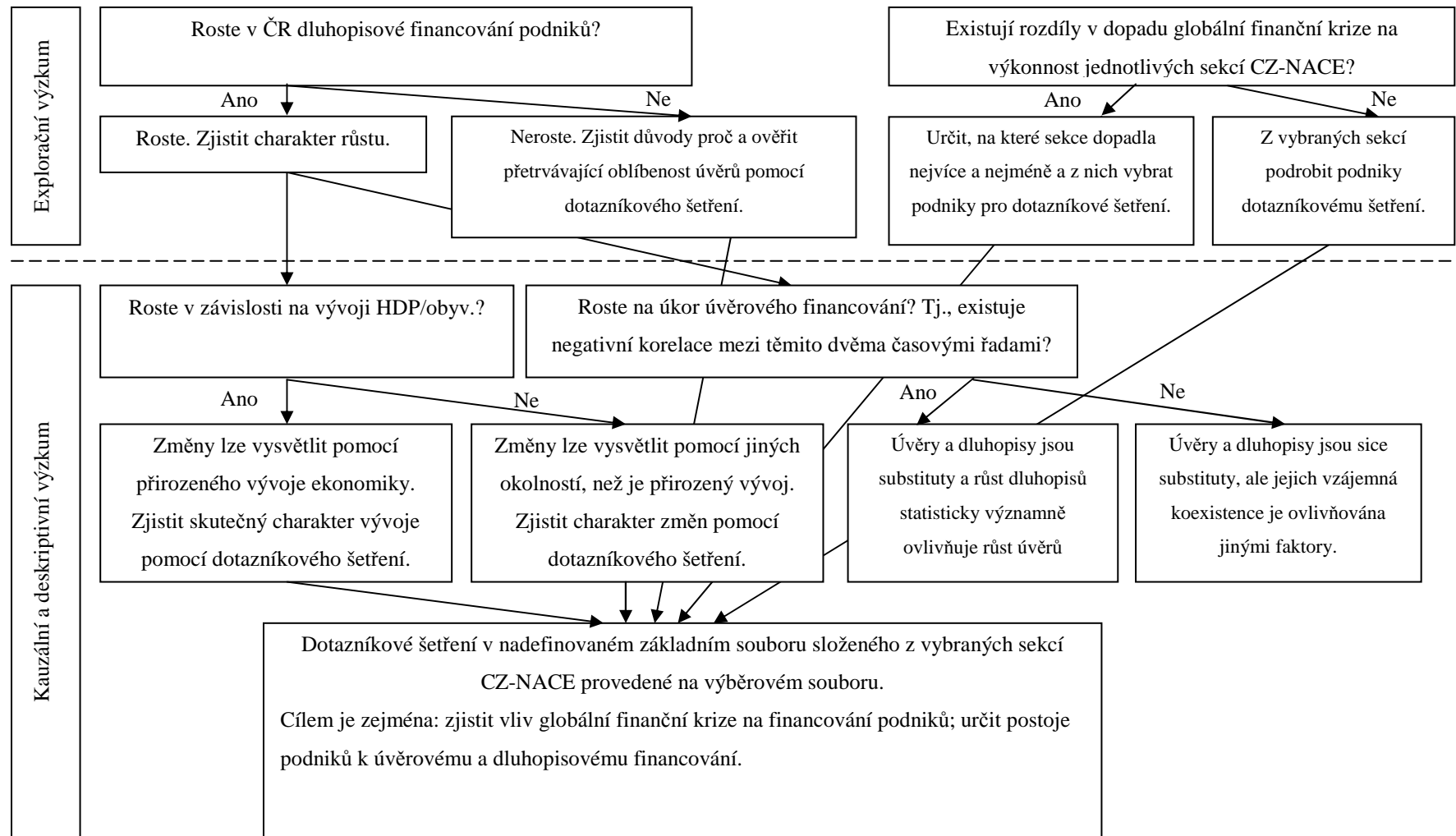
Co se první fáze analytické, respektive deskriptivní a kauzální části výzkumu týče, ta je obsahem podkapitoly 6.1 a vychází z hlubší analýzy sekundárních dat, které se vztahují ke kapitálovému trhu jednak v rovině podnikových úvěrů, jednak korporátních dluhopisů. Historická metoda, která byla použita v teoretické části práce, je dále doplněna o další metody logické. Konkrétně o *analyticko-syntetické*, kdy jsou na základě pozorování celku eliminovány prvky nepodstatné a sledovány pouze dílčí části sledovaného problému. Z *matematicko-statistických metod* je využita analýza korelace časových řad. Analýza sekundárních dat o dluhopisovém a úvěrovém trhu jako celku může poskytnout informace, jakým směrem se pravděpodobně bude ubírat vývoj v oblasti korporátních dluhopisů

v České republice. Konkrétně je prověřována hypotéza, že dluhopisový trh, a to i v oblasti korporátních dluhopisů, se rozvíjí v závislosti na rozvoji ukazatele HDP na obyvatele. Rozvíjí-li se, respektive bohatne-li ekonomika, pak dochází k rostoucímu objemu emisí a následně i obchodování s dluhopisy, tedy i s korporátními. O tomto pojednávají například Beck et al (1999). Tím je ověřována jedna z dílčích hypotéz položená v první kapitole doktorské dizertační práce.

Další analýza sekundárních dat je vedena ve směru ověření teze říkající to, že úvěr a dluhopis jsou substituty. Z teoretického úhlu pohledu je toto tvrzení nepochybně pravdivé. Jak bylo v rešeršní části citováno, za ideálních podmínek jsou dokonce označovány za dokonalé substituty. V reálných podmínkách je jejich vzájemná pozice limitována mírou přiblížení se k dokonalým tržním podmínkám, které jsou v praxi obtížně dosažitelné. I přes výše uvedené se ve skutečně analyzované situaci mohlo dát očekávat, že vývoje objemů úvěrů a dluhopisů jsou navzájem negativně korelovány. Větší použití jednoho nástroje by zřejmě mělo potlačovat využití toho druhého. Síla této vazby by měla záviset na tržních podmínkách. I v tomto případě je použita *matematicko-statistická metoda* analýzy korelace časových řad. Z metod vědecké práce potom párová metoda analyticko-syntetická. Tato část je zaměřena na ověření druhé dílčí hypotézy práce.

Druhá část šesté kapitoly, respektive podkapitola 6.2, je zaměřena na analýzu primárních dat a následnou syntézu informací o vybraných českých podnicích. Využití párové metody vědecké práce „*analýza – syntéza*“ vychází z primárních dat týkajících se volby a perspektiv úvěrového a dluhopisového financování podniků v rámci české ekonomiky získaných prostřednictvím dotazníkového šetření. Dotazníkové šetření patří k empirickým nástrojům metod vědeckého zkoumání. Cílem této podkapitoly bylo ověřit třetí dílčí hypotézu a upřesňující výzkumné otázky položené v první kapitole. Přístupy k dotazníkovému šetření jako výzkumné metodě, jakož i zdůvodnění výběru vzorku je obsaženo v následující podkapitole 5.2.

Diagram postupu zpracování výzkumné části doktorské dizertační práce je uveden na obrázku 8.



Obr 8: Diagram postupu zpracování výzkumné části doktorské disertační práce

Zdroj: vlastní zpracování

## 5.2 Dotazníkové šetření

Dotazníkové šetření, je-li zvoleno jako žádoucí metoda sběru dat, patří mezi velmi obtížnou a velmi časově náročnou část výzkumné práce. Tato část práce obsahuje:

- tvorbu dotazníku,
- vymezení a určení velikosti výběrového souboru,
- vyčerpávající / náhodný výběr respondentů,
- statistické zpracování dat.

Na druhou stranu dotazník umožňuje systematický sběr dat vzhledem ke zkoumané situaci od předem určeného okruhu respondentů. Pomocí dotazníku lze, je-li to záměrem výzkumu, získat veliký objem dat k analýze. Zároveň dotazník může do určité míry nahradit rozhovor, protože může být podobně strukturovaný. A následné zpracování dotazníků usnadňuje jeho standardizovaná matrice. (Hague, 2003, s. 103)

V rámci empirického šetření byl s ohledem na charakter zjišťovaných informací v této práci zvolen dotazník jakožto vhodný nástroj pro sběr dat. Cílem bylo získat data a informace nezískatelné z dat sekundárních. Dotazník byl zvoleným respondentům nejdříve odeslán elektronicky. Otázky na respondenty byly směřovány ve smyslu získat informace o dostupnosti bankovních úvěrů za finanční krize, hledání a vyhodnocování nových dluhových zdrojů a zjištění perspektiv úvěrových a dluhopisových nástrojů ve firemním financování. Bariérou správného vyplnění elektronické formy dotazníku může být skutečnost nesprávně pochopené otázky, či nesprávně přečtené a pochopené instrukce k zodpovězení otázky. Další nevýhodou dotazování elektronickou formou je doručení dotazníku kompetentní osobě k vyplnění, zejména je-li k dispozici jen obecný kontaktní mail či pouhý kontaktní formulář na příslušnou společnost. Tohoto jevu se výzkum snažil vyvarovat získáním konkrétních e-mailových adres na potenciálně žádoucí osoby v dotazovaných společnostech (tj. přímo ekonomický nebo finanční ředitel, případně osoba z tohoto úseku)<sup>52</sup>. Kontakty na tyto osoby byly primárně získány z databáze společnosti Bisnode (Magnusweb). Jestliže nebyly konkrétní e-mailové adresy v databázi k dispozici, nebo byl-li e-mail nedoručený, byly vyhledávány kontaktní elektronické poštovní adresy

---

<sup>52</sup> Avšak ani zjištění konkrétního e-mailu nemusí vést vzhledem ke spamovým ochranám adres k doručení dotazníku.



přímo na internetových stránkách společností. Před odesláním dotazníku na obecný mail společnosti bylo upřednostněno kontaktování tiskového mluvčího, tj. konkrétní osobu, což se v několika případech ukázalo být správnou strategií. Nevýhodou tohoto typu šetření, tj. dotazníkového neosobního dotazování elektronickou formou, je vysoká pravděpodobnost ignorace dotazníku ze strany respondentů v prvním kole dotazování<sup>53</sup>. Návratnost příliš nenarůstá ani ve druhém – upomínacím – kole dotazování prostřednictvím e-mailů. Realizování třetích a dalších kol upomínání už je následně příliš časově náročné a tedy nákladné<sup>54</sup>. Za další mohou být třetí a další upomínací kola ze strany respondentů považovány za obtěžující. Tím se snižuje i pravděpodobnost ochoty vyplnit dotazník v případě logicky navazujícího a doporučeného telefonického nebo osobního kontaktu tazatele s respondentem.

Největším limitujícím faktorem úspěšnosti dotazníkového šetření, a tedy i následného vyhodnocení dat včetně vyslovení závěrů výzkumu, je neochota společností, respektive vybraných zaměstnanců, odpovídat na položené otázky.<sup>55</sup> Jak uvádí Pioch a Byrom (2004, s. 222–232), za tímto chováním se může skrývat strach z konkurence a kritika obchodních praktik respondenta.

### **Tvorba dotazníku**

Dotazník byl vytvořen takovým způsobem, aby tazateli poskytl požadované informace v souladu s cíli a výzkumnými otázkami práce a přitom byl pro respondenta srozumitelný a umožnil mu co nejpřesněji zaznamenat jeho odpovědi. Tj. tato charakteristika dotazníku sledovala *účelově technické parametry* (Foret a Stávková, 2003). Jak uvádí Řezanková

---

<sup>53</sup> Dle osobních zkušeností a pozorování je návratnost dotazníků směřovaných na obchodní společnosti v případě realizace výzkumu jediným akademickým pracovníkem v první fázi kolem 10 až 20 %.

<sup>54</sup> Nutnosti osobně obsluhovat druhé a další kolo se dá vyhnout použitím e-nástrojů pro dotazníková šetření (např. Google formuláře, aj.). Ale předpokladem je znát příslušné e-mailové adresy, což není vždy reálné. Stejně tak v některých případech chybí zpětná vazba o tom, který z respondentů již dotazník vyplnil a můžeme ho tak neustále upomínat, ačkoli to již není aktuální. Placené verze však toto nežádoucí vícetím upomínání zpravidla dokážou eliminovat. Při sběru dat v rámci této práce nebyl podobný nástroj použit zejména kvůli nedostatečnému množství konkrétních e-mailových adres.

<sup>55</sup> Pokud byla alespoň doručena zpětná vazba sdělující neochotu vyplnit dotazník, pak mezi nejčastější důvody, často iracionální, patřilo následující:

- Sdělování podobných informací máme zakázáno vnitropodnikovou směrnicí.
- Bohužel nemáme v tuto chvíli zaměstnance s volným časovým fondem k vyplnění dotazníku.
- Bohužel spolupracujeme na výzkumných pracích (BP, DP i disertace) jen s vybranými univerzitami a vysokými školami.
- O našem financování sami nerozhodujeme.
- Nepovažujeme se za vhodného respondenta pro Váš výzkum.

(2011, s. 11), srozumitelné a jednoznačné otázky jsou jedním ze základních předpokladů správného dotazníkového šetření. Vzhledem k tomu, že bylo úmyslem zajistit jak „tvrdá“, tak „měkká“ data, byly zvoleny různé typy otázek. Pro účely zjištění základní charakteristiky o podniku byly zvoleny otevřené otázky s volným dokončením věty. Dotazovaný tak nebyl omezen zadaným výběrem odpovědí a mohl odpovědět dle svého uvážení (Fink, 1995). 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 známé. 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 rozšiřován elektronicky ve formátu MS EXCEL, se kterým management podniků běžně pracuje.

O zvýšení úspěšnosti bylo usilováno necílením na citlivé otázky spojené se strategií financování podniku a zvolením takového počtu otázek, který ještě tazateli poskytne důležitá a přínosná data, ale zároveň jejich zodpovězení nebude pro respondenta příliš časově náročné. Tento uvažovaný aspekt při tvorbě dotazníku cílí na *psychologické požadavky* na dotazník (Foret a Stávková, 2003).

I grafická úprava dotazníku byla zvolena velmi jednoduše a přehledně, aby neodrazovala od vyplnění. To ostatně doporučuje i literatura (Řezanková, 2011, s. 12; Foret a Stávková, 2003, s. 33–34). Dotazník je součástí přílohy této disertační práce (viz příloha A).

### **Vymezení výběrového souboru a určení jeho velikosti**

Je-li vymezen dotazník, následuje určení výběrového vzorku, tj. vzorku ze základního souboru, na kterém bude probíhat šetření. Zatímco základní soubor obsahuje všechny prvky, které v rámci šetření připadají v úvahu, výběrový soubor je pouze konečnou podmnožinou souboru základního. Shoduje-li se výběrový soubor se základním, pak se

jedná o **vyčerpávající šetření**. Je-li výběrový soubor menší než soubor základní, pak se jedná o **výběrové šetření**. Vyčerpávající šetření má tu výhodu, že jsou prošetřovány všechny jednotky statistického souboru, a proto jsou získané poznatky logicky platné na celý soubor. Nevýhodou potom je, alespoň v případě tohoto výzkumu, že odpovědi nejsou vynutitelné. Jako varianta se proto nabízí výběrové šetření, při kterém se musí přesvědčit k odpovědi užší okruh respondentů. Výběrový soubor může být vybrán buď záměrně, nebo náhodně a je nutné, aby byl reprezentativní (Kožíšek, et al., 2008, s. 12). Reprezentativnost má zajišťovat, aby se z charakteristik zjištěných na výběrovém souboru více či méně přesně mohlo usuzovat na vlastnosti celého základního souboru (Hindls, et al., 2007). Reprezentativní výběr je proveden ze skupin roztríděných podle konkrétního znaku (v případě tohoto výzkumu dle klasifikace ekonomické činnosti – viz níže) a z nich byli potom vybráni reprezentanti podrobeni výzkumu.

Při pohledu na níže uvedenou tabulku (tab. 11) se vzhledem k velikosti základního souboru nabízí použít metodu sběru dat pomocí vyčerpávajícího šetření. Vzhledem k nevýhodám vyčerpávajícího šetření, kdy se musí získat odpovědi od všech respondentů, složitostem vlastnických struktur uvnitř podniků, které rozostřují pohled na financování a předpokládané ochotě podniků odpovídat, **byl nakonec zvolen stratifikovaný (oblastní) náhodný výběr**. Výběrový soubor usiloval o zachování přibližně stejného poměru jednotlivých činností, jako tomu bylo v souboru základním. Cílem bylo získat celkem alespoň 30 dotazníků, aby se jednalo o soubor velkého rozsahu a získané poznatky tak bylo možné aplikovat na celý základní soubor. Zároveň dotazníkové šetření usilovalo mít návratnost z každé skupiny alespoň 80 %. A protože bylo počítáno s 80% mírou návratnosti, bylo osloveno v každé sekci CZ-NACE více podniků, než byl minimální požadovaný počet. Viz tabulka 11, sloupec „Počet oslovených podniků“, kde vrchní číslo říká, kolik bylo z dané sekce osloveno podniků. Spodní číslo v závorce potom udává, kolik mělo být z dané sekce osloveno podniků, aby byla dodržena kritéria stratifikovaného výběru. Skutečný dosažený stav oproti plánu lze rovněž nalézt v tabulce 11.

Tab. 11: Počet rozeslaných a získaných dotazníků dle sekcí CZ-NACE

Odvětví	Počet všech podniků*	Počet oslovených podniků	Počet získaných dotazníků
C – Zpracovatelský průmysl (C10 a C11)	64 (tj. 36,99 %)	14 (min 11)	11
D – Výroba a rozvod elektřiny, plynu,...	40 (tj. 23,12 %)	11 (min 9)	7
E – Zásobování vodou; činnosti související s...	18 (tj. 10,40 %)	5 (min 4)	3
F – Stavebnictví	51 (tj. 29,48 %)	11 (min 9)	11
Celkem (N)	173 (tj. 100 %)	43 (min 33)**	32***

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: \* Tj. počet všech podniků z nadefinovaného základního souboru připadajících v úvahu v rámci daného šetření dle určitého znaku. Číslo v závorce udává relativní četnost dané sekce na celkovém základním souboru.

\*\* Cílem bylo získat alespoň 30 dotazníků; číslo 33 vyšlo díky zaokrouhlování.

\*\*\* Tj. skutečná návratnost je 32 dotazníků ze 43 rozeslaných (74,41 %).

Základní soubor obsahoval aktivní podniky bez vyhlášeného úpadku<sup>56</sup> s charakteristikou střední podnik blížící se svým obratem velkému podniku<sup>57</sup> a velký průmyslový podnik<sup>58</sup>. Konkrétní hranice minimální výše obratu byla stanovena na 1 mld. Kč. Všechny podniky byly s právní formou s.r.o. nebo a.s. Výzkum byl zaměřený na průmysl, tj. skupiny CZ-NACE B až F, mimo CZ-NACE B (Těžba a dobývání). U podniků z těchto sekcí je jednak největší předpoklad potenciální volby mezi úvěry a dluhopisy (viz rešeršní část této práce) a za další se jedná o poměrně homogenní skupinu, která přeměňuje vstupy na jiné výstupy a která byla podobně zasažena globální finanční krizí (viz explorační výzkumná

<sup>56</sup> Nebyly-li by vybrány aktivní podniky a bez úpadku, pak by hrozila minimální, nebo prakticky žádná motivace dotazník vyplnit.

<sup>57</sup> I středně velké podniky blížící se svými charakteristikami k podniku velkému jsou potenciálně schopné emitovat dluhopisy a rozhodovat se o volbě mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním. Limitem výběru byl obrat minimálně 1 mld. Kč (hranice byla převzata ze statistik Magnuswebu).

<sup>58</sup> Velikost středního, respektive velkého podniku vychází z dokumentu *Nová definice malých a středních podniků*. (Evropská společenství, 2006)

část disertační práce). Z toho důvodu byla vyloučena sekce B, kde podniky výstupy své činnosti získávají docela jinou formou, a proto je tato sekce jako celek poměrně specifická. Navíc dopady globální finanční krize na sekci CZ-NACE B byly také jiného charakteru a jsou odrazem spíše jiných změn ve světové ekonomice. Základní soubor byl následně rozdělen podle jednotlivých sekcí CZ-NACE do dílčích souborů. Ze sekce CZ-NACE C se výzkum zaměřuje, vzhledem k charakteristice výstupů těchto činností a vzhledem k působení globální finanční krize, jen na výrobu potravinářských výrobků (C10) a výrobu nápojů (C11).

Výběrové jednotky byly vybrány z těchto souborů náhodným výběrem, přičemž každá z nich měla stejnou šanci být vybrána, nezáleželo ani na pořadí výběru. Informace o jednotlivých skupinách podle CZ-NACE byly vyexportovány z databáze Bisnode Magnusweb. Jak již bylo uvedeno, výběr konkrétních respondentů byl následně realizován stratifikovaným náhodným výběrem.

Před samotným rozesláním a sběrem dotazníků byl učiněn předvýzkum, který odhalil některé nedostatky dotazníku, jež byly zpracovány a eliminovány. Dotazníkové šetření proběhlo v měsících leden až březen roku 2015.

Rozesílání dotazníků počítalo s návratností menší, než byl rozeslaný počet dotazníků. Avšak bylo usilováno o získání jejich plného počtu, 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. I proto byli respondenti ujišťováni o absolutní anonymitě výzkumu, protože i obecné otázky ohledně financování podniku mohou být některými subjekty považovány za citlivé.

### **5.3 Vybrané statistické nástroje použité při analýze sekundárních a primárních dat**

Získaná data byla pro další statistické zpracování nejdříve roztříděna do tabulek četností. Mezi nejdůležitějšími otázkami, které měly být výzkumem zodpovězeny, byly na úrovni

sekundárních dat týkající se vývoje českého úvěrového a dluhopisového trhu v čase a jejich vzájemné interakci. Na úrovni primárních dat pak bylo zkoumáno, zda dostupnost úvěrů a postoje k dluhopisovému financování, ale i financování obecně závisí na velikosti podniku a případného vlastnictví zahraničním subjektem.

Pro testování vyslovených hypotéz byly použity zejména níže uvedené statistické metody:

- analýza časové řady – korelace časových řad,
- regresní a korelační analýza.

### **Analýza časové řady – korelace časových řad**

Spočívá v přístupu, kdy je sledován vztah jedné časové řady k časové řadě jiné. Tento přístup se snaží objevit, zda změny v jedné časové řadě nejsou vysvětleny změnami v časové řadě jiné. Vychází z předpokladu, že každou časovou řadu je možné popsat aditivním modelem, tj. každá časová řada je dána součtem pravidelné a nepravidelné složky. Jelikož dlouhodobý trend i sezónní složky mohou mít podobný průběh, je potřeba zkoumat vztah mezi náhodnými složkami. Nalezení určitých závislostí mezi náhodnými složkami indikuje možnou příčinnou závislost mezi časovými řadami. Některé časové řady se mohou na první pohled vyvíjet poměrně stejně a mohl by mezi nimi být tušen silný vztah. Při testu reziduí kvalitativně ověřených Durbin-Watsonovým testem ale může být prokázána jen slabá, nebo prakticky žádná závislost. Pak by se jednalo o tzv. **zdánlivou korelaci**. Stejný vývoj těchto dvou řad by tak bylo spíše možné vysvětlit jinou společnou vysvětlující proměnnou. Při nesprávně zvolené trendové funkci, tj. je-li nesprávně zvolen vyrovnávací trend, hrozí nesprávné vystižení náhodné složky. Následkem je nenáhodné uspořádání odchylek v čase a bude mezi náhodnými složkami existovat **autokorelace**. Náhodnost uspořádání ověřuje např. Durbin-Watsonův test autokorelace.

V případě analýzy časové řady se lze ještě setkat s **opožděnou korelací**. Tj. jeden jev má vliv na jiný jev v nestejných obdobích. Vliv se může projevit až po uplynutí jednoho i více období. Testování probíhá stejným způsobem jako u posuzování korelace dvou časových řad. Jen jedna časová řada je posunována o jedno či více období.

Metoda korelace časových řad je použita v případě analýzy časové řady HDP per capita s vývojem časové řady dluhopisového financování. Rovněž je použita v případě analýzy

časových řad vývoje dlouhodobého úvěrového a dlouhodobého dluhopisového financování.

### **Regresní a korelační analýza**

Pro popis závislosti vlivu krize na financování podniku je použita **regresní analýza**. Snahou je vysvětlit změny vysvětlované proměnné změnami nezávisle proměnných (vysvětlujících) a zachytit je matematickým modelem. Jde tak o objasnění případné jednostranné závislosti.

Častým tvarem regresního modelu je přímka, kterou lze zapsat následovně

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X, \quad (1)$$

kde Y vyjadřuje závisle proměnnou, X nezávisle proměnnou,  $\beta_1$  směrnici a regresní koeficient, který závislost změny Y na změně X.  $\beta_0$  je pak absolutním členem neboli kvocientem. Testovány jsou hypotézy:

*H<sub>0</sub>: Funkční závislost mezi závisle a nezávisle proměnnou neexistuje.*

*H<sub>1</sub>: Funkční závislost mezi závisle a nezávisle proměnnou existuje.*

Následně se testuje i statistická významnost parametrů  $\beta_0$  a  $\beta_1$ . Statisticky je tak testována významnost kvocientu a směrnice.

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

Je-li na hladině významnosti  $\alpha = 5 \%$  přijata hypotéza, že kvocient je statisticky nevýznamný, pak je možné jej z rovnice vypustit do následujícího tvaru:

$$Y = \beta_1 * X, \quad (2)$$

a následně je opět možné ověřit hypotézu o nezávislosti

$H_0$ : Funkční závislost mezi závisle a nezávisle proměnnou neexistuje.

$H_1$ : Funkční závislost mezi závisle a nezávisle proměnnou existuje.

Následně znovu testovat významnost  $\beta_1$

$H_0$ :  $\beta_1 = 0$

$H_1$ :  $\beta_1 \neq 0$

V případě regresní analýzy bude pro interpretaci výsledků použit i index determinace nabývající hodnot z intervalu  $\langle 0;1 \rangle$ . Hodnoty blíží se jedné znamenají dobrou kvalitu regresního modelu, neboť vysoké procento rozptylu vysvětlované proměnné je vysvětleno daným modelem. Zároveň hodnota blíží se jedné znamená silnou závislost. Naopak hodnoty směřující k nule znamenají slabou závislost a nízkou kvalitu regresního modelu. Regresní funkce bude považována za méně výstižnou. Index determinace usuzuje na vhodnost zvoleného modelu.

Bude-li sledován kromě síly závislosti i její směr, pak bude sledován i koeficient korelace. Ten nabývá hodnot z intervalu  $\langle -1;1 \rangle$ . Hodnota +1 znamená funkční přímou lineární závislost, -1 funkční nepřímou lineární závislost a 0 lineární nezávislost.



## 6 Výsledky výzkumu

Tato výzkumná část práce je vedena ve dvou rovinách. První část se opírá o analýzu sekundárních dat. Konkrétně o časové řady HDP na obyvatele v České republice a dvou časových řad týkajících se externího dluhového financování podniků – řada objemu dlouhodobých úvěrů a řada objemu emitovaných dlouhodobých korporátních dluhopisů. V obou případech se jedná o nefinanční podniky. Druhá část práce vychází z dotazníkového šetření provedeného na vzorku středních a velkých podniků. Jejím hlavním cílem je zjistit vliv finanční krize na postoj k financování jejich aktivit. Dílčím cílem je určit postoj českých podniků k úvěrovému a dluhopisovému financování současně.

### 6.1 Analýza sekundárních dat

Analýza sekundárních dat vychází ze tří dříve uvedených časových řad. Za prvé je snahou na datech pocházejících z ČR ověřit hypotézu, na jiných trzích potvrzenou např. Beckem et al. (1999), že k rozvoji dluhopisového financování dochází s rostoucím HDP na obyvatele. Za druhé je cílem prokázat míru postavení úvěrů a dluhopisů jako substitutů financování podniků. Úvěry a dluhopisy jako substituty označuje např. Miles (2000, s. 222) či Hyblerová (2014).

#### **Rozvoj českého dluhopisového trhu v závislosti na rozvoji HDP**

Tato problematika byla již částečně zpracována v rámci rešeršní části této disertační práce. S rostoucí a bohatnoucí ekonomikou se mění finanční potřeby jak držitelů volných peněžních fondů, tak subjektů tyto fondy poptávajících. Existují-li dostatečné instituce a nástroje, pak se dá předpokládat, že v ekonomice poroste úloha kapitálového trhu. Toto tvrzení podporují empirická data z Beck et al (1999, s. 30). Vývoj dluhopisového financování a HDP na obyvatele v CZK zachycuje tabulka 12.

Tab. 12: Vývoj hodnot objemu dluhopisového financování podniků a HDP na obyvatele v ČR v letech 2006–2014

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Suma dluhopisů (mil. CZK)*</b>	92 525,46	75 469,71	81 898,33	129 715,73	172 556,18
<b>HDP na obyvatele (CZK, běž. ceny)</b>	341 604,36	371 203,57	384 991,81	373 810,23	375 920,71
<b>Meziroční směr změny ve sledovaných řadách</b>		-+	++	+-	++
Rok	2011	2012	2013	2014	
<b>Suma dluhopisů (mil. CZK)*</b>	198 696,51	278 916,27	310 738,91	340 368,91	
<b>HDP na obyvatele (CZK, běž. ceny)</b>	383 208,13	385 152,24	388 770,74	405 342,41	
<b>Meziroční směr změny ve sledovaných řadách</b>	++	++	++	++	

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB a ČSÚ

Pozn.: \* Jedná se o objem existujících dlouhodobých korporátních dluhopisů k 31. 12. daného roku.

Cílem je v tomto případě ověřit jednostrannou závislost mezi hodnotou HDP na hlavu (nezávisle proměnná) a vývojem dluhopisů (závisle proměnná). Takový výsledek by znamenal potvrzení příčinného vývoje dluhopisového financování podniků v České republice v závislosti na bohatnoucí ekonomice. Alternativní výsledek by hovořil ve prospěch vlivu jiných událostí, než je vývoj zachycený ukazatelem HDP na obyvatele. Zvoleným testovaným modelem byla určena přímka.<sup>59</sup> Hypotézy a výsledky statistické analýzy následují níže (Tab. 13). Výpočty byly provedeny s pomocí programu Statgraphics.

$H_0$ : Vývoj dluhopisového financování je nezávislý na hodnotě HDP na obyvatele.

$H_1$ : Vývoj dluhopisového financování je závislý na hodnotě HDP na obyvatele.

<sup>59</sup> Přímka je jednoduchý, a tím pádem i snadno interpretovatelný model. Proto je často volený (Hindls, 2007, s. 186). Přímka byla zvolena i s ohledem na to, že se dá předpokládat, že s rostoucím ukazatelem HDP poroste bohatství v dané ekonomice, a tím pádem i poptávka po finančních aktivech i po volných finančních prostředcích a naopak. Respektive určitému přírůstku HDP bude odpovídat zhruba stejný přírůstek střední hodnoty poptávky po finančních aktivech.

V rámci provedených výpočtů byla posuzována i vhodnost jiných modelů. Výsledky ale neprokázaly zásadní rozdíly ve vhodnosti modelů, proto je podrobně okomentován pouze model přímky.

## Časová řada let 2006–2014

Nejprve je statisticky testováno celé sledované období. To obsahuje jak roky předkrizové, tak roky s vlivem globální finanční krize i středně dlouhé období pokrizové.

Tab. 13: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada dluhopis vs. HDP na obyvatele 2006–2014)

Parametr	Odhad	Testové kritérium	P-value
Odhad parametru $\beta_0:b_0$	$-1,40 \cdot 10^6$	-2,34694	0,0513
Odhad parametru $\beta_1:b_1$	4,19774	2,66159	0,0324
	<b>Testové kritérium F</b>	<b>P-value</b>	
<b>Analýza rozptylu</b>	7,08	0,0324	

Zdroj: vlastní zpracování

Korelační koeficient: 0,709214

Index determinace: 50,2984 procent

Durbin-Watson: 0,961891 (P=0,0169)

**Dluhopisy =  $-1,40374 \cdot 10^6 + 4,19774 \cdot \text{HDP na obyvatele}$**

**Analýza rozptylu říká, že pro daný model na hladině významnosti  $\alpha = 5 \%$  existuje statisticky významná závislost mezi vývojem dluhopisového financování v závislosti na vývoji ukazatele HDP na 1 osobu ( $p\text{-value} = 0,0324 < \alpha = 0,05$ ). Nulová hypotéza se zamítá a přijímá se  $H_1$ . Model vysvětluje 50,30 % variability závisle proměnné. Korelační koeficient indikuje poměrně silný vztah mezi proměnnými. Zároveň je ale hodnota testového kritéria Durbin-Watsonova testu v oblasti, kde test není jednoznačný. Proto byla dále měřena vzájemná nezávislost mezi rezidui pomocí testu o nulové hodnotě korelačního koeficientu. Výsledek testu na hladině významnosti  $\alpha = 5 \%$  potvrdil existenci lineární závislosti mezi rezidui. Ta je nepřímá a dosti silná. Korelace mezi oběma časovými řadami proto na základě provedených testů není považována jako zdánlivá. Obě proměnné jsou navzájem korelované. Model lze proto interpretovat tím způsobem, že vzroste-li HDP na obyvatele o 1 Kč, vzroste dluhopisové financování v průměru o 4,19 mil. Kč.**

Výše uvedené potvrzuje dřívější výzkumy (např. Beck, 1999) provedené v jiných ekonomikách. Zároveň lze v normálních obdobích očekávat vyšší hodnotu indexu determinace. Nízká hodnota (50,30 %) je v tomto případě zřejmě způsobena externími vlivy (nabízí se např. vliv globální finanční krize na ekonomický vývoj; v případě dluhopisů potom i změna legislativy).

Z tabulky 13 také vyplývá, že na hladině významnosti  $\alpha = 5\%$  lze považovat průsečík s vertikální osou  $\beta_0$  za statisticky nevýznamný. To odpovídá i ekonomické realitě, kdy při nulovém HDP na obyvatele nemůže být záporná hodnota objemu dluhopisů. Průsečík s vertikální osou proto lze z rovnice vypustit. Výsledky statistické analýzy jsou v tomto případě následující (viz tab. 14):

Tab. 14: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada dluhopis vs. HDP na obyvatele 2006–2014) s vynecháním průsečíku s y-osou.

Parametr	Odhad	Testové kritérium	P-value
<b>Odhad parametru <math>\beta_1:b_1</math></b>	0,499732	5,91153	0,0004
	<b>Testové kritérium F</b>	<b>P-value</b>	
<b>Analýza rozptylu</b>	34,95	0,0004	

Zdroj: vlastní zpracování

Korelační koeficient: 0,902064

Index determinace: 81,372 procent

Durbin-Watson: 0,185889

**Dluhopisy = 0,499732\* HDP na obyvatele**

Dle analýzy rozptylu lze konstatovat, že na 5% hladině významnosti zamítáme nulovou hypotézu o nezávislosti dluhopisového financování na rozvoji HDP na obyvatele a přijímáme hypotézu alternativní. Korelační koeficient ukazuje na silnou pozitivní funkční závislost. Index determinace říká, že 81,37 % variability závisle proměnné je vystiženo daným modelem, tj. pomocí přímky. Po vynechání statisticky nevýznamného průsečíku s osou y se poměrně výrazně mění i směrnice přímky. Nyní lze model interpretovat tím způsobem, že zvýšení HDP na obyvatele o 1 Kč bude v průměru znamenat nárůst

dluhopisového financování podniků o cca 0,5 milionu Kč. Rozdílné hodnoty směrnic modelů přímek s průsečíkem a bez průsečíku naznačují vhodnost jiného modelu. Dle testování se jako vhodnější modely jeví například „funkce  $Y = e^{(b_1\sqrt{x})}$ “ nebo exponenciální funkce. V obou případech je prakticky shodný korelační koeficient (0,999) a index determinace (99,87 %).

### Časová řada let 2009–2014

Je-li vynecháno (před)krizové období a začne-li časová řada rokem, kdy měla globální finanční krize na české hospodářství největší dopad (tj. rok 2009), pak analýza nabízí poměrně jiné výsledky (viz tab. 15). Statistické hypotézy byly zachovány.

Tab. 15: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada dluhopis vs. HDP/obyv. 2009–2014)

Parametr	Odhad	Testové kritérium	P-value
Odhad parametru $\beta_0:b_0$	$-2,32 \cdot 10^6$	-3,68237	0,0212
Odhad parametru $\beta_1:b_1$	6,64032	4,06222	0,0153
	<b>Testové kritérium F</b>	<b>P-value</b>	
<b>Analýza rozptylu</b>	16,5	0,0153	

Zdroj: vlastní zpracování

Korelační koeficient: 0,897159

Index determinace: 80,4893 procent

Durbin-Watson: 1,80861 (P=0,1896)

**Dluhopisy =  $-2,32051 \cdot 10^6 + 6,64032 \cdot \text{HDP na obyvatele}$**

Tentokrát model přímky zachycující vztah mezi HDP na obyvatele a dluhopisy vystihuje situaci poměrně přesně. **Analýza rozptylu říká, že na hladině významnosti  $\alpha = 5\%$  lze  $H_0$  zamítnout a přijmout  $H_1$ .** P-value Durbin-Watsonova testu je větší než 0,05, nezamítá se nulová hypotéza o nezávislosti reziduí. To znamená, že sériová autokorelace není identifikována. Model zároveň vysvětluje 80,49 % variability závisle proměnné. To je oproti předchozí situaci, kdy byly testovány stejné časové řady v období let 2006–2014, cca o 30 p.b. vyšší hodnota. Tento rozdíl poukazuje na významný vliv globální finanční

krize a následné ekonomické recese. Korelační koeficient indikuje velmi silný vztah mezi proměnnými.

Testovaný model přímky říká, že vzroste-li HDP na obyvatele o 1 Kč, vzroste dluhopisové financování v průměru o 6,64 mil. Kč. Průsečík s y-osou v tomto případě nemá příliš smysl interpretovat, jelikož by říkal, že při nulovém HDP na obyvatele by bylo dluhopisové financování záporné, což je nedosažitelný stav. Na druhou stranu ale také y-průsečík indikuje, že dluhopisové financování by mělo existovat až od určité úrovně HDP na hlavu (průsečík s osou x), a to už reálnou situaci vystihovat může. Dle v rešeršní části uvedené teorie „pecking order model“ a modelu financování podniku v závislosti na jeho životním cyklu totiž podniky využívají vlastní zdroje financování a až následně zdroje dluhové. Dluhopisy jsou dokonce využívány v pozdější fázi životního cyklu podniku než úvěry.

I tento výsledek korelace časové řady je ale nutné brát s určitou rezervou především k poměrně krátké časové řadě, k níž se vztahuje. Do budoucna je vhodné dané časové řady nadále sledovat a výsledky díky novým pozorováním zpřesňovat. Bude-li se ale české hospodářství rozvíjet podobným směrem jako doposud, pak se dá nejspíše očekávat, že i na delší časové řadě bude v ČR potvrzen pozitivní rozvoj podnikového dluhopisového financování v souvislosti s rozvojem ekonomiky.<sup>60</sup>

### **Ověření závislosti vývoje podnikového úvěrového financování na dluhopisovém financování**

Dalším krokem analýzy sekundárních dat je ověření teze říkající, že úvěry a dluhopisy jsou substituty (viz např. Miles (2000, s. 222) či Hyblerová (2014)). Při fixní potřebě dluhového financování by to znamenalo, že rostou-li úvěry, pak dluhopisy musí klesat a naopak. Roste-li/klesá-li celková dluhová potřeba financování, pak to znamená, že růst/pokles úvěrů bude snižovat/zvyšovat tempo růstu/poklesu dluhopisů. Možné situace vzájemné pozice úvěrů a dluhopisů jako substitutů zachycuje následující obrázek (obr. 9).

---

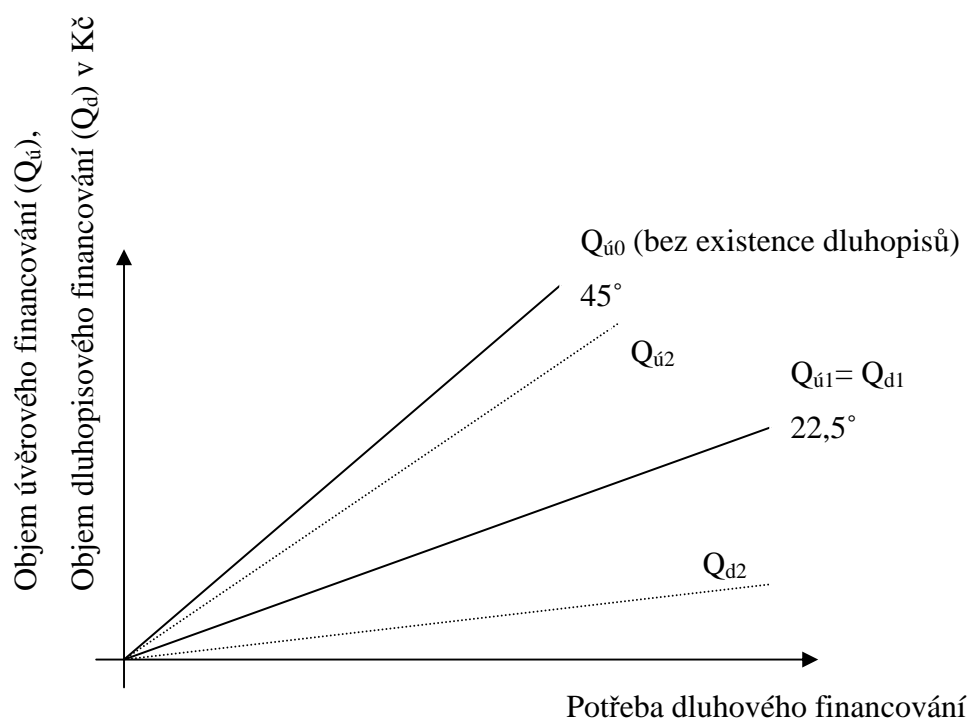
<sup>60</sup> Beck (1999) se zabýval prostředím s jednou z nejdelších možných časových řad, ekonomikou USA.

Obrázek 9 zachycuje 3 situace:

- *Nula – Na trhu existuje pouze jeden z nástrojů (v obrázku je to úvěr). Celá poptávka po dluzích je tak uspokojena pouze úvěry. Viz přímka  $Q_{ú0}$  pod úhlem  $45^\circ$ .*
- *Jedna – Úvěry a dluhopisy jsou dokonalé substituty. Preference uživatelů jsou 1:1, a tak je 50 % poptávky uspokojeno úvěry a 50 % poptávky uspokojeno dluhopisy. Viz splývající přímky  $Q_{ú1}$  a  $Q_{d1}$ . Každá z přímek vede pod úhlem  $22,5^\circ$ .*
- *Dva – uživatelé raději preferují úvěry ( $Q_{ú2}$ ) nad dluhopisy ( $Q_{d2}$ ). Celková poptávka je uspokojena součtem obou přímek. Tato situace může znamenat dva stavy:*
  - a) Dluhopisy a úvěry dokonalými substituty nejsou, a proto je jejich preference užívání různá.*
  - b) Dluhopisy a úvěry sice dokonalými substituty jsou, ale preference uživatelů těchto nástrojů, nebo náhoda způsobuje rozdílnou míru užívání.*

Sklon obou přímek ( $Q_u$  a  $Q_d$ ) mohou ovlivňovat například legislativní bariéry (různá regulatorní opatření), ale i preference uživatelů těchto dvou nástrojů (viz kapitola týkající se rešerše volby podniků mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním).

Nejreálnější se proto zdá být situace „dva“ a. To je zřejmě dáno právě různými bariérami využívání obou nástrojů, jako jsou například legislativní opatření, regulace, vyspělost ekonomiky jako celku, ale i zvyklosti, fáze životního cyklu podniku, přístup k ratingovému ohodnocení, postoje finančního managementu k bankám a kapitálovému trhu, a v neposlední řadě náklady na získání kapitálu apod. Tj., nižší vyspělost ekonomiky, horší přístup podniků k ratingu, nedostatečně velké podniky v ekonomice, silné vazby podniků na bankovní sektor atd., to vše vede k nižšímu využívání dluhopisového financování podniků.



Obr. 9: Vzájemné pozice úvěrů a dluhopisů v rámci dluhového financování

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.:  $Q_u$  = objem úvěrového financování,

$Q_d$  = objem dluhopisového financování.

Co se analyzované reálné situace týče, jsou brány v potaz stejně dlouhé časové řady v případě dlouhodobých dluhopisů a dlouhodobých úvěrů, tj. dlouhodobých dluhů. Proč jsou vynechány krátkodobé dluhopisy a úvěry, je zřejmé z literární rešerše, respektive popisu současného stavu tématu a v něm provedeného exploračního výzkumu. Krátkodobé dluhy a jejich vývoj v čase se totiž chovají odlišným způsobem, než dlouhodobé. V České republice navíc zatím prakticky absentuje krátkodobé dluhopisové financování. Časové řady vývoje dlouhodobých dluhových nástrojů financování podniků v letech 2006 až 2014 zachycuje následující tabulka (tab. 16).



Tab. 16: Časové řady hodnot dlouhodobých podnikových úvěrů a dlouhodobých korporátních dluhopisů (řada 2006–2014 v mil. Kč)

Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Suma dluhopisů</b>	92 525,46	75 469,71	81 898,33	129 715,73	172 556,18	198 696,51	278 916,27	310 464,66	340 368,91
<b>Dluhopisy - absolut. meziroč. změna</b>		-17 055,75	6 428,62	47 817,40	42 840,45	26 140,33	80 219,76	31 548,39	29 904,25
<b>Dluhopisy - relativ. meziroč. změna</b>		-18,43 %	8,52 %	58,39 %	33,03 %	15,15 %	40,37 %	11,31 %	9,63 %
<b>Suma úvěrů</b>	246 428,8	285 982,3	345 126	360 171,5	391 252,2	419 058,9	424 305,6	448 011,3	465 603,8
<b>Úvěry - absolut. meziroč. změna</b>		39 553,50	59 143,70	15 045,50	31 080,70	27 806,70	5 246,70	23 705,70	17 592,50
<b>Úvěry - relativ. meziroč. změna</b>		16,05 %	20,68 %	4,36 %	8,63 %	7,11 %	1,25 %	5,59 %	3,93 %
<b>Dluhy celkem</b>	338 954,26	361 452	427 024,3	489 887,23	563 808,38	617 755,41	703 221,87	758 475,96	805 972,7
<b>Dluhy - absolut. meziroč. změna</b>		22 497,75	65 572,32	62 862,9	73 921,15	53 947,03	85 466,46	55 254,09	47 496,75
<b>Dluhy - relativ. meziroč. změna</b>		6,64 %	18,14 %	14,72 %	15,09 %	9,57 %	13,83 %	7,86 %	6,26 %
<b>Meziroční směr změny ve sledovaných řadách</b>		---	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: šedivě jsou podbarveny analyzované časové řady.

V této situaci je cílem určit, zda je jeden druh financování nezávislý na druhu financování druhém. Vzhledem k tomu, že ve sledovaném období celková potřeba dlouhodobých dluhů roste, dá se předpokládat, že vývoj dluhopisů bude spíše brzdit vývoj úvěrů (nebude je jen čistě nahrazovat). Možný je i obrácený pohled. Tedy že vývoj úvěrů bude brzdit vývoj dluhopisů. Za nezávislou (vysvětlující) proměnnou byly zvoleny dluhopisy, za závisle proměnnou (vysvětlovanou) potom úvěry. Takto položený předpoklad vyplývá z toho, že český dluhopisový trh korporátních dluhopisů je především mladší, ale i objemově menší, zatímco úvěrový trh je etablovaný a tradiční. Hypotézy byly položeny následujícím způsobem:

$H_0$ : Vývoj úvěrového financování je nezávislý na vývoji dluhopisového financování.

$H_1$ : Vývoj úvěrového financování je závislý na vývoji dluhopisového financování.

Testovaným modelem byla jako v předchozím případě přímka. Výsledky statistické analýzy dvou výše uvedených časových řad jsou zachyceny v tabulce (tab. 17).

Tab. 17: Výsledky analýzy korelace časových řad (řada úvěr a dluhopis 2006–2014)

Parametr	Odhad	Testové kritérium	P-value
Odhad parametru $\beta_0$ : $b_0$	255564	9,80383	0,0000
Odhad parametru $\beta_1$ : $b_1$	0,646113	5,20622	0,0012
	<b>Testové kritérium F</b>	<b>P-value</b>	
<b>Analýza rozptylu</b>	27,1	0,0012	

Zdroj: vlastní zpracování

Korelační koeficient: 0,891487

Index determinace: 79,475 procent

Durbin-Watson: 0,907763 (P= 0,0073)

**Úvěry = 255564 + 0,646113\*Dluhopisy**

Výstup ukazuje, že zvolený model (přímka), poměrně přesně popisuje vztah mezi úvěry a dluhopisy. **Analýza rozptylu říká, že na hladině významnosti  $\alpha = 5 \%$ , je možné**

**zamítnout nulovou hypotézu a přijmout alternativní.** Čili existuje statisticky významný vztah mezi úvěry a dluhopisy. Dále je možné konstatovat, že 79,475 % variability závisle proměnné lze vystihnout daným modelem. Korelační koeficient je roven 0,89 a značí velmi silnou závislost mezi proměnnými. **Hodnota testového kritéria Durbin-Watsonova testu se pohybuje v oblasti, kde test není jednoznačný.** Následné měření vzájemné závislosti mezi rezidui pomocí testu o nulové hodnotě korelačního koeficientu prokázalo na hladině významnosti  $\alpha = 5\%$  silnou nepřímou lineární závislost. To vede k závěru, že pozorovaná korelace mezi oběma časovými řadami není jen zdánlivá. Emise dluhopisů působí na vývoj úvěrového financování. Model říká, že vzroste-li dlouhodobé dluhopisové financování o 1 mil. Kč, vzroste dlouhodobé úvěrové financování podniků v průměru o 0,646 mil. Kč. V dané časové řadě je patrná vyšší preference podniků směrem k dlouhodobým dluhopisům, než k dlouhodobým úvěrům.

Z indexu determinace, který nabývá poměrně vysoké hodnoty, lze usoudit, že zvolený model je možné považovat za poměrně kvalitní. Proti jeho vyšší hodnotě mohou hovořit náhodné vlivy jako například změna legislativy v případě dluhopisů; u úvěrů potom změna regulace bank učiněná v reakci na globální finanční krizi.

### **Shrnutí analýzy časových řad a možné dopady na podnikovou sféru**

Na poměrně krátké časové řadě let 2006–2014, respektive 2009–2014 byla přijata hypotéza o závislosti rozvoje dluhopisového financování v závislosti na vývoji ukazatele HDP na 1 obyvatele. I přes poměrně krátkou časovou řadu, a tím i limitující vypovídací schopnost výsledků, lze předpokládat, že s rostoucím HDP na obyvatele se rozvíjejí nové možnosti financování podniků pomocí dluhopisového financování. Dá se usuzovat na to, že s rostoucím bohatstvím budou podnikové dluhopisy na trhu lépe umístitelné. Podniky díky tomu mohou dosáhnout vyšší nezávislosti na bankovním financování a eliminovat tím různé omezující podmínky úvěrových smluv. Zároveň podniky mohou zahrnout do prospektu dluhopisu takové podmínky splácení, které lépe vyhovují jejich finančnímu řízení a potřebám. To vše ale za předpokladu poměrně stabilního vývoje ekonomické situace a nezvyšujících se bariér pro emise dluhopisů.

V druhém případě, kdy mezi sebou byly analyzovány z pohledu korelace časové řady úvěrů a dluhopisů, nebyla prokázána negativní korelace mezi vývojem úvěrového a dluhopisového financování. Přičemž negativní korelace by se u substitutů dala očekávat. Dluhopisové financování zřejmě neutlumuje financování pomocí úvěrů v absolutních hodnotách, ale spíše zpomaluje dynamiku jeho růstu.

## 6.2 Analýza primárních dat

Analýza primárních dat vychází z údajů získaných dotazníkovým šetřením v průběhu měsíců leden až březen 2015 na výběrovém souboru nadefinovaném v metodice doktorské disertační práce. Dotazník je k nahlédnutí v příloze práce (příloha A). Analýza primárních dat nejdříve vychází z charakteristik četností jednotlivých odpovědí. Následně jsou, je-li to možné, hledány statisticky významné vztahy mezi odpověďmi. Cílem analýzy primárních dat bylo ověřit třetí dílčí hypotézu a odpovědět na výzkumné otázky položené v první kapitole. Otázky 1–4 společně s otázkami 16 a 17 byly identifikační<sup>61</sup>, ostatní byly cíleny na chování podniků v souvislosti s finanční krizí, na preference a postoje k úvěrům a preference a postoje k dluhopisům.

- ***Základní charakteristika výběrového souboru***

Dotazník byl určen podnikům, které mají největší pravděpodobnost emitovat dluhopisy, tj. velkým středním a velkým podnikům (ostatní kritéria výběru základního souboru jsou popsána v metodice). Základním kritériem výběru byl obrat v minimální výši 1 mld. Kč. Následně byly vyloučeny podniky s velmi malým počtem zaměstnanců. V průběhu dotazování byly také na základě doručených odpovědí vyloučeny skupiny podniků, které v podstatě nejsou samostatné, a strategii jejich financování určuje matka. Odpovědi těchto podniků nejsou zpracovány ve výsledcích vyplývajících z dotazníkového šetření. Charakteristiku četností podniků dle obratu, aktiv a počtu zaměstnanců shrnuje následující tabulka (tab. 18).

---

<sup>61</sup> S otázkou 17 (název podniku) ale není nijak pracováno – šetření je anonymní. Otázka sloužila pouze k zamezení opětovného kontaktu respondenta.

Tab. 18: Charakteristika dotazovaných podniků z hlediska ročního obrátu, velikosti aktiv a počtu zaměstnanců

	<b>Roční obrát (mil. Kč)</b>					
	4166 a méně	4167 až 7733	7734 až 11300	113001 až 14866	14867 až 18433	18434 a více
<b>počet</b>	21	4	1	1	0	5
	<b>Bilanční suma (mil. Kč)</b>					
	3942 a méně	3943 až 7335	7336 až 10727	10728 až 14120	14121 až 17512	17513 a více
<b>počet</b>	22	1	4	0	2	3
	<b>Počet zaměstnanců</b>					
	533 a méně	534 až 1026	1027 až 1520	1521 až 2013	2014 až 2506	2507 a více
<b>počet</b>	25	3	1	1	1	1

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: Pro stanovení počtu intervalů bylo použito Sturgesovo pravidlo; extrémní hodnoty (odlehlá pozorování) byla z určení mezí intervalů eliminována.

Konečné charakteristiky velikosti uvedené v tabulce 18 se mohou lišit od zamýšlených, neboť základní soubor byl generovaný v roce 2014, ale dotazníky byly shromažďovány na začátku roku 2015 (leden až březen).

Z tabulky 18 je zřejmé, že velmi velkých podniků je ve výběrovém souboru poměrně málo. Nejčetněji jsou zastoupeny podniky v nejnižších intervalech. Stále se ale jedná o velké střední a velké podniky.

- **Charakteristika vyplňující osoby**

Úkolem této identifikační otázky bylo ověřit, zda vyplňovala dotazník co nejkompetentnější osoba v podniku. Při rozesílání byl proto dotazník, bylo-li to možné, primárně adresován finančním nebo ekonomickým ředitelům dotazovaných společností. Za tímto účelem byly v databázi Magnusweb nebo na internetových stránkách dotazovaných podniků vyhledány konkrétní e-mailové adresy, ale i telefonní kontakty kompetentních osob.

Tab. 19: Pozice osoby vyplňující dotazník

Název pozice	Ekonomický ředitel / náměstek	Finanční ředitel / náměstek	Ostatní
<b>Počet</b>	18	10	4

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky (tab. 19) lze předpokládat, že zaznamenané odpovědi za jednotlivé podniky jsou relevantní. I pozice osob označených jako ostatní byla svým zaměřením spjata s ekonomickou funkcí s dostatečným přehledem o financování společnosti.

- **Charakteristika podniku dle vlastnictví**

Jedním z cílů výzkumu bylo určit postoj podniků k dluhopisovému a úvěrovému financování v závislosti na charakteristice vlastníka podniku z pohledu země jeho původu (tj. domácí nebo zahraniční)<sup>62</sup>. Charakteristika podniku dle vlastnictví je zobrazena v níže uvedené tabulce a je dále v relevantních případech použita při testování nezávislostí mezi daty získanými z jednotlivých otázek.

Tab. 20: Vlastnictví podniku

	pouze s českým vlastníkem	s minoritním zahraničním vlastníkem	s majoritním zahraničním vlastníkem
<b>Počet</b>	19	2	11
<b>%</b>	59,3	6,3	34,4

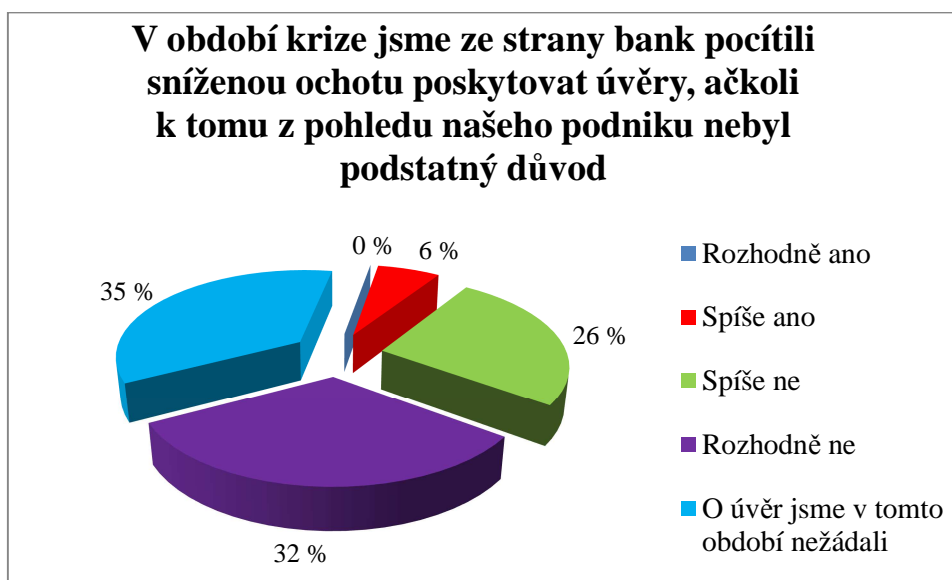
Zdroj: vlastní zpracování

Z uvedené tabulky (tab. 20) vyplývá, že nejčastější obměnou jsou podniky pouze s českým vlastníkem s podílem blížícím se 60 %. Zhruba 40 % podniků má v nějaké míře zahraničního majitele. Z nich většina je zahraničním vlastníkem vlastněna majoritně (34,4 % z celkového počtu dotazovaných podniků).

<sup>62</sup> Více k této analýze při sledování vzájemných vazeb mezi jednotlivými odpověďmi na dvojicích otázek.

- **Podnikem vnímaná ochota bank poskytovat úvěry v době finanční krize**

Tato otázka zkoumala vliv finanční krize na dostupnost úvěrových zdrojů podnikům. V rešeršní části textu bylo citováno, že podniky obecně v období finanční krize pocítily zhoršený přístup k úvěrům.



Obr. 10: Podniky vnímaná ochota bank poskytovat úvěry v období finanční krize

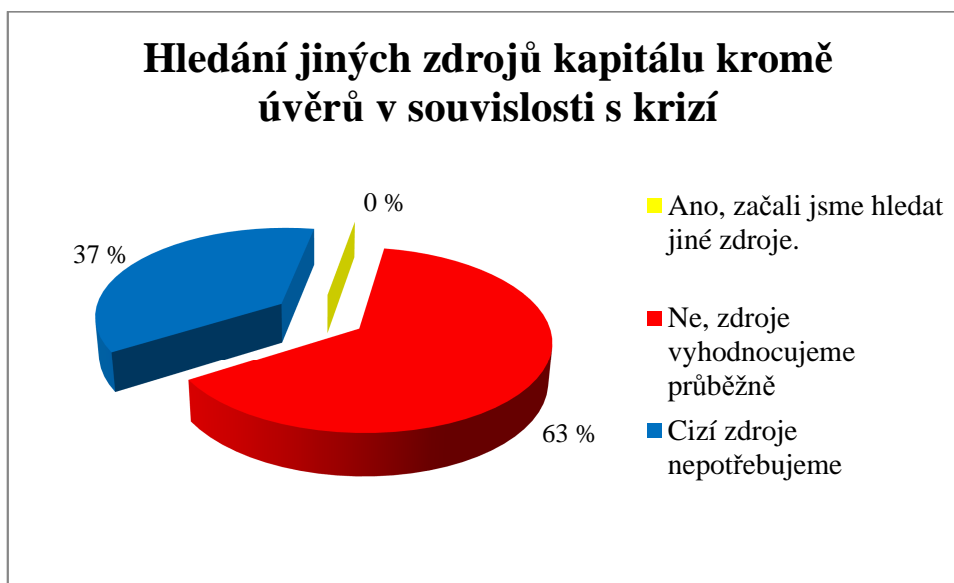
Zdroj: vlastní zpracování

Z obrázku (obr. 10) vyplývá, že dotazované podniky buď v daném období o úvěr buď nežádaly (35 %), nebo pokud žádaly, pak nezaznamenaly větší obtíže spojené se získáváním úvěru (58 %). Jen 6 % dotazovaných podniků pocítlo zhoršený přístup k úvěrům. Jelikož byl výzkum cílen na velké střední podniky a velké podniky, daly se podobné výsledky, i přes poměrně významný propad ve výkonu v dotčeném období daných NACE a obecně prezentované nižší ochotě bank poskytovat úvěry, očekávat. Velké podniky jsou totiž v očích bank zpravidla vnímány málo rizikově. **V souvislosti s tématem se tak dá dále předpokládat poměrně nízká vůle podniků emitovat dluhopisy, respektive měnit svůj aktuální způsob financování.**

- **Hledání zdrojů financování v souvislosti s krizí**

Dle sekundárních dat prezentovaných v rešeršní části a analýze současného stavu tématu, je patrné, že k určitému posunu ve strategii financování podniků dlouhodobými zdroji došlo. Zároveň je tento posun sledován cca od roku 2009, který se dá označit za dno

hospodářské recese. Cílem této části tématu proto bylo ověřit, zda ve zvolených průmyslových odvětvích, která mají předpoklady emitovat dluhopisy, došlo k tomuto posunu a zda k tomu došlo v souvislosti s finanční krizí. Respektive otázka je zaměřena o trochu širěji zaměřuje se na vyhodnocování zdrojů v souvislosti s krizí obecně. Stále však v závislosti na předpokladu využívání úvěrů. Vzhledem k odpovědím v předcházejícím bodu se výrazný posun společností ve změně strategie jejich financování při zpracovávání dat očekávat nedal. To dokládá i následující obrázek (obr. 11).



Obr. 11: Postoje k vyhodnocování zdrojů v souvislosti s krizí

Zdroj: vlastní zpracování

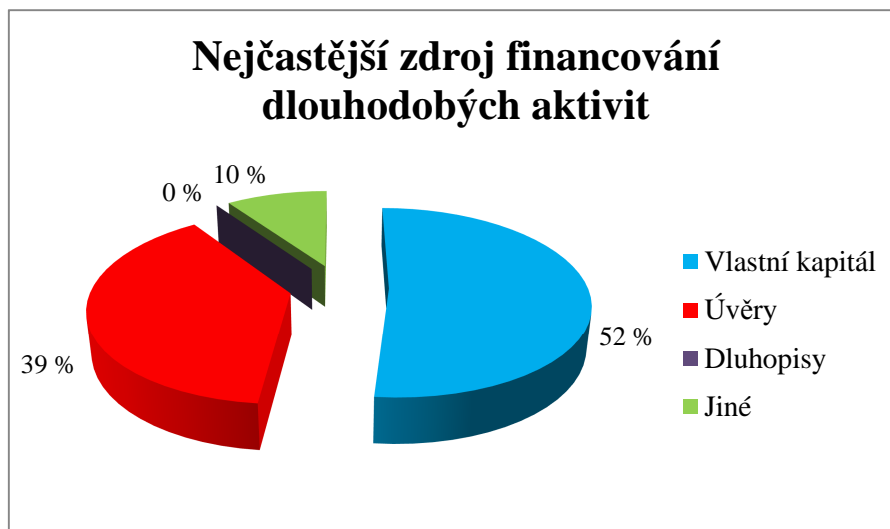
Z výsledků (obr. 11) vyplývá, že zdroje jsou v podnicích nejčastěji hodnoceny průběžně (63 %), nebo že podniky doposud úvěry nevyužívaly (37 %). Proto ani změny na trhu s úvěry v souvislosti s finanční krizí nebyly motivací pro hledání zdrojů nových. Žádný z dotazovaných podniků nevedl, že by v souvislosti s krizí začal hledat jiné zdroje financování, kterými by nahradil úvěry.

- **Postoj podniků k financování dlouhodobých aktivit**

Toto téma bylo zkoumáno pomocí osmé otázky v dotazníku. Výsledky (obr. 12) jasně ukazují na poměrně konzervativní postoj k financování podniků, kdy 52 % podniků volí



k financování dlouhodobých aktivit vlastní kapitál.<sup>63</sup> Tato skutečnost koresponduje s předchozím bodem. Podniky, které především volí pro financování dlouhodobých aktivit vlastní kapitál, zároveň s ohledem na projevy globální finanční krize v ČR nebyly donuceny hledat jiné zdroje kapitálu.



Obr. 12: Zdroj financování dlouhodobých aktivit

Zdroj: vlastní zpracování

Používání vlastního kapitálu je sice dražší, ale bezpečnější variantou. Podniky dostatečně nezávislé na cizích zdrojích jsou také bankami vnímány jako ideální klienti, proto se zřejmě neprokázala zhoršená dostupnost úvěrů v období finanční krize. Navíc, dle výsledků zde nezachycených, uvádí nemálo společností nadbytek vlastního kapitálu.

- **Postoje a preference k bankovním úvěrům**

Tento bod výzkumu má odhalit preference podniků v užívání bankovních úvěrů. Jelikož mohly podniky označit až tři varianty a zároveň jim přiřadit významnost (1 nejvyšší, 3 nejnižší), nemusí být součet roven celkovému počtu získaných dotazníků. Pokud podnik nevyužívá úvěrové financování, pak jeho odpovědi vyjadřují alespoň jeho preference k úvěrovému financování, pokud by jej z nějakého důvodu volil.

<sup>63</sup> Tím zároveň podniky ve své podstatě naplňují tzv. zlatá bilanční pravidla. Konkrétně se jedná o tzv. zlaté pari pravidlo říkající to, že dlouhodobý majetek by měl být financován výhradně vlastním kapitálem.

Níže uvedená tabulka (tab. 21) poukazuje na vyhovující situaci zkoumaných podniků z pohledu dostupnosti a „uživatelské příjemnosti“ úvěrů. Nejlépe ohodnocenými preferencemi využívání úvěrů jsou „Banka nás zná, jednání jsou rychlá“ a schopnost vyjednat si dostatečně příznivé podmínky poskytnutí úvěru. Překvapivě málo bodů získala varianta „úvěr je méně nákladný oproti jiným zdrojům financování“. Buď je tato varianta vyplňujícími osobami vnímána jako příliš samozřejmá, nebo není cena poskytnutých úvěrů mezi nejdůležitějšími faktory, nebo nejsou zdroje vyhodnocovány průběžně, jak bylo výše deklarováno. Při zobecnění poznatku na celý základní soubor se pravděpodobně nedá u dané kategorie podniků očekávat posun od úvěrového k dluhopisovému financování.

Tab. 21: Preference při volbě úvěrů

<b>PRIORITA</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>Bodové hodnocení*</b>
<i>BÚ je srozumitelný</i>	6	4	3	29
<i>Dobré vztahy s bankami</i>	5	3	5	26
<i>Banka nás zná, jednání jsou rychlá</i>	4	7	6	<b>32</b>
<i>Dokážeme vyjednat vyhovující podmínky</i>	<b>15</b>	4	1	<b>54</b>
<i>Nevidíme alternativu</i>	1	1	0	5
<i>Úvěr je méně nákladný oproti jiným zdrojům</i>	0	4	4	12
<i>Jiné</i>	2	1	0	8

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: \*Bodové hodnocení = priorita \* počet bodů,

kde: priorita 1 = 3 body, priorita 2 = 2 body a priorita 3 = 1 bod.

- **Postoje a preference k dluhopisovému financování**

Jelikož analyzované podniky dluhopisové financování prakticky nevyužívají, tato níže uvedená tabulka (tab. 22) vyjadřuje spíše možné preference, které by mohly znamenat budoucí rozvoj dluhopisového financování.

Při pohledu na tabulku 22 je zřejmé, že podniky by při používání dluhopisového financování nejvíce ocenily nezávislost na bance. U dluhopisového financování podniky vítají i jejich potenciální flexibilitu v nastavení úroků, splácení atd. oproti bankovním úvěrům. Mezi poměrně oceňovaný faktor patří i teoreticky výhodnější pozice vůči věřitelům. Z tabulky (tab. 22) se dá také usuzovat na to, že k prudšímu rozvoji dluhopisového financování by došlo spíše při krizi bankovní, než při „pouhé“ hlubší recesi, která se v ČR bankovního sektoru zásadním způsobem nedotkla. Tato skutečnost by zároveň byla ve shodě se studií Yoshitomiho a Shiraie (2001).

Tab. 22: Preference při volbě dluhopisů

<b>PRIORITA</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>Bodové hodnocení*</b>
<i>Umožňují nezávislost na bance</i>	<b>13</b>	2	1	<b>46</b>
<i>Výhodnější pozice vůči věřitelům</i>	1	5	5	18
<i>Používáme a jsou srozumitelným nástrojem</i>	3	0	1	10
<i>Flexibilnější oproti úvěrům</i>	1	7	3	20
<i>Jiné</i>	8	0	1	25

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: mezi jiné patřily nejčastěji odpovědi jako „nikdy nebudeme emitovat“, „o tomto nerozhodujeme my, ale naše mateřská společnost“, atp.

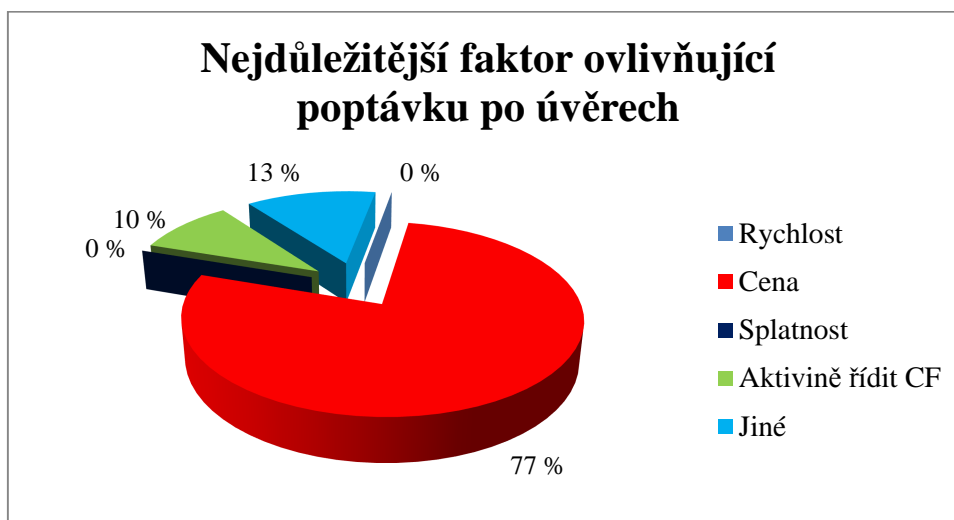
\*Bodové hodnocení = priorita \* počet bodů,

kde: priorita 1 = 3 body, priorita 2 = 2 body a priorita 3 = 1 bod.

- **Nejdůležitější aspekt při jednání o novém dluhovém nástroji**

Nejčastější odpovědí na otázku ohledně nového dluhového nástroje je jednoznačně cena (viz obr. 13). Tuto možnost jako odpověď zvolilo 77 % podniků. Dosažený výsledek poměrně odporuje výsledkům „postoje a preference k bankovním úvěrům“, kdy na cenu úvěrů není explicitně kladen důraz. Dluhopisy mohou být konkurenčním nástrojem pro úvěr především v tom případě, kdy náklady na získání volných peněžních prostředků budou cenově srovnatelné. Tento závěr se dal ale očekávat, a je zároveň ve shodě s výzkumnou otázkou položenou v první kapitole práce.

Mírná očekávání byla v této otázce upírána k možnostem aktivně řídit cash flow (CF) a stanovení splatnosti, jež mohou být o něco pružněji nastavovány u dluhopisů, než u bankovních úvěrů. Vzhledem k vyjednávací pozici podniků (viz předchozí body dotazníkového šetření) vůči bankám, která nebyla před výzkumem detailně známa, a dopadům krize na zkoumané podniky v oblasti financování, které jsou také minimální, se ale jeví neuvedení těchto dvou možností logické. Relativní četnosti odpovědí na danou otázku zachycuje obrázek 13.

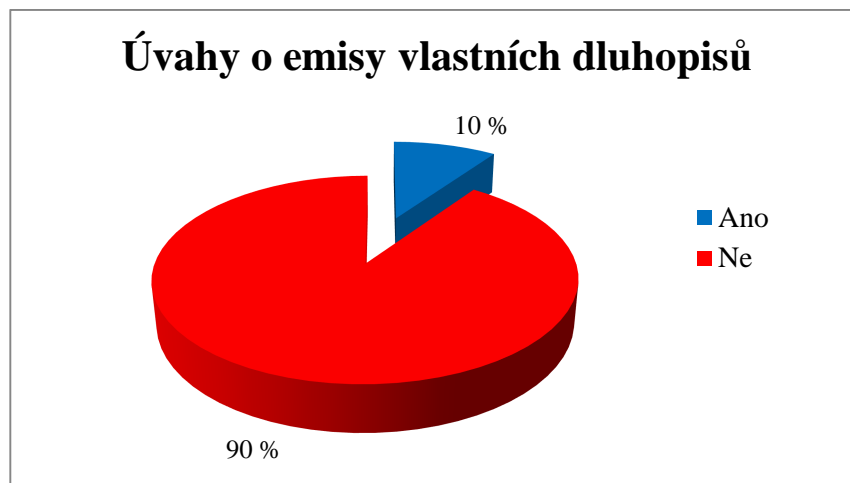


Obr. 13: Nejdůležitější aspekt nového dluhového zdroje

Zdroj: vlastní zpracování

- **Úvahy o emisi vlastních dluhopisů**

Tato otázka byla spíše testovací. Jestliže podniky průběžně hodnotí zdroje financování podniku, jak z 2/3 v dříve položené otázce tvrdily, pak by většina odpovědí měla být zaznamenána jako „ano“. Tím by podniky prokázaly, že i dluhopisy byly zkoumány jako možný zdroj financování podniku. Skutečné odpovědi (viz obr. 14) ale hovoří obráceně a potvrzují jednak strategii podniků financovat se vlastními zdroji, či úvěry, nebo v rámci vnitropodnikového financování, bez ohledu na současné změny na trhu s dluhopisy. Další možností je nesprávná interpretace otázky respondentem.



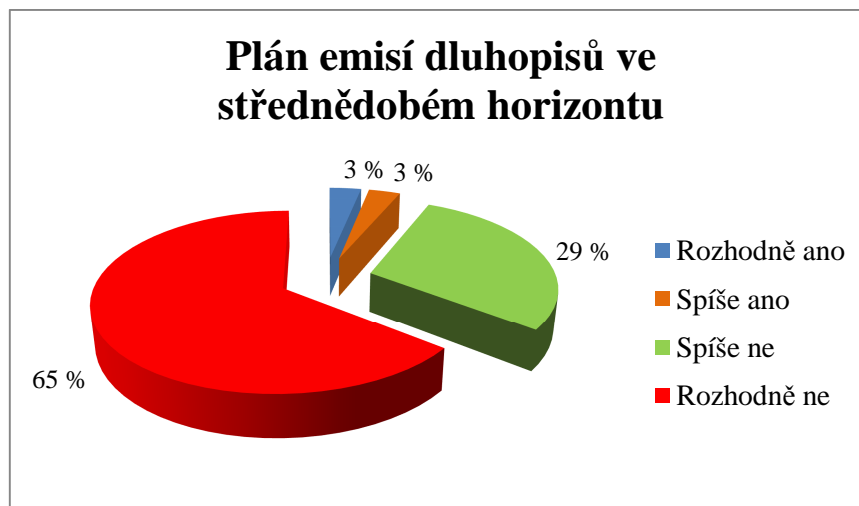
Obr. 14: Úvahy o emisí vlastních dluhopisů

Zdroj: vlastní zpracování

Podniky u této otázky mohly uvádět i důvody, proč o dluhopisech uvažovaly, nebo naopak neuvažovaly. Doplnujícími odpověďmi pro *ano* byly například „ano a používáme“ nebo „ano, úvěrový trh v ČR má omezené kapacity“. Vzhledem k omezenému počtu odpovědí *ano*, je tento výčet uveden spíše pro zajímavost. V případě *ne* se nejčastěji opakují důvody „máme přebytek vlastních zdrojů“ (3x), „nepotřebujeme/není důvod“ (7x), „raději volíme úvěr“ (3x). Ostatní doplňující odpovědi v případě *ne* již nejsou tak četné. Nejčastější obměna u *ne*, tj. „nepotřebujeme/není důvod“ se jeví jako poněkud vágní. Avšak upozorňuje na chybějící motiv podniků pro změnu. Tím motivem nebyly například ani projevy globální finanční krize v České republice.

- **Plán emitovat dluhopisy ve střednědobém horizontu**

Odpovědi na plánování emise dluhopisů se shodují s předchozí otázkou. 94 % podniků spíše nebo rozhodně neplánuje emitovat dluhopisy pro financování svých podnikových aktivit ve střednědobém horizontu. Některé podniky dokonce uvedly: „Rozhodně ne a nikdy ani nebudeme.“



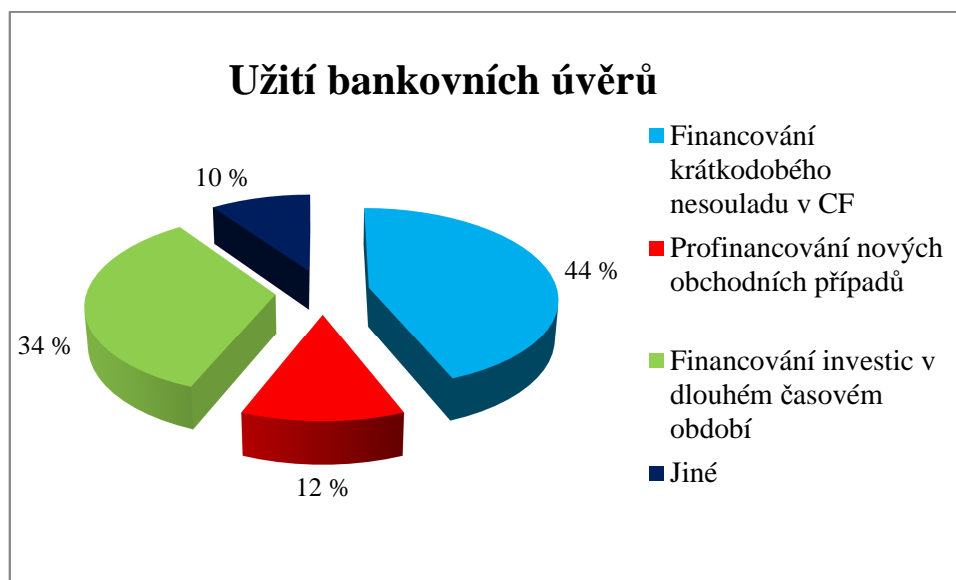
Obr. 15: Plány emitovat dluhopisy ve střednědobém horizontu

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky zachycené na obrázku 15 jsou opět v konsensu s odpověďmi na otázku zachycující postoje podniků k úvěrovému financování. Silné vztahy s bankami, financování vlastním kapitálem a vnitropodnikové financování nemotivují podniky ke změně strategie financování svých aktivit směrem k dluhopisovému financování.

- **Využití bankovních úvěrů**

V případě této otázky mohli respondenti zakroužkovat až dvě odpovědi. Využití bankovních úvěrů se opět shoduje s postojem podniků k úvěrovému financování. Pokud už podniky úvěry využívají, pak jimi pokrývají krátkodobý nesoulad v cash flow (odpovídá analýze úvěrového trhu z rešeršní části textu), nebo jimi financují dlouhodobé investiční projekty (viz obr. 16). V oblasti dlouhodobých projektů jsou dluhopisy nejkonzurenceschopnější oproti úvěrům, proto v této oblasti existuje určitý potenciál pro vytěsnění úvěrů dluhopisy.



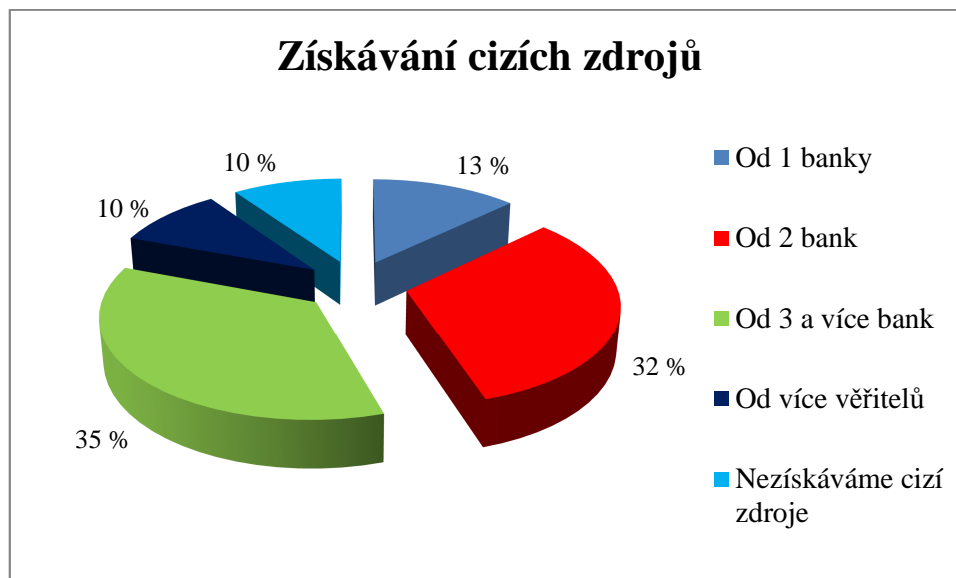
Obr. 16: Využití bankovních úvěrů

Zdroj: vlastní zpracování

Mezi odpovědi zachycené v obr. 16 označené jako „jiné“ nejčastěji patřila možnost „úvěry nepoužíváme“.

- **Získávání cizích zdrojů**

Tato část šetření poukazuje na vztah podniků k získávání volných peněžních fondů od svých věřitelů. Z obrázku 17 je patrná snaha firem o rozložení úvěrování, a tedy i rizika mezi více bank. 67 % podniků uvedlo, že cizí zdroje získává od 2 a více bank. Zachycená strategie podniků zároveň udržuje konkurenci na bankovním trhu. Tato rozvinutost podpořená konkurenčním prostředím současně brání rozvoji trhu dluhopisového. Zároveň je možné pozorovat část podniků nefinancujících se pomocí bankovních úvěrů.



Obr. 17: Zdroje financování se zaměřením na úvěry

Zdroj: vlastní zpracování

### **Křížové vyhodnocení a statistická analýza závislostí mezi dílčími zodpovězenými otázkami**

Mezi jednotlivými otázkami jsou po základním vyhodnocení hledány hlubší vazby a souvislosti. Cílem této analýzy je zjistit chování společností z hlediska jejich financování ve vztahu k finanční krizi. Zejména zda finanční krize, respektive ekonomická recese změnila postoj podniků k bankám, a tedy i k volbě mezi úvěrovým a dluhopisovým financováním. Bylo-li to možné, byly tyto vazby testovány pomocí statistických metod.

- *Vztah mezi pocitovanou neochotou bank úvěrovat a změnou postoje ke zdrojům financování*

První z tabulek zkoumající souvislosti mezi dvojicí odpovědí na položené otázky zachycuje vztah mezi ochotou bank úvěrovat zkoumané podniky a změnu financování jinou formou kapitálu (V dotazníku se jedná o odpovědi na otázky číslo 6 a 7). Předpokladem u těchto otázek bylo, že pokud podniky pocítily problémy s úvěrovým financováním, začaly hledat jiné alternativy. K úvěrům se jako alternativa asi nejvíce nabízí například navýšení vlastního kapitálu, nebo právě emise dluhopisů.



Tab. 23: Vztah mezi vnímanou neochotou ze strany banky poskytnout úvěr a volbou nového druhu financování

		Pocítění snížené ochoty bank úvěrovat v letech 2008–2012				
		Rozhodně ano	Spíše ano	Spíše ne	Rozhodně ne	Nežádali jsme o úvěr
Změna zdrojů kapitálu v souvislosti s krizí	Ano	0	0	0	0	0
	Ne	0	2	8	9	1
	Cizí zdroje nepotřebujeme	0	0	0	1	10

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky 23 je patrné, že rozložení četností odpovědí je velmi nízké. Z 15 možných obměn jsou s vysokou četností zastoupeny pouze 3. Naopak 3 jsou zastoupeny velmi málo a zbývající varianty dokonce vůbec. Součet relativních četností tří nejčastějších kombinací odpovědí je 87,10 %. Nejvíce podniků totiž nepocítilo sníženou ochotu bank poskytovat úvěrové financování a zároveň tyto podniky v souvislosti s globální finanční krizí nezačaly hledat jiné zdroje kapitálu než úvěry. Tyto podniky k tomu nebyly okolnostmi (tj. dopady finanční krize projevující se určitým „credit squeeze“) tlačeny. Zároveň vysoký podíl podniků uvedl, že v daném období vůbec o úvěr nežádal, což se shoduje s odpověďmi na změnu v postoji ke zdrojům v souvislosti s krizí.

- *Vztah mezi pocíťovanou neochotou bank úvěrovat a preference k úvěrovému financování*

Další z dvojice otázek (v dotazníku – viz příloha – otázky č. 6 a 9) zkoumá preference podniků k úvěrovému financování na základě jejich zkušeností se získáváním úvěru během trvání globální finanční krize. Pokud podnik nevyužívá úvěrové financování, pak jeho odpovědi vyjadřují alespoň jeho preference k úvěrovému financování, pokud by jej z nějakého důvodu volil.

Tab. 24: Vztah mezi vnímanou neochotou ze strany banky poskytnout úvěr a preferencemi k úvěrovému financování

		Pocítění snížené ochoty bank úvěrovat v letech 2008–2012				
		Rozhodně ano	Spíše ano	Spíše ne	Rozhodně ne	Nežádali jsme o úvěr
Důvody k preferenci úvěrů	Tradiční a srozumitelný	0 (0)	0 (0)	3 (7)	5 (10)	5 (12)
	Dobré vztahy s bankami	0 (0)	2 (6)	4 (8)	5 (8)	3 (5)
	Banka nás zná – rychlá a snadná jednání	0 (0)	1 (1)	3 (6)	<b>8</b> <b>(15)</b>	4 (9)
	Dobré podmínky (výše, sazba, splátky)	0 (0)	1 (2)	<b>6</b> <b>(15)</b>	<b>8</b> <b>(23)</b>	<b>5</b> <b>(14)</b>
	Nevidíme alternativu	0 (0)	0 (0)	1 (2)	1 (3)	0 (0)
	Méně nákladný než jiné zdroje	0 (0)	0 (0)	3 (4)	3 (6)	3 (3)
	Jiné	0 (0)	0 (0)	2 (2)	0 (0)	3 (9)

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: čísla v jednotlivých polích vyjadřují počet četností jednotlivých variant. V závorce je potom uveden součet dosažených bodů dle priorit určených respondentem (1 = nejvyšší priorita = 3 body; 2 = střední priorita = 3 body; 3 = nízká priorita = 1 bod). Podniky mohly vybrat maximálně z 3 důvodů k preferenci úvěrů.

Z této tabulky (tab. 24) je zřejmé, že podniky, které nezaznamenaly během globální finanční krize problémy se získáváním úvěrů, mají s bankami dobré vztahy a dále se cítí být v dobré vyjednávací pozici, co se týče objemu, sazby i splácení úvěru. Zároveň se poměrně vytrácí nákladový motiv. Tj. podniky raději více preferují úvěry vzhledem

k vyjednávací pozici vůči bance, než aby je porovnávaly s ostatními zdroji financování. Toto zjištění v poměrně v rozporu s odpověďmi 7b a 11b.

- **Vztah mezi formou vlastnictví společnosti a postoji k úvěrovému financování**

Tento bod vyhodnocení dotazníkového šetření rovněž usiluje o analýzu a vyhodnocení postojů podniků k úvěrovému financování. Tentokrát však na základě formy vlastnictví podniku. Výsledky k odpovědím na otázky 5 (vlastnictví podniku) a 9 (motivy pro volbu úvěrů) jsou shrnuty v tabulce 25.

Tab. 25: Domácí a zahraniční vlastnictví a postoje k úvěrovému financování

		Vlastnictví podniku		
		Český vlastník	Minoritní zahraniční	Majoritní zahraniční
<b>Důvody k preferenci úvěrů</b>	<b>Tradiční a srozumitelný</b>	<b>9 (20)</b>	2 (4)	1 (3)
	<b>Dobré vztahy s bankami</b>	8 (14)	1 (3)	4 (9)
	<b>Banka nás zná – rychlá a snadná jednání</b>	<b>11 (21)</b>	1 (2)	4 (7)
	<b>Dobré podmínky (výše, sazba, splátky)</b>	<b>17 (44)</b>	1 (3)	3 (9)
	<b>Nevidíme alternativu</b>	1 (2)	1 (3)	0 (0)
	<b>Méně nákladný než jiné zdroje</b>	8 (11)	0 (0)	1 (2)
	<b>Jiné</b>	0 (0)	0 (0)	4 (11)

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: Čísla v jednotlivých polích vyjadřují počet četností jednotlivých variant a v závorce potom součet dosažených bodů dle priorit určených respondentem (1 = nejvyšší priorita = 3 body; 2 = střední priorita = 3 body; 3 = nízká priorita = 1 bod). Podniky mohly vybrat maximálně ze 3 důvodů k preferenci úvěrů.

Tabulka 25 ukazuje na vnímané silné postavení českých společností ve vztahu k bankám. Podniky jsou poměrně sebevědomé z pohledu své vyjednávací pozice. U zahraničně vlastněných společností (ať už majoritně nebo minoritně) se preference a jejich četnosti poměrně různí. Při pohledu na tabulku se zejména u českých společností vzhledem k jejich pevně vnímanému postavení vůči bance opět nedá očekávat zvýšený zájem o dluhopisové financování.

- **Vztah mezi formou vlastnictví společnosti a postoji k dluhopisovému financování**

Vyhodnocení vztahu těchto dvou otázek má podobný myšlenkový pochod jako vztah dvou otázek předchozích. Opět jsou zkoumány preference ve vztahu k vlastnictví podniku. Nyní ale k dluhopisovému financování. Jelikož společnosti, jak i vyplývá z níže uvedené tabulky (tab. 26), dluhopisové financování příliš nevyužívají, jedná se vlastně o preference, které by podniky uvítaly v rámci dluhopisového financování.

Tab. 26: Vlastnictví podniku a vztah k dluhopisovému financování

		Vlastnictví podniku		
		Český vlastník	Minoritní zahraniční	Majoritní zahraniční
Důvody k preferenci dluhopisů	Nezávislost na bance	12 (32)	1 (3)	3 (9)
	Výhodnější pozice vůči věřitelům	9 (15)	0 (0)	2 (3)
	Již používáme a jsou srozumitelné	3 (7)	0 (0)	1 (3)
	Jsou flexibilnější (výše, sazba, splátky)	9 (17)	0 (0)	2 (3)
	Jiné	6 (16)	0 (0)	5 (15)

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: čísla v jednotlivých polích vyjadřují počet četností jednotlivých variant a v závorce potom součet dosažených bodů dle priorit určených respondentem (1 = nejvyšší priorita = 3 body; 2 = střední priorita = 3 body; 3 = nízká priorita = 1 bod). Podniky mohly vybrat maximálně ze 3 důvodů k preferenci úvěrů.

Při porovnání s tabulkou vlastnictví versus důvody k preferenci úvěrů (tab. 25) se v tomto případě (tab. 26) dá pozorovat určitý posun k rozložení preferencí společností mezi více variant. České podniky by u dluhopisového financování zdaleka nejvíce oceňovaly nezávislost na bance a následně flexibilitu nastavení podmínek. Spolu s potenciálním výhodnějším postavením oproti věřitelům tyto 3 kombinace představují 56,60 % relativních četností všech odpovědí. I z pohledu priorit by podnikům nejvíce vyhovovala nezávislost na bance (9x označeno s prioritou 1). Z uvedeného vyplývá, že odliv podniků směrem od úvěrového ke dluhopisovému financování by pravděpodobně ve zvýšené míře nastal v případě problémů v bankovním sektoru nebo při ztrátě vyjednávací pozice podniku vůči bance.

- ***Vztah vlastnictví podniku a volba zdroje financování dlouhodobých aktivit***

Tabulka 27 zachycuje kombinace vztahů mezi vlastnictvím podniku a jeho volbu pro financování dlouhodobých aktivit z pohledu zdrojů. Zatímco u českých podniků není žádný ze zdrojů dominantní (9 odpovědí pro vlastní kapitál a 9 pro úvěry), v případě zahraničních podniků je poměr vychýlen ve prospěch financování vlastním kapitálem. To je zřejmě dáno především vyšším využíváním vnitropodnikových schémat financování v případě zahraničních podniků. Naopak dluhopisové financování dominantním zdrojem krytí dlouhodobých aktivit není ani v jednom případě z variant vlastnictví podniku.

Tab. 27: *Vztah mezi vlastnictvím podniku a volbou financování dlouhodobých aktivit*

		Vlastnictví podniku		
		Český vlastník	Minoritní zahraniční	Majoritní zahraniční
<b>Nejčastější volba financování dlouhodobých aktivit</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	9	1	6
	<b>Cizí kapitál – úvěry</b>	9	1	2
	<b>Cizí kapitál – dluhopisy</b>	0	0	0
	<b>Jiné než uvedené</b>	1	0	2

Zdroj: vlastní zpracování

V případě zjednodušení tabulky 27 omezením se pouze na atributy „vlastní kapitál“ a „cizí kapitál ve formě úvěrů“ a omezením pohledu na podniky „české“ a s jakýmkoli podílem zahraničního vlastnictví, tj. „zahraniční vlastníků“, se získá speciální typ kontingenční tabulky. Jedná se o tzv. čtyřpolní tabulku. Ta má následující tvar (tab. 28):

Tab. 28: Vztah mezi vlastnictvím podniku a volbou financování dlouhodobých aktivit – čtyřpolní tabulka (úvěry versus ostatní zdroje financování)

		Vlastnictví podniku	
		Český vlastník	Zahraniční vlastník
Nejčastější volba financování dlouhodobých aktivit	Vlastní kapitál + jiné	10 (11,65)*	9 (7,35)*
	Cizí kapitál – úvěry	9 (7,35)*	3 (4,65)*

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: volba jiné se svou specifikací respondentem poměrně shoduje s vlastním kapitálem.

\* Jedná se o vypočtené teoretické četnosti. Mírně problematickým se z pohledu statistického testování jeví pravé dolní pole, protože teoretická četnost je nižší než pět, což je jedním z předpokladů pro možné použití testu. Vzhledem k tomu, že podniky mohou být pouze celé, pak bude do jisté míry přijata chyba výpočtu a políčko bude považováno jako rovno 5.

Nevýhodou slučování polí je určitá ztráta informace. Na druhou stranu lze v tomto případě testovat nezávislost vlastnictví na financování podniku pomocí  $\chi^2$  testu o nezávislosti v kontingenční tabulce. Hypotézy jsou položeny následovně:

*H0: Druh financování nezávisí na vlastnictví společnosti (český nebo zahraniční vlastníků).*

*H1: non H0.*

Tab. 29: Testování nezávislosti druhu financování na vlastnictví podniku

Test	Testové kritérium	Stupně volnosti	P-Value
Chi-Square	1,551	1	0,2130

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů pomocí programu Statgraphics.

Hodnota p-value zachycená v tabulce 29 je větší než  $\alpha = 5 \%$ , tedy testové kritérium není prvkem kritického oboru.  $H_0$  se proto nezamítá. Druh financování není závislý na vlastnictví společnosti (tj. zda je podnik se zahraniční účastí, nebo bez ní).

Předpokladem v tomto případě bylo, že cizí vlastnictví má za následek to, že se způsob financování podniku bude významně lišit. Tento předpoklad se výše provedeným testem nepotvrdil. Místo toho byl u společností s majoritní zahraniční účastí zjištěn vyšší podíl vnitropodnikového financování. To je zřejmě obecně pro podniky se zahraniční účastí převažující forma financování, protože vychází ze strategie financování matky, respektive skupiny. Statisticky významná odlišnost ale zjištěna nebyla (viz výše tab. 29).

**Tímto testem byla zodpovězena třetí dílčí hypotéza položená v první kapitole. Mezi typem nástroje financování a formou vlastnictví podniku (český versus zahraniční) neexistuje statisticky významná závislost.**

- ***Úvaha o emisi dluhopisů a vlastnictví podniku***

Poslední z kombinací vyhodnocovaných odpovědí na dvojici otázek je úvaha o emisi dluhopisů v souvislosti s osobou vlastníka společnosti. Předpokladem v tomto případě bylo, že podniky se zahraniční účastí mají zkušenosti s kapitálovým trhem svých matek, a proto budou spíše uvažovat o emisi podnikových dluhopisů, než společnosti české.

Tabulka 30 ale zachycuje a zároveň potvrzuje skutečnost prokázanou výše uvedeným testem o nezávislosti financování na formě vlastnictví podniku (tab. 29), že strategie financování domácích a cizích vlastníků společností se neliší ani v případě úvah o emisi dluhopisů.

Tab. 30: Úvahy o emisi dluhopisů a vlastnictví společnosti

		Úvaha o emisi vlastních dluhopisů	
		ANO	NE
Vlastnictví podniku	Český vlastník	2	16
	Minoritní zahraniční	0	2
	Majoritní zahraniční	1	10

Zdroj: vlastní zpracování

Tuto tabulku 30 lze teoreticky také zjednodušit na čtyřpolní. Avšak ani po sloučení minoritních a majoritních podniků pod podniky se zahraniční účastí<sup>64</sup> nebudou všechna pole dostatečně teoreticky obsazena.  $\chi^2$  test o nezávislosti v kontingenční tabulce tak nejde použít. Řešením by bylo rozšířit zkoumaný vzorek respondentů. V každém případě lze jak v případě jak českých, tak podniků se zahraniční účastí, pozorovat koncentraci odpovědí do sloupce s odpovědí NE. Pozorovaná relativní četnost sloupce NE bez ohledu na vlastnictví je přibližně 90%.

### Závěrem k vyhodnocení dotazníkového šetření

V rámci dotazníkového šetření byly zpět poměrně často získávány odpovědi, že daný podnikatelský subjekt o svém financování nerozhoduje a podřizuje se rozhodnutí své mateřské společnosti, která určuje způsob financování skupiny. Majetková propojenost mezi subjekty zkresluje celkový počet podniků základního souboru a do určité míry může limitovat výsledky dotazníkového šetření.

**Při souhrnném pohledu na vyhodnocení dotazníkového šetření lze poznamenat, že bankovní úvěry mají mezi analyzovanými podniky silnou pozici, a to zejména mezi těmi bez zahraničních účastí. To je dáno především vnímanou dobrou vyjednávací schopností vůči bance, respektive bankám, se kterými společnosti spolupracují. Zřetelná je i vysoká preference využívání vlastních zdrojů a vnitropodnikového financování. Podniky nebyly zásadním způsobem zastiženy nedostupností úvěrů**

<sup>64</sup> Tato úprava by ani zásadním způsobem nezměnila smysl zkoumané výzkumné otázky.



**v době finanční krize, a proto nejsou motivovány ke změně svých postojů vůči financování svých aktivit. A to i v rozporu s tím, že nezávislost na bance je v případě dluhopisů vnímána jako jejich největší klad. Dluhopisové financování je většinou podniků označováno jako nepotřebné.**

## 7 Závěry, diskuse a náměty k dalšímu výzkumu

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 vztahu 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 směrnicí. 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 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 nepřinášší 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.** 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 starší 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).

**Verifikací stanovených hypotéz a zodpovězením výzkumných otázek byla zodpovězena hlavní výzkumná otázka. Tím bylo dosaženo hlavního cíle doktorské disertační práce.**

### **Možný model hodnocení podniku z pohledu potenciální emise dluhopisu**

Dle zjištěných poznatků jak z oblasti sekundárních (makroekonomických), tak primárních (mikroekonomických) dat lze shrnout možnost využívání dluhopisového financování podnikem do následujícího zjednodušeného modelu (A–F model):

$$P_b = f(a + b + c + d + e + f + \varepsilon), \quad (3)$$

kde:  $P_b$  = možnost využití dluhopisového financování podnikem (**P**osibility of corporate bond financing),

$a$  = atributy podniku jako jeho velikost, stáří, finanční výkonnost, vlastníků (**a**ttributes of a business),

$b$  = bankovní sektor a jeho pozice (**b**anking sector development),

$c$  = vyspělost a možnosti kapitálového trhu (**c**apital market development),

$d$  = obor podnikání daného subjektu (**d**iscipline of business),

$e$  = ekonomický rozvoj domácí země (**e**conomic development),

$f$  = finanční dovednosti managementu (financial skills of a management),

$\varepsilon$  = náhodná veličina (finanční krize, živelní pohromy, válečné konflikty atp.).

**Možnost emise dluhopisů podnikem bude zřejmě růst s** rostoucí velikostí podniku, jeho stářím (doprovázené etablováním podniku na trhu), finanční výkonností odrážející se v ratingovém hodnocení podniku, vyspělosti managementu, nezávislosti (z pohledu vlastnictví), upadajícím/rigidním bankovním sektorem, likvidním, konkurenčním a institucionálně vybaveným kapitálovým trhem, vhodným oborem podnikání, rozvíjející se ekonomikou jako celkem a bez negativního vlivu širokého okolí (finanční a jiné ekonomické krize, války atp.). V opačných případech bude naopak pravděpodobnost emise dluhopisů klesat.

Na základě výše uvedeného modelu je teoreticky možné zkonstruovat metodiku pro sestavení množiny podniků, které jsou potenciálně schopné vstoupit na korporátní dluhopisový trh a na něj umístit kvalitní korporátní dluhopisy. Mohlo by jít o obdobu ratingového hodnocení, nebo obdobu hodnotícího čísla používaného například u stavebního spoření při hodnocení klientů. Tato práce se do jisté míry zabývala převážně proměnnou  $b$  (bankovní sektor a jeho pozice),  $c$  (vyspělost a možnosti kapitálového trhu),  $e$  (ekonomický rozvoj domácí země) a  $\varepsilon$  (v podobě globální finanční krize).

## 7.1 Přínosy výzkumu

Přínos tohoto prováděného výzkumu lze shledat jednak **v rovině teoretické**, jednak při využití poznatků podniky působícími v reálné ekonomice, tj. **v oblasti praktické**.

### Přínosy v teoretické rovině

Z pohledu sekundárních dat jsou **teoretickým přínosem** výzkumu potvrzené poznatky starší nebo zjištěné v jiném prostředí (cizí ekonomice), ale i určité poznatky nové. Konkrétně že:

- **Byl podán ucelený, i když pravděpodobně díky inovacím a neustále se měnícím tržním podmínkám nevyčerpávající, přehled o volbě podniků mezi úvěry a dluhopisy vycházející především z cizojazyčných zdrojů.**

- Ne všechna odvětví, a tedy i podniky v nich působící jsou finanční krizí zasaženy stejně co do intenzity i doby. Každý podnik, myšleno dle odvětví ale i ostatních svých atributů jako zejména velikosti, stáří a formy vlastnictví atp., má proto rozdílné možnosti financování v různých fázích ekonomického vývoje.
- V ČR se také potvrdila hypotéza, o rostoucím významu dluhopisového financování v souvislosti s růstem makroekonomického ukazatele HDP na obyvatele. Respektive byla, i když na krátké časové řadě, prokázána závislost mezi vývojem HDP na obyvatele (nezávisle proměnná) a vývojem korporátního dluhopisového financování (závisle proměnná).
- Ačkoli nebyla na českých datech statisticky prokázána negativní korelace mezi korporátními úvěry a dluhopisy, což by potvrzovalo tezi o vztahu těchto dvou nástrojů jako substitutech, lze při pohledu na data o poskytnutých úvěrech a emitovaných dluhopisech o určitém vytěsnění úvěrů dluhopisy uvažovat.
- Analyzované podniky ze zkoumaných odvětví nepocítily zhoršenou dostupnost úvěrového financování v období finanční krize, a proto nebyly motivovány ke změně svých postojů v rámci financování.
- Analyzovaná odvětví jsou v případě velkých podniků poměrně nezávislá na cizím kapitálu a financují se buď kapitálem vlastním, nebo vnitroskupinovým financováním.

**Teoretické poznatky dále identifikovaly chování podniků** ve středně dlouhém období před krizí, v průběhu krize a po krizovém období v oblasti využívání kapitálového trhu ve směru získávání úvěrů a emisí dluhopisů. Co se týče praktických projevů v ČR, pak je možné říci následující:

- Z pohledu **krátkodobých dluhových nástrojů**, nadále jasně dominují úvěry. Krátkodobé dluhopisy veřejně v ČR využívá prakticky jediná společnost, která má i dlouhodobé zkušenosti s používáním dlouhodobých bondů. Tou je společnost ČEZ, a.s. Tím je zároveň potvrzena obecná znalost o dluhopisovém financování a jeho vhodnosti zejména pro velké podniky, protože společnost ČEZ patří mezi největší české společnosti vůbec.
- Novou situací v oblasti rozhodování podniků při volbě mezi úvěry a dluhopisy je dlouhodobé financování, kdy sice rostou hodnoty jak poskytnutých korporátních

úvěrů, tak emitovaných korporátních dluhopisů, ale patrný je výrazný vzestup dluhopisového financování. Dá se říci, že **alespoň část českých podniků změnila svou strategii ohledně financování svých podnikových aktivit dluhovými nástroji.**

### **Přínosy v praktické rovině**

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.

Na druhou stranu lze na základě získaných poznatků považovat za vhodné, aby podniky neustále vyhodnocovaly možnosti praktického působení nejen na úvěrovém, ale i na dluhopisovém trhu. Nutností je si dlouhodobě budovat svou pozici mezi potenciální investorskou veřejností a vytvářet si svou podnikatelskou činností kvalitní ratingové hodnocení. Jak dokládá Machnesův výzkum (2010), podniky při nežádoucím ratingovém ohodnocení nemusí rating zveřejnit, a místo toho se mohou nadále soustředit na jeho zlepšování. Větší procesní náročnost a prozatím i nákladovost při emisi dluhopisů oproti úvěrům může být do jisté míry vyvážena větším povědomím o společnosti, jelikož emise dluhopisů bývá zmiňována v médiích. Při případné emisi na burze získá povědomí o společnosti minimálně široká investorská veřejnost. Hlavním přínosem implementace dluhopisového financování pro podnik je ale nezávislost na bankovních úvěrech.

Na straně zprostředkovatelů emise dluhopisů by tento výzkum mohl přinést zvýšený zájem o poskytování této služby a tím i k růstu konkurence v oboru zprostředkování emisí. Tím by mělo docházet ke snižování nákladů podniků spojených s tímto druhem financování a celkově ke snížení převahy úvěrů nad dluhopisy.

## **7.2 Limitující faktory výzkumu**

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.

V oblasti primárního sběru dat metodou dotazníkového šetření a jejich následné analýzy má provedený výzkum několik omezujících faktorů k tomu, aby mohlo být provedeno zobecnění na všechny podniky s podobnou charakteristikou dle velikosti. Především byla zvolena jen určitá ekonomická odvětví v ČR dle klasifikace CZ-NACE, která mají svá specifika oproti ostatním činnostem. Zobecnění 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. Druhým limitujícím 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. Závěry výzkumu je proto nutné brát s určitými omezeními. Nakonec i matematicko-statistické metody jsou spíše doplňkovým nástrojem a nedokážou zachytit veškerou podstatu ekonomických teorií (Hodgson, 1998, s. 173).

### **7.3 Náměty k navazujícímu výzkumu a šetření**

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 dále pokračovat ve výzkumu především následujícími směry:

- Provést na stejném základním souboru takové šetření, aby bylo možné pomocí matematicko-statistických metod porovnat jednotlivé sekce CZ-NACE i mezi sebou.
- Rozšířit okruh respondentů i mimo sekce CZ-NACE C, D, E a F. Nutným předpokladem ale zůstává potenciální vhodnost použití dluhopisového financování. Navíc při získání dostatečného počtu dotazníků z každé potenciálně vhodné CZ-NACE lze porovnat i možnosti a přístupy k volbě mezi úvěry a dluhopisy mezi jednotlivými sekcemi.
- Provést obdobně zaměřený výzkum i v dalších regionech, respektive národních ekonomikách. A to jak formou analýzy sekundárních, tak primárních dat.

- Zkoumat lze i možné rozdílné podmínky pro dluhopisové financování podniků s ohledem na obor jejich podnikání. Jelikož na kapitálovém trhu existují fondy specializující se na investování v určitých odvětvích, lze předpokládat, že jsou tyto fondy schopny lépe identifikovat rizika příslušných odvětví. Z tohoto důvodu nebudou v období určité finanční krize na celkově zhoršené tržní podmínky v případě krizí nedotčeného odvětví reagovat s takovou intenzitou. Jinak řečeno, fondy kapitálového trhu mohou na rozdíl od bank teoreticky dokázat lépe vyhodnotit rizika příslušných odvětví, která budou případnou krizí zastižena méně, a tím přispějí ke zmenšení negativních dopadů případné krize. V obdobích zhoršené dostupnosti úvěrů ze strany bank tak díky existenci specializovaných fondů může být zčásti snížen dopad jevu „credit squeeze“. Tento poznatek, pokud by byl prokázán, by byl cenný zejména pro podniky z odvětví, která by byla i v případě krizí identifikována jako poměrně stabilní. A to zejména v tom případě, kdyby byla kvůli problémům v bankovním sektoru snížena dostupnost úvěrů.
- 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 dlužích. V práci byly zjištěny jen obecné poznatky o vývoji úvěrového a dluhopisového trhu. Jak již také bylo v této práci řečeno v kapitole věnující se dluhopisům, se stárnoucí českou, jakož i evropskou populací lze díky povaze dluhopisů<sup>65</sup>, a to i těch podnikových, očekávat spíše rostoucí poptávku po těchto investičních nástrojích.
- Zajímavou se jeví i otázka, na kterou bylo v rámci výzkumu zodpovězeno jen částečně. Konkrétně způsob financování podniku u subjektů majoritně vlastněných zahraničním majitelem. Tj. jakou míru autonomie povoluje zahraniční vlastník v oblasti financování tuzemského podniku. Jedná se o oblast poměrně citlivou a strategickou, proto by musel být případný dotazník formulován velmi obezřetně.

---

<sup>65</sup> Výhodou dluhopisů oproti jiným investičním nástrojům je jejich poměrně nízká rizikovost na straně jedné a poměrně dobrá likvidnost na straně druhé. Toto ovšem platí pro kvalitní státní dluhopisy a dluhopisy kvalitních, často zároveň velkých korporací s příznivým ratingovým ohodnocením.

## 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. České banky, které jsou po zkušenostech z 90. let 20. století poměrně konzervativní a které jsou díky svým mateřským společnostem zapojeny do mezinárodních finančních vztahů, v době narůstající nejistoty omezily možnosti úvěrového financování nejen podnikům. Omezení nastalo i přes opatření České národní banky, která v reakci na projevy globální finanční i dluhové krize plynule snižovala základní úrokovou sazbu až na současnou minimální úroveň 0,05 %. Dalo by se proto očekávat, že společnosti, jejichž charakter podnikání je i přes projevy krize perspektivní nebo alespoň stabilní, budou jednak v reakci na chování bank v časech krize a jednak díky současným nízkým úrokovým sazbám volit raději místo úvěrového, dluhopisového financování. Tím si mohou zajistit potřebné množství kapitálu na dlouhou dobu s nízkými úroky.

Hlavním cílem této doktorské disertační práce bylo *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 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. Opomenut je tu například základní faktor, který vzešel z dotazníkového šetření, a tím je cena získání peněžních prostředků. Prakticky všechny zdroje ale uvádějí vyšší cenu za získání volných peněžních fondů v případě dluhopisů. To je dáno například vyšší administrativní zátěží v rámci procesu emise. Tento nedostatek dluhopisů je zpravidla eliminován až při velkých objemech dluhu. Výše sestavený výčet je zároveň významným teoretickým přínosem disertační práce.

Kromě výzkumné části zaměřené na naplnění hlavního cíle práce pomocí verifikace stanovených hypotéz a zodpovězení výzkumných otázek byl proveden výzkum explorační. Tato část měla za cíl pomocí historické metody určit základní dopady a projevy globální finanční krize v české ekonomice jak z pohledu produkce, tak z pohledu dluhového financování podniků. Díky této fázi výzkumu **bylo v období analyzovaných let 2006–2014 zjištěno, že v České republice dochází k určité změně v dlouhodobém dluhovém financování ve prospěch dluhopisů.** Co se týče krátkodobého dluhového financování, u něj byl v případě úvěrů zjištěn značný dopad projevů globální finanční krize. Ten se projevil výrazným propadem v objemu využívaných krátkodobých úvěrů zejména v roce 2009 (-74 mld. Kč). Naopak v případě krátkodobých korporátních dluhopisů lze vliv krize považovat za nulový. Z pohledu volby podniků mezi krátkodobým úvěrovým a krátkodobým dluhopisovým financováním ale žádný posun ve strategii financování podniků zjištěn nebyl. Krátkodobé dluhopisové financování není podniky působícími v České republice prakticky využíváno.

Druhá část výzkumu se zaměřovala na sekundární i primární data vycházející z českých podmínek, která byla analyzována v souladu s hlavním cílem disertační práce. Zároveň měla za cíl zpřesnit charakter změny dlouhodobého financování podniků pomocí úvěrů,

respektive dluhopisů. Primární data byla zjištěna pomocí dotazníkového šetření na velkých středních a velkých podnicích přímo působících v České republice. Podniky byly vybrány náhodným stratifikovaným výběrem ze секcí CZ-NACE C až F. Počet podniků v základním souboru byl určen pomocí databáze Magnusweb. Dotazníkové šetření probíhalo v měsících leden až březen 2015.

Na sekundárních datech o vývoji objemu korporátních dluhopisů v letech 2006–2014 byly testovány dvě dílčí hypotézy k určení charakteru vývoje trhu s korporátními dluhopisy. První dílčí hypotéza testovala nezávislost vývoje dluhopisového financování na vývoji ukazatele HDP na obyvatele. Testovaným modelem byla přímka. Hypotéza o nezávislosti byla zamítnuta. Zároveň bylo zjištěno, že vhodnějším modelem pro vystižení vzájemného vztahu je exponenciála. Je-li bráno jen období ode dna ekonomické recese do současnosti, tj. od roku 2009 do roku 2014, pak byla prokázána statisticky významná lineární závislost mezi oběma časovými řadami. Druhá dílčí hypotéza měla prokázat, že vývoj dluhopisového financování statisticky významně negativně ovlivňuje vývoj úvěrového financování. Testovaným modelem byla opět přímka. V tomto případě nebyla zjištěna negativní korelace mezi oběma časovými řadami. Jestliže dluhopisové financování roste, úvěrové financování neklesá, ale pouze roste nižším tempem. Směr vývoje úvěrového a dluhopisového financování je zřejmě zásadně ovlivněn jinou vysvětlující proměnnou. Nabízí se například nastavení základních úrokových sazeb. Navíc Durbin-Watsonův test neindikoval jednoznačné výsledky ohledně možné zdánlivé korelace. Při testování vztahu mezi rezidui byla nalezena statisticky významná negativní korelace. To hovoří proti zdánlivé korelaci obou časových řad. Zatímco celkově se obě časové řady vyvíjejí stejným směrem, v případě reziduí se vyvíjejí protichůdně.

Na základě primárních dat získaných pomocí dotazníkového šetření byla ověřena třetí dílčí hypotéza a některé výzkumné otázky. 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. Z položených výzkumných otázek zejména vyplynulo, že analyzované české nefinanční podniky nepocítily zhoršenou dostupnost úvěrového financování a díky absenci nových

negativních zkušeností s bankami zásadně nezměnily svou strategii financování. Na úrovni všech podniků ale v ČR k určité změně ve prospěch dluhopisového financování dochází. Dále bylo potvrzeno, že pokud podniky upřednostňují úvěr, pak je to zejména díky vyjednávacím schopnostem vůči bance. Širšímu využívání dluhopisů zamezují spíše obecnější důvody, zejména absence potřeby dluhopisové financování využívat. Potvrzeno bylo rovněž to, že bankovní úvěr je tradiční a stabilní nástroj financování, a proto podniky nemají motivaci hledat v případě dluhového financování alternativu v podobě dluhopisů. Jen částečně bylo potvrzeno, že nejdůležitějším kritériem při hodnocení dluhového nástroje je jeho cena. Při analýze odpovědí byl totiž shledán 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.

**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 sledovat 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 dlužích.

Výsledky provedených analýz a následná syntéza poznatků vedou k závěru, že stanovený cíl *charakterizovat změny postojů podniků k dlouhodobým nástrojům financování podnikových aktivit se zaměřením na úvěry a dluhopisy zejména v souvislosti s globální finanční krizí* doktorské disertační práce byl naplněn.



# Seznam použité literatury a pramenů

## Citace

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](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/1999/09/10/000094946_99082405304075/Rendered/PDF/multi_page.pdf).

BREALEY, R. et al., 2011. *Principles of Corporate Finance*. 10th ed. Boston: McGraw-Hill, 2011. 1002 s. ISBN 978-1-25-900465-0.

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>.

BUDÍNSKÝ, P., 2013. *Modelování dluhopisových portfolií*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2013. 110 s. ISBN 978-80-7408-079-1.

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, 2012. *Ročenka 2011* [online]. Praha: BCPP, c2012 [vid. 2014-09-23]. 50 s. (PDF). Dostupný z: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2011.pdf>.

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, 2014. *Ročenka 2013* [online]. Praha: BCPP, c2014 [vid. 2014-09-23]. 37 s. (PDF). Dostupný z: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2013.pdf>.

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, 2015. *Ročenka 2014* [online]. Praha: BCPP, c2015 [vid. 2015-06-20]. 51 s. (PDF). Dostupný z: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2014.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.

ČESKO. *Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů*.

ČNB, 2014. *Metodický list. Statistika emitovaných dluhopisů* [online]. Praha: Česká národní banka, 2014 [vid. 2014-07-10]. 2 s. (PDF). Dostupný z: [http://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET\\_LIST/sec\\_oa\\_cs.pdf](http://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/sec_oa_cs.pdf).

ČNB, 2015. *Metodický list. Úvěry klientské* [online]. Praha: Česká národní banka, 2015 [vid. 2015-03-10]. 6 s. (PDF). Dostupný z: [http://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET\\_LIST/tuvob\\_cs.pdf](http://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/tuvob_cs.pdf).

ČSÚ, 2015. *Statistiky* [online]. Praha: Český statistický úřad, c2015 [vid. 2015-03-01]. Makroekonomické údaje. Dostupný z: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>.

DAVIDOVÁ, P. a R. OPRAVILOVÁ., 2008. Rating a stabilita finančního systému. *Bankovníctví*. 2008, roč. 16, č. 6-7, s. 20-24. ISSN 1212-4273.

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

DUBSKÁ, D., 2009. *Srovnání výkonnosti cizích zdrojů ve formě bankovních úvěrů v produkčních odvětvích české ekonomiky* [online]. Praha: Český statistický úřad, 2009-06-17 [vid. 2014-08-25]. Dostupný z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/ckta061709.doc>.

FÁREK, J., J. KRAFT a A. ZAYTSEV, 2013. *High tech podniky v globalizované znalostní ekonomice*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2013. 210 s. ISBN 978-80-7494-016-3.

FIORE, 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.

FINK, A., 1995. *How to Ask Survey Questions (The survey kit)*. Thousand Oaks: SAGE Publications, 1995. 105 s. ISBN 0803973888.

FITCH RATINGS, 2014. Fitch Ratings Definitions [online]. Fitch Ratings Ltd., c2014 [vid. 2014-09-22]. Dostupný z: [https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings\\_defintions/index.cfm](https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm).

FORET, M. a J. STÁVKOVÁ, 2003. *Marketingový výzkum: jak poznávat své zákazníky*. 1. vyd. Praha: Grada, 2003. 159 s. ISBN 80-247-0385-8.

HAGUE, P.N., 2003. *Průzkum trhu: příprava, výběr vhodných metod, provedení, interpretace získaných údajů*. Přel. Vilém Jungmann. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2003. 234 s. ISBN 80-7226-917-8.

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.

HODGSON, G. M., 1998. The approach of insitutional economics. *Journal of Economic Literature*. Cambridge University Press. 1998, vol. 36, iss. 1, s. 166–192. ISSN 0022-0515.

HN IHNEĎ, 2015. Británie v březnu splatí svůj zbývající dluh z první světové války. *Hospodářské Noviny iHNed* [online]. *Economia*, 2015-02-22 [vid. 2015-02-22]. Dostupný z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63545070-britanie-v-breznu-splati-svuj-zbyvajici-dluh-z-prvni-svetove-valky>. ISSN 1213-7693.

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.

IOSCO, 2004. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* [online]. Madrid: The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, c2004 [vid. 2012-02-20]. 12 s. (PDF). Dostupný z: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

JEŽEK, T. aj., 2004. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. 1. vyd. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

JÍLEK, J., 2009. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

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.

KOSTOHRYZ, J., 2013. Porovnání vlivu daní a dalších faktorů na chování podniků ve starých a nových členských státech Evropské unie. *Český finanční a účetní časopis*. 2013, roč. 8, č. 4, s. 55-69. ISSN 1802-2200.

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.

KOŽÍŠEK, J., B. STIEBEROVÁ a L. VANIŠ, 2008. *Statistická a rozhodovací analýza*, 1. vyd. Praha: ČVUT, 2008. ISBN 978-80-01-04209-0.

KRAFT, J. a I. KRAFTOVÁ, 2012. Innovation – Globalization – Growth (Selected Relations). *Inžinerine Ekonomika-Engineering Economics*. 2012, roč. 23, č. 4, s. 395–405. ISSN 1392-2785.

LABOUTKOVÁ, Š., P. DEDNÁŘOVÁ a A. KOCOUREK, 2013. Vazby lidského rozvoje na ekonomickou, sociální a politickou dimenzi globalizace. *E+M Ekonomie a Management*. 2013, roč. 16, č. 3, s. 10–21. ISSN 1212-3609.

LUNGOVÁ, M., 2011. Hospodářská krize 2008–2009: analýza příčin. *E+M Ekonomie a Management*. 2011, roč. 14, č. 2, s. 22-30. ISSN 1212-3609.

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. 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. pp. 81–90. ISSN 1309-8047.

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

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.

MILES, W., 2000. The Pricing of Risk in Emerging Credit Markets: Bonds versus Loans. *International Advances in Economic Research*. 2000, Vol. 6, No. 2, s. 221-231. ISSN 1083-0898.

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.

MOODY'S, 2009. *Moody's. Ratings Symbols & Definitions* [online]. New York: Moody's Investors Service, c2009 [vid. 2015-05-20]. 54 s. (PDF). General Credit Ratings. Long Term Corporate Obligation Ratings Dostupný z: <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>.

MOODY'S, 2015. *Ratings Definitions* [online]. New York: Moody's Investors Service, c2015 [vid. 2015-05-20]. Limitations to Uses of Ratings. Dostupný z: <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>.

MUSÍLEK, P., 2011. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualiz. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

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.

PATRIA ONLINE, 2013. ČEZ se stal prvním emitentem krátkodobých dluhopisů na pražské burze, kupcem jediný investor. *Patria online* [online]. Patria Online, 2013-11-26 [2014-11-28]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2502968/cez-se-stal-prvnim-emitentem-kratkodobych-dluhopisu-na-prazske-burze-kupcem-jediny-investor.html>.

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.

PROUZA, T., 2005. Předmluva. s. 7. In: VINŠ, P. a V. LIŠKA. *Rating*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 109 s. ISBN 80-7179-807-X.

RADOVÁ, J., P. DVOŘÁK a J. MÁLEK, 2013. *Finanční matematika pro každého*. 8. rozšíř. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2013. 304 s. ISBN -978-80-247-4831-3.

REJNUŠ, O., 2014. *Finanční trhy*. 4. aktualiz. a rozšíř. vyd. Praha: Grada, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

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>.

RYDVALOVÁ, P. a R. PITTNEROVÁ, 2013. Výběr potenciálních partnerů ze sklářského odvětví ČR pro zapojení do RP EU. *E+M Ekonomie a Management*. 2013, roč. 16, č. 1, s. 69–79. ISSN 1212-3609.

ŘEZANKOVÁ, H., 2011. *Analýza dat z dotazníkových šetření*. 3. vyd. Praha: Professional Publishing, 2011. 223 s. ISBN 978-80-7431-062-1.

SIMOVÁ, J., 2010. *Marketingový výzkum*. 2. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2010. 138 s. ISBN 978-80-7372-662-1.

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.



STANDARD AND POOR'S, 2012a. *Credit Ratings Do Not Indicate Investment Merit* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, c2012 [vid. 2012-02-20]. Dostupný z: <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>.

STANDARD AND POOR'S, 2014. *Ratings Definitions FAQs* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, c2014 [vid. 2014-09-20]. Dostupný z: <https://www.spratings.com/about/about-credit-ratings/228950121.html>.

STRÝČKOVÁ, L. a R. HOJNÁ, 2013. Is There a Space for an Innovative Approach to Sources of Business Financing in the Czech Republic? In *Proceedings of the 11th International Conference Liberec Economic Forum*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2013. s. 522-531. ISBN 978-80-7372-953-0.

SVĚDÍK, J. a L. TETŘEVOVÁ, 2012. Long-Term Bank Loans and Corporate Bonds as Sources of Corporate Financing in the Czech Republic. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series A*. 2012, roč. 18, č. 12, s. 193-202. ISSN 1211-5541.

SVOBODA, J., 2009. Banky škrťí podnikatelům úvěry, bojí se, že nebudou splácet. *Novinky.cz* [online] Borgis, a.s., 2009-03-17 [vid. 2014-10-10]. Dostupný z: <http://www.novinky.cz/ekonomika/164043-banky-skrti-podnikatelum-uvery-boji-se-ze-nebudou-splacet.html>.

ŠIMAN, J. a P. PETERA, 2010. *Financování podnikatelských subjektů*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 192 s. ISBN 978-80-7400-117-8.

TETŘEVOVÁ, L. a E. HÁVOVÁ, 2000. Vybrané problémy realizace emise podnikových dluhopisů. *Scientific papers of the University of Pardubice. Series D*. 2000, roč. 5, č. D. s. 190-194. ISSN 1211-555X.

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.

TIROLE, J., 2010. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press, 2010. 644 s. ISBN 0-691-12556-2.

TRAMBA, D., 2014. Zisk si nevyplácím, říká šéf EPH Daniel Křetínský a chystá další nákupy. *Hospodářské Noviny iHNed* [online]. Praha: Economia, 2014-10-02 [vid. 2014-10-02]. Dostupný z: <http://byznys.ihned.cz/lide/c1-62888970-kretinsky-zisk-si-nevyplacim>. ISSN 1213-7693.

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.

VALACH, J. et al., 1999. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-21-1.

VALACH, J., 2005. K některým otevřeným otázkám teorie podnikových financí. In: DLUHOŠOVÁ, D. (Ed.). *Finanční řízení podniků a finančních institucí: sborník vybraných příspěvků z 5. mezinárodní konference: Ostrava 7.-8. září 2005*. Ostrava: Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, 2005. s. 439-445. ISBN 80-248-0938-9.

VALACH, J., 2006. Interní zdroje a některé nové přístupy k financování podnikových investic. *Český finanční a účetní časopis*. 2006, roč. 1, č. 1, s. 62-73. ISSN 1802-2200.

VESELÁ, J., 2011. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

VINŠ, P. a V. LIŠKA., 2005. *Rating*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 109 s. ISBN 80-7179-807-X.

WILSON, R.S. a F.J. FABOZZI, 1996. *Corporate Bonds: Structure and Analysis*. 1st ed. New Hope (PA): Frank J. Fabozzi Associates, 1996. ISBN 1-883249-07-4.

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>.

ZAMRAZILOVÁ, E. Eva Zamrazilová k statistikám úvěrů v podnikové sféře. *Bankovníctví. Elektronický newsletter magazínu Bankovníctví*. Praha: 4Hproduction. 2014-10-06. č. 33. (PDF). ISSN 1214-9810.

## Bibliografie

BELÁS, J. a kol., 2012. Dopady použitia základného prístupu interných ratingov na finančnú výkonnosť komerčnej banky. *E+M Ekonomie a Management*. 2012, roč. 15, č. 3, s. 142-155. ISSN 1212-3609.

BOGLE, J.C., 2009. *Dost: skutečná cena peněz, byznysu a života*. Přel. Čestmír Branka. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 238 s. ISBN 978-80-251-2476-5.

BOLDUC, M., 2012. Saxo Bank: Skutečný důvod, proč Microsoft, Dell a Apple hromadí hotovost. *IHNED* [online]. Praha: Economia, a.s., Hospodářské noviny, 2012-04-09 [vid. 2012-04-23]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-55343440-saxo-bank-skutecny-duvod-proc-microsoft-dell-a-apple-hromadi-hotovost>. ISSN 1213-7693.

CERMÁKOVÁ, D., 2010. Prezident podepsal zákon o registraci ratingových agentur. *Kurzy.cz* [online]. Praha: Kurzy.cz, 2010-05-13 [vid. 2010-08-21]. Dostupný z: <http://zpravy.kurzy.cz/225202-prezident-podepsal-zakon-o-registraci-ratingovych-agentur/>. ISSN 1801-8688.

EVROPSKÁ SPOLEČENSTVÍ, 2006. *Nová definice malých a středních podniků* [online]. Evropská společenství, c2006 [vid. 2013-02-18]. 50 s. (PDF). s. 14. Dostupný z: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme\\_definition/sme\\_user\\_guide\\_cs.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_cs.pdf)

EXPO DATA. Anketa: Jak vnímají stavební firmy současnou ekonomickou situaci. *Časopis stavebnictví* [online]. 2009, č. 01/09 [vid. 2014-07-20]. Dostupný z: [http://www.casopisstavebnictvi.cz/anketa-jak-vnimaji-stavebni-firmy-soucasnou-ekonomickou-situaci\\_N1929](http://www.casopisstavebnictvi.cz/anketa-jak-vnimaji-stavebni-firmy-soucasnou-ekonomickou-situaci_N1929). ISSN 1802-2030.

DALLARA, C., 2008. Banky se musí vrátit zpět k základům. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Americká finanční krize: Hrozba pro světovou ekonomiku?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, č. 71, s. 45-53. ISBN 978-80-86547-65-7.

DVOŘÁČEK, J., P. BOUKAL, J. KLEČKA, a P. MIKAN, P. *Due diligence – podstata, postupy, použití*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2014. 172 s. ISBN 978-80-7478-596-2.

DVOŘÁK, P., 2011. K některým otázkám regulatorní reakce na finanční krizi. *Český finanční a účetní časopis*. 2011, roč. 6, č. 4, s. 7–15. ISSN 1802-2200.

Euro Area Interest Rate [online]. Lisboa: Trading Economics, c2014 [vid. 2014-09-20]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>.

FOND POJIŠTĚNÍ VKLADŮ, 2014. Kde je pojištěno [online]. Praha: Fond pojištění vkladů, c2014 [vid. 2014-08-20]. Dostupné z: <http://www.fpv.cz/cs/kde-je-pojisteno.html>.

FRED Economic Data [online]. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, c2014 [vid. 2014-06-25]. Dostupné z: <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=FEDFUNDS>.

HÁJKOVÁ, K., 2009. Předsednictví končí úspěchem. *Hospodářské noviny*. 2009, roč. 53, č. 115, s. 8. ISSN 0862-9587.

HAMPL, M., 2009. Jacques de Larosière a jeho návrhy. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009, č. 80, s. 11-16. ISBN 978-80-86547-85-5.

HILDEBRAND, P., 2009. *FSF Principles for sound compensation practices* [online]. Basel: Financial stability board, 2009-04-02 [vid. 2010-08-10]. 16 s. (PDF). Dostupný z: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf).

HOLMAN, R., 2008. Finanční turbulence a role centrální banky. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Americká finanční krize: Hrozba pro světovou ekonomiku?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, č. 71, s. 11-16. ISBN 978-80-86547-65-7.

IHNED, 2012. Deutsche Bank v USA vyšetřují kvůli podezřelým obchodům hedgeových fondů. *IHNED* [online]. Praha: Economia, a.s., Hospodářské noviny, 2012-01-30 [vid.

2012-03-10]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-svet/c1-54558600-deutsche-bank-v-usa-vysetruji-kvuli-podezrelym-obchodum-hedgeovych-fondu>. ISSN 1213-7693.

JÁČ, I., 2012. Rizika odhadu úspěšnosti investice při alternativním scénáři vývoje ekonomiky. *E+M Ekonomie a Management*. 2012, roč. 15, č. 2, s. 38-53. ISSN 1212-3609.

JÁČ, I., P. RYDVALOVÁ a M. ŽIŽKA, 2005. *Inovace v malém a středním podnikání*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2005. 169 s. ISBN 80-251-0853-8.

JANÁČEK, K., 2008. Zpomalení americké ekonomiky je přirozené. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Americká finanční krize: Hrozba pro světovou ekonomiku?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, č. 71, s. 17-22. ISBN 978-80-86547-65-7.

KISLINGEROVÁ, E., J. NOVÝ a kol., 2005. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. 428 s. ISBN 80-7179-847-9.

KLAUS, V., 2008. Spíše pilulka na bolest než lék. *Mladá fronta dnes*. 2008. roč. 19, č. 234, s. A10. ISSN 1210-1168.

KLAUS, V., 2009. EU zneužívá krizi pro centralizaci. *Hospodářské noviny*. 2009, roč. 53, č. 142, s. 8. ISSN 0862-9587.

KOHOUT, P., 2009. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 224 s. ISBN 978-80-247-3199-5.

KOŠAK, M., et al., (2015). Quality of bank capital and bank lending behavior during the global financial crisis. *International Review of Financial Analysis*. 2015, Vol. 37, s. 168-183. ISSN 1057-5219.

KOVANDA, L., 2008. Hypoteční krize jako záminka pro paternalismus. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Americká finanční krize: Hrozba pro světovou ekonomiku?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, č. 71, s. 73-77. ISBN 978-80-86547-65-7.

KRÁLÍČEK, T., 2008. Ministři financí EU schválili vyšší garanci bankovních vkladů. *IHNED* [online]. Praha: Economia, 2008-12-02 [vid. 2010-08-20]. Dostupný z: <http://ekonomika.ihned.cz/c1-31099050-ministri-financi-eu-schvalili-vyssi-garanci-bankovnich-vkladu>. ISSN 1213-7693.

KRÓL, J. a J. MLÁDEK., 2009. Opatření přijatá v reakci na finanční krizi. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009, č. 80, s. 17-28. ISBN 978-80-86547-85-5.

KRUGMAN, P., 2000. *The Return of Depression Economics*. 1st ed. New York: W. W. Norton & Company, 2000. 176 s. ISBN 978-0-393-32036-7.

KYSILKA, P., 2009. Regulační iluze – spolupříčina finančních a hospodářských krizí. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009, č. 80, s. 29-33. ISBN 978-80-86547-85-5.

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.

MACH, M., 2001. *Makroekonomie II pro magisterské (inženýrské) studium. 1. a 2. část*. 3. vyd. Slaný: Melandrium, 2001. ISBN 80-86175-18-9.

MACH, P., 2008. *Americká finanční krize – selhání státních regulací*. Euro. 2008. roč. 10, č. 41, s. 116-117. ISSN 1212-3129.

MANDEL, M. a V. TOMŠÍK, 2014. Dynamika úvěru v hospodářském cyklu a role makrobezpečnostní politiky. *Bankovníctví*. 2014, roč. 21, č. 9, s. I–IV. ISSN 1212-4273.

MAREK, D., 2008. Hospodářské cykly jsou přirozené. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Americká finanční krize: Hrozba pro světovou ekonomiku?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, č. 71, s. 67-71. ISBN 978-80-86547-65-7.

MASTERS, B., 2012. Call to rein in ‘shadow banking’. *The Financial Times Limited 2012*, 2012-01-16. ISSN 0307-1766.

MUNZI, T., 2008. Tragický odkaz „léčby“ hypoteční krize. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Americká finanční krize: Hrozba pro světovou ekonomiku?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, s. 79-87. ISBN 978-80-86547-65-7.

MURRAY, F. Z. and G. K. VIDHAN, 2005. *Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt*. Working Paper [online]. Tuck School of Business at Dartmouth. Center for Corporate Governance, 2005 [vid. 2014-11-10]. 88 s. (PDF). Dostupné z: <http://www.tc.umn.edu/~murra280/WorkingPapers/Survey.pdf>.

MUSÍLEK, P., 2008. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis*. 2008, roč. 3, č. 4, s. 6–20. ISSN 1802-2200.

MUSÍLEK, P., 2009. Proč jsou kapitálové trhy vůbec regulovány?. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009, č. 80, s. 53-63. ISBN 978-80-86547-85-5.

SALISBURY, P. S., 2010. *The Current Economic Crisis and The Great Depression*. Bloomington (IN): Xlibris, 2010. 258 s. ISBN 978-1-4535-3826-5.

SANKOT, M., 2003. Financování hypotečních obchodů pomocí modelu sekuritizace hypotečních úvěrů – MBS. *Bankovníctví*. 2003, roč. 11, č. 10, s. 22-23. Dostupný také z:



<http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-13502490-financovani-hypotecnich-obchodu-pomoci-modelu-sekuritizace-hypotecnich-uveru-mbs>. ISSN 1212-4273.

SEDLÁČEK, P., 2001. Hlavní směry mezinárodního úsilí o posílení globální likvidity po finanční krizi 2008/2009. *Mezinárodní vztahy*. 2001, roč. 46, č. 2, s. 74-95. ISSN 0323-1844.

SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA., 2006. *Strategická analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: C. H. BECK, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

SINGER, M., 2009. Brusel ignoruje válku, která ještě zuří. *Hospodářské noviny*. 2009, roč. 53, č. 115, s. 20. ISSN 0862-9587.

STANDARD AND POOR'S, 2012b. *A Simple, Efficient Way to Communicate Creditworthiness* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, c2012 [vid. 2012-02-20]. Dostupný z: <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>.

SUMMERS, L., 2007. Beware the moral hazard fundamentalists. *Financial Times* [online]. Financial Times Ltd, 2007-09-24 [vid. 2010-08-20]. Dostupný z: <http://blogs.ft.com/economistsforum/2007/09/beware-the-morahtml/>. ISSN 0307-1766.

SYNEK, M. et al., 2006. *Podniková ekonomika*. 4. přeprac. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 473 s. ISBN 80-7179-892-4.

ŠALOMONOVÁ, I., 2008. Důvody, proč se současná krize nedá srovnávat s Velkou hospodářskou krizí roku 1929. *IHNED* [online]. Praha: Economia, a.s., Hospodářské noviny, 2008-12-02 [vid. 2010-04-03]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-31051580>. ISSN 1213-7693.

ŠINDEL, J., 2008. Finanční krize je hrozbou pro svět. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Americká finanční krize: Hrozba pro světovou ekonomiku?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, č. 71, s. 23-41. ISBN 978-80-86547-65-7.

TRÍSKA, D., 2009. Příkazová koordinace společnosti – státní regulace finančních služeb. In: LOUŽEK, M. (ed.). *Nová regulace finančních trhů: Záchrana nebo zkáza?*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2009, č. 80, s. 35-42. ISBN 978-80-86547-85-5.

VÍTKOVÁ, E. Externí zdroje není obtížné obstarat, obtížné je získat je v optimální výši a ceně. *CFWorld* [online]. Praha: IDG Czech Republic, a. s., 2011-04-12. [vid. 2015-01-20]. Dostupný z: <http://cfworld.cz/financni-sluzby/externi-zdroje-neni-obtizne-obstarat-obtizne-je-ziskat-je-v-optimalni-vysi-a-cene-909>.

ZAVŘEL, R., 2012. Apple ukázal, do čeho investuje 100 miliard dolarů v hotovosti. *Letem světem Applem* [online]. 2012-03-19 [vid. 2012-04-20]. Dostupné z: <http://www.letemsvetemapple.eu/2012/03/19/apple-ukazal-do-ceho-investuje-100-miliard-dolaru-v-hotovosti/>.

### **Dosavadní publikační činnost**

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. pp. 81–90. ISSN 1309-8047.

## **Přílohy**

A Dotazník

## Příloha A – Dotazník

<b>Doprovodný text dotazníku:</b>	
Vážený respondente, dotazník, který se k Vám dostává je podkladem pro výzkumnou část mé disertační práce. Má za cíl rozšířit poznání o obecných přístupech podniků k financování svých podnikatelských aktivit formou cizího kapitálu nejen v dobách finančních krizí. Výsledky výzkumu nadále poslouží pro výuku na vysoké škole, která si klade za cíl vychovávat odborníky nejen v oboru spojeném s tímto výzkumem. Ale samozřejmě s nimi budete v případě zájmu seznámeni i Vy jako respondenti.	
<b>Své odpovědi, prosím, <b>barveně zvýrazněte</b>, nebo vepište sledovaný údaj.</b>	
<b>Otázka</b>	
<b>č.</b>	<b>Text otázky</b>
<b>1</b>	<b>Jsme podnik přibližně</b> s ..... zaměstnanci.
<b>2</b>	<b>Jsme podnik přibližně</b> s bilanční sumou ..... mil CZK.
<b>3</b>	<b>Jsme podnik přibližně</b> s ročním obrátem ..... mil CZK.
<b>4</b>	<b>Převažující podnikatelská činnost podle klasifikace CZ-NACE (Uved'te prosím název nebo kód činnosti/činností - max 3)</b> Naše převažující podnikatelská činnost je.....
<b>5</b>	<b>Jsme podnik</b> a) pouze s českým vlastníkem b) s minoritním zahraničním vlastníkem c) s majoritním zahraničním vlastníkem
<b>6</b>	<b>V období krize (cca roky 2008-2012) jsme ze strany bank pocítli sníženou ochotu poskytovat úvěry, ačkoli k tomu z pohledu našeho podniku nebyl podstatný důvod.</b> a) Rozhodně ano. b) Spíše ano. c) Spíše ne. d) Rozhodně ne. e) O úvěr jsme v tomto období nežádali.
<b>7</b>	<b>Až v období nedávné finanční krize či dluhové krize jsme intenzivně začali hledat i jiné zdroje kapitálu kromě úvěrů.</b> a) Ano. Jaké? Uved'te alespoň jeden příklad. .... b) Ne, výhodnost zdrojů vyhodnocujeme průběžně. c) Cizí zdroje jsme doposud nepotřebovali.
<b>8</b>	<b>K financování našich dlouhodobých podnikatelských aktivit nejčastěji volíme</b> a) vlastní kapitál (vklady společníků / akcionářů, zadržený zisk, apod.). b) cizí kapitál - úvěry. c) cizí kapitál - dluhopisy. d) jiné než uvedené. Jaké? .....

<b>9 Pokud volíme / bychom volili pro financování našich aktivit bankovní úvěr, je to z následujících důvodů (vyberte tři a číslicemi 1 až 3 napište prioritu, kde 1 je nejvyšší priorita).</b>
<input type="checkbox"/> Bankovní úvěr je tradiční a srozumitelný nástroj.
<input type="checkbox"/> S bankami (obecně - nezáleží na konkrétní instituci) máme dobré vztahy.
<input type="checkbox"/> Banka nás zná, a proto jsou jednání o nových úvěrech rychlá a snadná.
<input type="checkbox"/> Dokážeme vyjednat takové podmínky z hlediska výše úvěru, sazby a splátkového kalendáře, které nám vyhovují.
<input type="checkbox"/> Nevidíme oproti bankovnímu úvěru jinou vhodnou alternativu.
<input type="checkbox"/> Úvěr je oproti jiným zdrojům méně nákladný.
<input type="checkbox"/> Jiné. Uveďte jaké. ....
<b>10 Pokud volíme / bychom volili pro financování našich aktivit dluhopisy, je to z následujících důvodů (vyberte tři a číslicemi 1 až 3 napište prioritu, kde 1 je nejvyšší priorita).</b>
<input type="checkbox"/> Dluhopisy nám umožňují být nezávislími na bance a jejích možnostech.
<input type="checkbox"/> Dluhopisy nás staví do výhodnější pozice vůči věřitelům.
<input type="checkbox"/> Dluhopisy již používáme a jsou pro nás srozumitelným nástrojem.
<input type="checkbox"/> Dluhopisy umožňují flexibilnější nastavení úroků a splácení, než které nabízí banka u úvěrů.
<input type="checkbox"/> Jiné. Uveďte jaké. ....
<b>11 Při vyjednávání o novém dluhovém zdroji je pro nás nejdůležitější</b>
a) rychlost poskytnutí prostředků.
b) cena poskytnutých prostředků (tj. úrokové náklady + poplatky).
c) splatnost.
d) možnost aktivně řídit své peněžní toky.
e) jiný důvod než uvedený. Jaký? .....
<b>12 Už jste uvažovali o emisi vlastních dluhopisů?</b>
a) Ano, a to z následujících důvodů (uveďte alespoň 2) .....
b) Ne, a to z následujících důvodů (uveďte alespoň 2) .....
<b>13 Plánujete emisi dluhopisů ve střednědobém horizontu?</b>
a) Rozhodně ano.
b) Spíše ano.
c) Spíše ne.
d) Rozhodně ne.
<b>14 Používáte-li bankovní úvěry, k jakým činnostem je nejčastěji používáte (vybrete maximálně 2 možnosti)</b>
a) financování krátkodobého nesouladu v cash flow.
b) profinancování nových obchodních případů.
c) financování investičních výdajů, kde potřebujeme peněžní toky rozložit do dlouhého časového období.
d) jiné než uvedené. Jaké? .....

<b>15</b>	<b>Cizí zdroje získáváme převážně</b>
	a) od jedné banky
	b) od dvou bank
	c) od tří a více bank
	d) od více věřitelů (tj. kombinace bank, nebankovních institucí, emisí dluhopisů apod.)
<b>16</b>	<b>Uveďte prosím svou pozici v rámci společnosti</b>
	.....
<b>17</b>	<b>Uveďte prosím název Vaší společnosti (kvůli zamezení opětovného kontaktu v rámci dotazování; název nebude nijak jinak využit!!!)</b>
	.....
MNOHOKRÁT DĚKUJI ZA VYPLNĚNÍ!	