



ZDROJE FINANCOVÁNÍ PODNIKU: POTENCIÁL A TRENDY

Autoreferát disertační práce

Studijní program: P6208 – Ekonomika a management
Studijní obor: 6208V119 – Organizace a řízení podniků

Autor práce: **Ing. Lenka Strýčková**
Školitel: doc. Dr. Ing. Olga Hasprová

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

Uchazeč: Ing. Lenka Strýčková
Ekonomická fakulta Technické univerzity v Liberci
Katedra financí a účetnictví
Voroněžská 13
461 17 Liberec 1

Školitel: doc. Dr. Ing. Olga Hasprová
Ekonomická fakulta Technické univerzity v Liberci
Katedra financí a účetnictví
Voroněžská 13
461 17 Liberec 1

Autoreferát byl rozeslán dne: 8. 10. 2014

Obhajoba disertační práce se koná ve dnech 20. a 21. listopadu 2014 před komisí na Ekonomické fakultě Technické univerzity v Liberci, Voroněžská 13, Liberec 1 v zasedací místnosti děkanátu Ekonomické fakulty.

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

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

Anotace

Doktorská disertační práce se zabývá problematikou kapitálové struktury a zdrojů financování podniků v České republice. Cíle práce jsou definovány v první kapitole. Hlavní cíl práce spočívá ve stanovení obecného návrhu odvětvových standardů zadluženosti podniků v České republice. Návrh je založen na komplexním zhodnocení a kvantifikaci zdrojů financování využívaných podnikatelskými subjekty v České republice, identifikaci determinant kapitálové struktury, analýze trendů a odhalení potenciálu vybraných zdrojů financování. Důležitost kapitálové struktury spočívá v její úzké vazbě na rentabilitu podniku, finanční riziko podnikání a finanční volnost podniku. Druhá kapitola práce se věnuje teoretickým přístupům ke kapitálové struktuře. V rámci následující kapitoly jsou definovány základní pojmy související s podnikem a jeho finančním řízením. Podrobně jsou analyzovány zejména determinanty kapitálové struktury. Úkolem následující čtvrté kapitoly je vymezit a charakterizovat jednotlivé zdroje financování z pohledu účetního a finančního. V rámci páté kapitoly jsou představeny výsledky dílčích empirických zkoumání, za pomoci nichž byly navrženy odvětvové standardy celkové zadluženosti podniku, čímž byl naplněn hlavní cíl práce i jednotlivé dílčí cíle. Závěr disertační práce obsahuje shrnutí výzkumných poznatků a testování stanovených tvrzení.

Klíčová slova

Podnik, kapitálová struktura, zdroje financování, vlastní kapitál, cizí zdroje, celková zadluženost, odvětvový standard.

Summary

The dissertation deals with the issue of corporate capital structure and sources of business financing in the Czech Republic. The objectives of the thesis are defined in the first chapter. The main objective of the thesis lies in the general determination of industry standards for corporate indebtedness in the Czech Republic. The proposal is based on the complex assessment and quantification of sources of business financing in the Czech Republic, identification of corporate capital structure determinants, trend analysis, and detection of selected sources potential. The importance of the capital structure lies in its close connection with the company's profitability, business financial risk and financial flexibility. The second chapter is devoted to theoretical approaches to the capital structure. The basic concepts associated with the company and its financial management are defined within the following chapter. The special attention was paid to the analysis of capital structure determinants. The fourth chapter is dedicated to the definition and characterization of the possible sources of business financing from the two points of view: accounting and finance. The fifth chapter presents the results of several partial empirical investigations, by means of which the industry standards for corporate debt ratio were designed, whereby the main goal and the sub-objectives were achieved. The dissertation conclusion contains the summary of research findings and the testing of research statements.

Key words

Company, capital structure, sources of financing, equity, liabilities, debt ratio, industry standard.

Zusammenfassung

Die Dissertation beschäftigt sich mit der Problematik der Kapitalstruktur und den Finanzierungsquellen in der Tschechischen Republik. Die Ziele dieser Dissertation sind in dem ersten Kapitel definiert. Das Hauptziel der Dissertation ist einen Vorschlag von den Industrie-Standarden der Gesamtverschuldung des Unternehmens in der Tschechischen Republik zu entwickeln. Der Vorschlag basiert auf einer umfassenden Bewertung und Quantifizierung der Finanzierungsquellen, die von den Unternehmen in der Tschechischen Republik benutzt werden, der Identifizierung der Determinanten der Kapitalstruktur, der Trendanalyse und der Entdeckung des Potenzials von den ausgewählten Finanzierungsquellen. Die Bedeutung der Kapitalstruktur besteht in ihrem näheren Zusammenhang mit der Rentabilität, dem Finanzrisiko und der finanziellen Freiheit des Unternehmens. In dem zweiten Kapitel sind die theoretischen Ansätze zu der Kapitalstruktur analysiert. In dem nächsten Kapitel sind die Grundbegriffe, die mit dem Unternehmen und seinem Finanzmanagement zusammenhängen, definiert. Eine besondere Aufmerksamkeit ist den Determinanten der Kapitalstruktur gewidmet. In dem vierten Kapitel sind die individuellen Finanzquellen beschrieben und zwar von der Bilanzierungs- und Finanzsicht. In dem fünften Kapitel sind die Resultate der partiellen empirischen Untersuchungen, aufgrund deren Grundlage die Industrie-Standarde der Gesamtverschuldung eines Unternehmens vorgeschlagen wurden präsentiert. Hiermit wurden sowohl das Hauptziel als auch die Teilziele der Dissertation erfüllt. Zum Schluss der Dissertation sind die Forschungsergebnisse und Testen der Hypothesen zusammenfasst.

Schlüsselwörter

Unternehmen, Kapitalstruktur, Finanzierungsquellen, Eigenkapital, Fremdkapital, Gesamtverschuldung, Industrie-Standard.

Prohlášení

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

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

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

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

V Liberci, 7. 10. 2014

Obsah

Seznam použitých zkratk a symbolů	8
Úvod.....	9
1 Cíle a metody práce	11
2 Analýza současného stavu zkoumání v oblasti tématu disertační práce.....	13
3 Hlavní dosažené výsledky	17
Závěr	22
Seznam literatury citované v autoreferátu	25
Seznam publikovaných prací disertantky	27

Seznam použitých zkratk a symbolů

ANOVA	analýza rozptylu (<i>Analysis of Variance</i>)
BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČR	Česká republika
EBIT	zisk před zdaněním a úroky (<i>Earnings before Interest and Taxes</i>)
EVA	ekonomická přidaná hodnota (<i>Economic Value Added</i>)
INFA	benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů MPO
IPO	primární emise akcií (<i>Initial Public Offering</i>)
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
NYSE	New York Stock Exchange
WSE	Warsaw Stock Exchange

Úvod

Doktorská disertační práce s tématem **Zdroje financování podniku: potenciál a trendy** se zabývá problematikou zdrojů financování podniku v závislosti na vybraných determinantách a s tím souvisejícími otázkami týkajícími se kapitálové struktury podniku a optimální zadluženosti.

Kapitálová struktura jako výsledek rozhodování podniku o poměru vlastních a cizích zdrojů patří ke klíčovým otázkám finančního řízení podniku. Důležitost kapitálové struktury spočívá v její úzké vazbě na rentabilitu podniku, finanční riziko podnikání a finanční volnost podniku. Rozhodující část vlastního kapitálu je obvykle tvořena vyprodukovaným a reinvestovaným ziskem podniku, který přispívá k růstu podniku bez nutnosti upisování dalšího kapitálu či zadlužování. Cizí zdroje jsou pak obvykle využívány tehdy, když vlastní zdroje financování nedostačují. V souvislosti s dluhovým financováním pomocí cizích zdrojů však do hry vstupuje i efekt úrokového daňového štítu, jenž může přispět k růstu rentability vlastního kapitálu podniku. Jaký je optimální poměr vlastních a cizích zdrojů, neboli optimální kapitálová struktura, patří k otázkám, na něž se různé teorie kapitálové struktury snaží nalézt jednoznačnou odpověď již od 50. let minulého století. Problematiku míry zadlužení nelze zjednodušit na stanovení konkrétního poměru vlastních a cizích zdrojů, je třeba vzít v úvahu i další faktory.

Podnik je ve svém rozhodování při výběru zdrojů financování ovlivněn *faktory*, které jsou dány zevnitř podniku a zároveň vnějším prostředím. Mezi *vnitřní faktory* patří například strategie, cíle a zaměření společnosti, vlastnická struktura, přístup k riziku, obor podnikání a postavení podniku na daném trhu, unikátnost nabízené produkce a potenciál růstu, stáří podniku, výsledky hospodaření podniku apod. Rozhodování podniku je dále determinováno *vnějším* prostředím. To je tvořeno stupněm ekonomického rozvoje země, politickým prostředím, úrovní vyspělosti kapitálového trhu, monetární politikou státu, úrovní úrokových a daňových sazeb, přístupem státu k podpoře podnikání, platnou legislativou, úrovní konkurence v daném odvětví, mírou informační asymetrie a dalšími faktory.

Pozornost věnovaná teorii i praxi volby vhodných zdrojů financování a kapitálové struktury byla v podmínkách České republiky dlouhodobě na velmi nízké úrovni, teprve v posledních letech (cca od roku 1999) se začínají objevovat práce a analýzy, které se této problematice věnují hlouběji, jak po stránce teoretické, tak empirické. Současná česká

odborná literatura využívá poznatků zvláště teorie optimální kapitálové struktury a své závěry staví především na závěrech ekonomů z anglosaského prostředí. Proto je zde možno nalézt dostatečný prostor pro vědeckou práci založenou na ověření platnosti těchto teorií i v českém prostředí, které se odlišuje po stránce právní, sociální i ekonomické.

Téma disertační práce bylo zvoleno s ohledem na aktuálnost problematiky a potenciál v oblasti empirického ověřování teoretických závěrů, tak i na aktuálnost potřeb samotných podniků v rámci jejich investičního rozhodování.

Teoretická část práce předkládá úvod do problematiky podniku a podnikového finančního řízení. Dále jsou definovány a charakterizovány možné zdroje financování podniků z hlediska finančního a účetního s uvedením výhod či nevýhod konkrétního zdroje. Je provedeno shrnutí základních teorií kapitálové struktury. Následuje literární rešerše závěrů ze současné české i zahraniční literatury věnující se danému tématu. Součástí teoretické části je i vymezení možných determinant kapitálové struktury podniku.

Praktická část disertační práce předkládá výsledky vlastních výzkumů v oblasti zdrojů financování a kapitálové struktury podniků. Jedná se o několik dílčích výzkumů zpracovaných v průběhu let 2012 až 2013 v rámci dvou projektů Studentské grantové soutěže. Na úvod praktické části práce je zpracována analýza vnějšího prostředí podniku jako východisko pro finanční rozhodování podniků a zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování podniků v České republice. Další část práce je založená na analýze ekonomických dat firem z ČR získaných pomocí databáze ekonomických subjektů Albertina a zahrnuje empirický výzkum zadluženosti firem a vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury firem dle odvětví. Součástí praktické části jsou i výsledky dotazníkového šetření zaměřeného na faktory ovlivňující volbu konkrétních zdrojů financování z pohledu oslovených firem a na další oblasti investičního rozhodování podniků. Na základě výsledků praktických zkoumání je vytvořen vlastní návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti podniku. Odvětvové standardy pro 14 odvětví ekonomických činností mohou být využity v podnikové praxi pro benchmarking konkrétních podniků s odvětvovým průměrem.

1 Cíle a metody práce

Disertační práce navázala na dosud prováděné výzkumy v oblasti kapitálové struktury a zdrojů financování podniku. Problematika optimalizace kapitálové struktury a zadluženosti podniku představuje věčné téma vybízející k diskusi a dalším zkoumáním. Jedná o poměrně zásadní oblast finančního řízení podniku, neboť způsob financování podnikových aktivit může velmi významným způsobem ovlivnit prosperitu podniku a hlavní finanční cíl podnikání představovaný maximalizací tržní hodnoty firmy.

Hlavním cílem disertační práce bylo vytvořit **obecný návrh odvětvových standardů zadluženosti podniků v České republice**. Tento návrh vycházel z komplexního zhodnocení a kvantifikace zdrojů financování využívaných podnikatelskými subjekty v České republice, z identifikace determinant kapitálové struktury, z analýzy trendů a z odhalení potenciálu vybraných zdrojů.

Pro dosažení hlavního cíle byly stanoveny následující *dílčí cíle*:

1. Definovat stávající teorie kapitálové struktury a různé přístupy k její optimalizaci.
2. Specifikovat základní principy finančního řízení podniku.
3. Vymežit a rozčlenit zdroje financování podniku podle různých kritérií, charakterizovat vlastní a cizí zdroje financování podniku a zhodnotit jejich význam pro hospodaření podniku. Definovat další zdroje financování podniku.
4. Charakterizovat vnitřní a vnější faktory ovlivňující výběr zdrojů financování. Zhodnotit potenciál kapitálového trhu pro financování firem v ČR.
5. Analyzovat trendy při volbě konkrétní kapitálové struktury podniků na základě empirického výzkumu.
6. Zjistit skutečný stav a potenciál využívání jednotlivých zdrojů financování v konkrétních podnicích pomocí dotazníkového šetření.
7. Stanovit obecná doporučení celkové zadluženosti podnikatelských subjektů v ČR pro jednotlivá odvětví.

Stanoveného cíle disertační práce, včetně cílů dílčích, bylo dosaženo pomocí ověření platnosti následujících *tvrzení*:

- I. Podnikatelské subjekty v České republice využívají při financování svých podnikatelských a investičních aktivit rovnoměrně zdroje vlastní i cizí.*
- II. Kapitálový trh v České republice nepředstavuje rovnocenný zdroj financování podniků s trhem dluhovým.*

- III. *Volba konkrétních zdrojů financování je výhradně výsledkem vlastního rozhodnutí podnikatelského subjektu.*
- IV. *Obor podnikání ovlivňuje kapitálovou strukturu firem v České republice.*
- V. *Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování uplatňují především statická kritéria investičního rozhodování.*
- VI. *Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování respektují závěry teorie hierarchického pořádku.*

Pro zpracování teoretické části práce byla použita metoda rešerše bibliografických záznamů. Byly využity následující zdroje informací: odborná česká i zahraniční literatura v tištěné podobě a publikované výsledky výzkumů dostupné na internetu a ve vědeckých časopisech. V této fázi práce převažovaly metody deskripce, komparace a analýzy.

Ve výzkumné části práce jsou použity metody analýzy, syntézy, komparace, matematicko-statistické metody, dotazníkové šetření a formulace závěrů. Zdrojem dat o vybraných subjektech byla databáze firem a institucí Creditinfo Albertina GOLD, která obsahuje přehled o všech registrovaných podnikatelských subjektech v ČR, včetně ekonomických výsledků firem povinně zveřejňovaných v Obchodním věstníku.

V rámci zpracování disertační práce bylo provedeno několik dílčích empirických zkoumání, jejichž spojujícím prvkem je zaměření na oblast kapitálové struktury podniku, zadluženosti a zdrojů financování. Empirické zkoumání zadluženosti a analýza trendů ve vývoji kapitálové struktury firem dle odvětví byly provedeny v rámci projektu Studentské grantové soutěže 2012 s názvem *Analýza trendů při volbě zdrojů financování obchodních společností v ČR*. V rámci projektu Studentské grantové soutěže 2013 s názvem *Kapitálová struktura podniků v ČR a její determinanty* zaměřené na otázky týkající se podnikových financí, přístupu firem k vyhodnocování investičních příležitostí a vnímání firem hlavních determinant kapitálové struktury bylo provedeno dotazníkové šetření a jeho vyhodnocení pomocí jednoduchých i pokročilejších statistických metod (statistické testování hypotéz, analýza ANOVA, faktorová analýza). Na základě empirických zjištění byla stanovena doporučení pro podniky ze zkoumaných odvětví ohledně maximální celkové zadluženosti.

V závěru disertační práce byla použita metoda syntézy při shrnutí dílčích závěrů do obecných poznatků a doporučení. Dílčí výsledky zkoumání byly publikovány ve vědeckých časopisech a na odborných konferencích v České republice i v zahraničí.

2 Analýza současného stavu zkoumání v oblasti tématu disertační práce

První vědecké články věnované financování podniku je možné v historii vědy nalézt v první polovině 20. století. Za skutečný počátek rozvoje financování podniku jako vědní disciplíny je považován přelom 50. a 60. let 20. století, kdy byla publikována řada prací z oblasti optimalizace kapitálové struktury, tvorby portfolia a dividendové politiky. V současnosti jsou finance podniku považovány za jednu z nejdynamičtěji se rozvíjejících vědeckých disciplín.

Vztahem mezi vlastními a cizími zdroji podniku se od počátku padesátých let minulého století zabývají různé teorie kapitálové struktury podniku, jež se pokoušejí nalézt univerzálně platné závěry a doporučení. Většina teorií kapitálové struktury vznikala v anglosaském prostředí, a proto závěry těchto teorií nelze bez výhrad aplikovat v českém prostředí. Česká odborná literatura zabývající se problematikou kapitálové struktury podniku většinou přebírá závěry ze zahraničních publikací a věnuje se především empirickému ověřování platnosti jednotlivých teorií.

Teorie kapitálové struktury velkých společností se dají rozdělit do dvou skupin, na teorie statické a dynamické. Statické teorie vycházejí ze závěrů ekonomické teorie, na jejímž základě vytváří své návrhy či modely kapitálové struktury podniku a teprve následně dochází k jejich ověřování. Za optimální je považována taková struktura kapitálu, kdy daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně (Valach, 2001, s. 291). Statické teorie se snaží najít optimální kapitálovou strukturu, zatímco dynamické teorie (např. teorie hierarchického pořádku) existenci optimální kapitálové struktury popírají. Na základě empirických výzkumů skutečného chování podniku se dynamické teorie spíše snaží o vysvětlení chování a preferencí manažerů při rozhodování o zdrojích investic a na tomto základě pak vytvářejí teoretické modely a závěry. Jsou primárně založeny na předpokladu, že každý podnik průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k měnícím se specifickým podmínkám.

Jedněmi z prvních odborníků, kteří se tématem podnikových financí a kapitálové struktury zabývali u nás, byli manželé Neumaierovi (Neumaierová a Neumaier, 1996). Dle jejich teorie optimální zadluženost představuje výši dluhu, která maximalizuje hodnotu podniku pro majitele. Jejich závěry vychází ze zkoumání optimální zadluženosti, v rámci kterého

autoři vytvořili jednoduchý model založený na pyramidálním rozkladu rentability aktiv (EBIT/aktiva). Jsou autory metodiky benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA vytvořeného ve spolupráci s MPO.

Kislingerová (2010, s. 393) chápe volbu kapitálové struktury jako složitý vícekriteriální proces. Jednotlivá kritéria působí často i proti sobě a záleží na rozhodující se osobě, jakou váhu jim přisoudí. Nejdůležitějšími faktory působícími na rozhodování o míře zadluženosti jsou podle ní velikost a stabilita podnikového zisku, postavení podniku na trhu, stabilita resp. volatilita tržeb, majetková struktura podniku, finanční nezávislost podniku a stabilita rozdělování výsledku hospodaření.

Synek (2007, s. 50) uvádí, že určit optimální stupeň zadluženosti i optimální strukturu dluhů je v praxi obtížné. Lze však odvodit všeobecné pravidlo: dluh je účelné zvýšit, když vyšší zadluženost zvyšuje majetek akcionářů. Zda bylo využití dluhu účelné, lze zjistit pouze dodatečně, a to porovnáním ukazatelů výnosnosti celkového a vlastního kapitálu. Optimalizace kapitálové struktury podniku pak spočívá ve vzájemném vyrovnávání výnosnosti a finančního rizika tak, aby bylo dosahováno maximální tržní ceny akcií.

Valach (2001, s. 298) při určování optimální kapitálové struktury podniku vychází z pozice minimalizace průměrných nákladů na kapitál, a nikoliv přímo z pozice maximalizace hodnoty podniku (byť za určitých podmínek vede minimalizace průměrných nákladů kapitálu i k maximalizaci hodnoty podniku).

Nývltová a Marinič (2010, s. 126) jmenují několik aspektů, o něž se v praxi opírá rozhodování v oblasti optimalizace kapitálové struktury, například: věcnou a časovou strukturu aktiv, dostupnost jednotlivých zdrojů financování, zvyklosti v odvětví, stádium životního cyklu podniku, schopnost vlastníků zhodnotit volný kapitál, ochotu vlastníků k informační otevřenosti vůči poskytovatelům cizího kapitálu.

Režňáková (2012, s. 8) zdůrazňuje vliv charakteru finančního systému na rozhodování o způsobu financování. V České republice je finanční systém založený na bankách, ve kterých je soustředěna převážná část volných finančních zdrojů a ostatní formy (jako leasing či emise cenných papírů) jsou pouze zdroji doplňkovými. Autorka zmiňuje i vlivy konkrétní fáze životního cyklu podniku či oboru podnikání na volbu podnikových zdrojů.

Empirické ověřování závěrů jednotlivých teorií optimální kapitálové struktury bylo odbornou veřejností v České republice dlouhodobě opomíjeno. Avšak v posledních dvou desetiletích se problematice kapitálové struktury podniku a možnostem její optimalizace

věnuje stále větší pozornost a vzniká i řada empirických studií, např. Dvořák (2004), Bauer (2004), Landa a Martinovičová (2010), Pinková (2012), Prášilová (2012) a další. V současné zahraniční odborné literatuře lze nalézt velké množství empirických studií zabývajících se touto problematikou.

Konkrétní volba určité kapitálové struktury tedy není jednorázový akt, nýbrž proces závislý na velkém množství různých determinant. Pojem determinanty kapitálové struktury podniku označuje faktory ovlivňující celkovou velikost podnikového kapitálu a poměr mezi vlastními a cizími zdroji. Významnost jednotlivých faktorů pro finální podobu kapitálové struktury firem je různá. Existuje řada empirických studií, jež se pokouší stanovit důležitost determinant a nalézt univerzálně platné závěry. Například Bauer (2004) zkoumá korelační závislosti zadluženosti na velikosti podniku, průmyslovém odvětví, ziskovosti, likvidnosti aktiv, růstových příležitostech, výši daní, daňovém štítu a volatilitou. Prášilová (2012) zkoumá vliv podílu fixních aktiv, zadržených zisků, úrokové míry, rentability aktiv, velikosti podniku, podílu hmotných aktiv a stáří podniku na kapitálovou strukturu podniků a míru tohoto vlivu. Jednotlivé determinanty zároveň mohou působit i vzájemně proti sobě a zvolená finanční strategie závisí především na rozhodnutí jednotlivých firem.

Nejběžnějším důvodem pro použití cizího kapitálu v podniku obvykle je, že podnikatel nedisponuje dostatečným vlastním kapitálem, který potřebuje pro založení podniku, případně nedisponuje potřebným kapitálem v čase, kdy ho aktuálně potřebuje. Následně ale cizí kapitál může podniku umožnit aktivity, které by jinak uskutečnit nemohl. Při použití cizího kapitálu se podnikatel nemusí dělit o své řídicí pravomoci, jako by tomu bylo například v případě, že by získal dodatečné zdroje přijetím nového společníka (společníků). Mezi nejčastější argumenty proti většímu používání cizího kapitálu patří, že cizí kapitál zvyšuje zadluženost podniku a tím snižuje jeho finanční stabilitu. Zároveň každý další dluh je dražší a je těžší ho získat, protože potenciální věřitelé se obávají o svůj kapitál v případě likvidace vysoce zadluženého podniku.

V praxi většina podnikatelů používá větší či menší objem cizího kapitálu. Poměr mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji závisí na mnoha faktorech. Jedním z nich je odvětví, ve kterém podnikatel působí. Synek (2007, s. 55) uvádí, že v průmyslových podnicích většinou převládá vlastní kapitál, u obchodních firem je poměr přibližně stejný a u finančních institucí výrazně převládá kapitál cizí. Dále záleží na úrokových mírách bank, celkové finanční stabilitě podniku, postavení na trhu, legislativních nařízeních, daňových podmínkách, subjektivním postoji podnikatele či manažerů apod.

Zahraniční literatura věnující se tématu finančního řízení podniku často zmiňuje důležitost srovnání výsledků finančních analýz nejen s výsledky podniku z předchozích období či s konkurenčním podnikem, ale poměrně velký důraz je kladen i na porovnání s tzv. odvětvovými standardy. Každé odvětví vykazuje totiž jiná specifika a tak i posuzování kapitálové struktury a zadluženosti není možné generalizovat pro všechny obory podnikání shodně (Brooks, 2013, s. 469). Dostupnost odvětvových standardů v zahraničí je na poměrně dobré úrovni. Firmy mohou využívat různé veřejně dostupné zdroje, jako například výroční a čtvrtletní zprávy Thomson Reuters, databázi Bloomberg, statistiky zpracované Google Finance, Yahoo! Finance Stock Screener či MSN Money. K benchmarkingu lze rovněž využít informace o odvětvových průměrech zveřejňované organizovanými kapitálovými trhy (Nasdaq, Euronext, apod.), finančními institucemi či bankami.

Analýzy vývoje odvětví v České republice provádí pravidelně (ročně či čtvrtletně) i Ministerstvo průmyslu a obchodu, které zpracovává základní ekonomické a finanční údaje za jednotlivá odvětví. Mezi analýzy patří například Analýza vývoje ekonomiky ČR, Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví a Panorama zpracovatelského průmyslu. Podniky mohou rovněž využít Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA. INFA se zaměřuje na tři základní skupiny finančních ukazatelů: tvorbu produkční síly (EBIT/ Aktiva), umožňující pohled na to, co podnik vyprodukuje bez ohledu na původ kapitálu a úroveň zdanění, dělení EBIT mezi věřitele (úroky), stát (daně) a majitele (čistý zisk), a finanční stabilitu, tj. vztah životnosti aktiv k životnosti pasiv. V žádném z uvedených analytických materiálů není možné nalézt konkrétní odvětvová doporučení týkající se zadluženosti.

Na komerční bázi nabízí analytické studie odvětví firma Bisnode Česká republika. Studie jsou zpracovány odděleně pro vybrané segmenty odvětví a obsahují analytický rozbor odvětví, profily nejvýznamnějších společností působících v sektoru a analytický software. Nevýhodou těchto studií je vysoká pořizovací cena jednotlivých studií a neexistence souhrnné analytické studie za všechna odvětví.

Hrdý (2013) navrhuje konkrétní hodnoty oborových standardů zadlužení pro firmy v ČR na základě analýzy zadluženosti z účetních a tržních hodnot ve vybraných sektorech průmyslu. Doporučené hodnoty zadluženosti stanovil na základě srovnání s údaji ze světa, Evropy a USA, přičemž poukazuje na vyšší hodnoty podnikové zadluženosti v ČR.

3 Hlavní dosažené výsledky

Přínos zpracované disertační práce spočívá především ve vědecko-výzkumné rovině a to v komplexním zpracování problematiky zdrojů financování a kapitálové struktury podniků, důkladné analýze trendů při volbě zdrojů financování podnikatelskými subjekty v České republice a vyhodnocení potenciálu, který při volbě zdrojů financování nabízí finanční a kapitálový trh. Na základě analýzy teoretických východisek a empirických výsledků byl proveden návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti, které mohou sloužit podnikům jako tzv. benchmarking v oblasti rozhodování o využití vlastních či cizích zdrojů financování.

První část vlastního výzkumu provedeného v rámci zpracování disertační práce je věnována **zhodnocení potenciálu kapitálového trhu pro financování českých podniků**, které bylo zpracováno pomocí empirické analýzy podílu vybraných složek kapitálu na celkových pasivech a komparativní analýzy kapitálové struktury firem kótovaných na BCPP a firem nekótovaných. Výsledky zkoumání potvrzují, že stav českého kapitálového trhu má následně vliv i na kapitálovou strukturu českých firem a jejich postoj k výběru zdrojů financování. Výsledky analýzy trendů v období od roku 1998 do roku 2010 ve vývoji podílu bankovních úvěrů, obligací a vlastního kapitálu na celkových pasivech potvrzují závislost české ekonomiky na bankovním financování a minimální využívání financování pomocí nástrojů kapitálového trhu (akcií, obligací). Analýza ani současný vývoj nenaznačují, že v blízké budoucnosti dojde ke změně tohoto stavu.

Komparativní analýza kapitálové struktury skupiny společností kótovaných na BCPP a skupiny společností na burze cenných papírů nekótovaných (avšak zařazených mezi nejúspěšnější společnosti do žebříčku EVA TOP 100) indikuje, že společnosti z obou vyhodnocovaných skupin jako převažující zdroje financování využívají dlouhodobé a krátkodobé cizí zdroje (závazky) a bankovní úvěry (v součtu tvoří cizí kapitál celkem). Interní zdroje financování (tvořené sumou rezervních fondů, zadržného zisku z minulých let a zisku běžného účetního období) jsou využívány ve větší míře u společností na BCPP nekótovaných. U společností veřejně obchodovaných na burze cenných papírů v souhrnu převládají zdroje cizí, u společností veřejně neobchodovaných převládají zdroje vlastní.

Další část empirického zkoumání byla věnována **analýze zadluženosti podniků v ČR** v období od roku 2006 do roku 2011. Analýza ukázala, že na základě obou sledovaných

ukazatelů, ukazatele celkové zadluženosti i zadluženosti vlastního kapitálu, lze nalézt výrazné odlišnosti v závislosti na odvětví. U všech odvětví v každém sledovaném období ukazatel celkové zadluženosti překračuje hranici 50 % a zároveň lze u většiny sledovaných odvětví odhalit tendenci k poklesu zadluženosti v čase. Analýza pomocí multiplikátoru vlastního kapitálu v naprosté většině odvětví ve všech obdobích prokázala pozitivní ziskový účinek finanční páky (s výjimkou sektoru ubytování, stravování a pohostinství), nicméně ve většině oborů došlo v průběhu sledovaného období k poklesu tohoto účinku. Na základě těchto pozorování lze konstatovat, že s růstem cizích zdrojů v kapitálové struktuře českých podniků roste i rentabilita vlastního kapitálu.

Další dílčí zkoumání bylo založeno na analýze zdrojů financování obchodních společností ze 14 různých odvětví podnikatelské činnosti v letech 2000 až 2010, jejímž cílem bylo postihnout **trendy ve vývoji volby konkrétní kapitálové struktury českých firem v závislosti na oboru podnikání**. Výsledky provedeného zkoumání potvrzují závislost kapitálové struktury na odvětví podnikatelské činnosti. Mezi odvětví, ve kterých ve všech sledovaných letech převažuje použití vlastních zdrojů financování nad zdroji cizími, se řadí odvětví zemědělství, lesnictví a rybníkářství, výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, zásobování vodou a činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, a doprava a skladování. Jedná se o trend typický převážně pro průmyslová a zemědělská odvětví. Výrazná převaha cizích zdrojů ve vyhodnocení kapitálové struktury se potvrdila u odvětví peněžnictví a pojišťovnictví. Mezi další odvětví, u kterých převažuje využití cizích zdrojů, patří stavebnictví, velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, ubytování, stravování a pohostinství. Společným charakteristickým rysem uvedených odvětví je, že se většinou jedná o poskytování služeb. Analýza kapitálové struktury ve zpracovatelském průmyslu přinesla jako u jediného odvětví výjimečnou vyrovnanost v poměru vlastních a cizích zdrojů v celém sledovaném období od roku 2000 do roku 2010.

Na základě výsledků empirické analýzy zadluženosti podniků v ČR a pomocí výsledků analýzy kapitálové struktury firem z různých odvětví byl vytvořen **návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti**. Doporučené odvětvové průměry jsou stanoveny jako maximální hodnoty podílu cizího kapitálu na celkových pasivech. Návrh doporučených hodnot zadluženosti je zpracován jako aritmetický průměr výsledků dvou provedených empirických výzkumů a výsledná hodnota je zaokrouhlena směrem nahoru k nejbližší hodnotě pětkové řady.

Tabulka 3.1: Návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti pro podniky v ČR

Obor podnikání dle CZ-NACE	Celková zadluženost (průměr, v %) dle výzkumu zadluženosti zpracovaného na základě panelových dat	Celková zadluženost (průměr, v %) dle analýzy kapitálové struktury firem zpracované na základě výběrového souboru	Návrh doporučené max. hodnoty celkové zadluženosti (v %)
A – Zemědělství, lesnictví, rybnářství	58,80	40,94	50,00
B – Těžba a dobývání	55,62	32,07	45,00
C – Zpracovatelský průmysl	64,32	52,97	60,00
D – Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	55,69	50,38	55,00
E – Zásobování vodou; činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi	55,50	40,55	50,00
F – Stavebnictví	64,71	70,88	70,00
G – Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel	73,43	58,99	70,00
H – Doprava a skladování	74,54	30,32	55,00
I – Ubytování, stravování a pohostinství	91,13*	82,59	90,00
J – Informační a komunikační činnosti	63,25	33,88	50,00
K – Peněžnictví a pojišťovnictví	53,94	77,40	70,00
L – Činnosti v oblasti nemovitostí	72,18	67,26	70,00
M – Profesní, vědecké a technické činnosti	61,30	47,41	55,00
N – Administrativní a podpůrné činnosti	69,96	58,09	65,00

Zdroj: vlastní zpracování

* U odvětví I – Informační a komunikační činnosti byl namísto aritmetického průměru celkové zadluženosti odvětví použit medián, vzhledem k vysokému podílu firem se záporným vlastním kapitálem.

Poslední část empirického zkoumání byla založena na **dotazníkovém šetření zaměřeném na determinanty kapitálové struktury podnikatelských subjektů a další aspekty investičního rozhodování** z pohledu těchto subjektů (obchodních společností). Na rozdíl od řady provedených empirických výzkumů v oblasti kapitálové struktury firem, které se opírají ex-post o veřejně dostupná ekonomická data, toto dotazování bylo zaměřené na faktory, které ex-ante výslednou kapitálovou strukturu ovlivňují. Analýza výsledků došlých odpovědí ukazuje, že většina firem (68,8%) sleduje poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu. Z výsledků analýzy odpovědí týkající se metod a frekvence využití metod vyhodnocování investičních projektů vyplývá, že nejčastěji používanou metodou je metoda doby návratnosti projektu, kterou používá 66,7 % respondentů, následuje návratnost investice, jejíž použití udává 50,5 % respondentů, a poté metoda čisté současné hodnoty (používá 33,3 % respondentů).

Výsledky dotazování potvrdily velice nízký zájem podniků o financování pomocí nástrojů kapitálového trhu. Pomocí faktorové analýzy byly vyvozeny tzv. faktory, souhrnné veličiny, vytvořené pomocí redukce a sumarizace jednotlivých determinant kapitálové struktury, které mají dle respondentů zásadní vliv na rozhodování podniků o použitých zdrojích financování. Jako nejdůležitější vnější faktory byly identifikovány: hospodářský a politický vývoj země, tržní prostředí země a úroveň daňových a úrokových sazeb. Výsledky dotazování jako nejdůležitější vnitřní faktory definují: filozofii firmy, cenu kapitálu a finanční zdraví a zadluženost podniku. Na základě těchto pozorování lze konstatovat, že kapitálová struktura firem není výsledkem výhradně vlastního rozhodnutí firem, protože jak u vnitřních, tak i u vnějších faktorů byl prokázán významný vliv těchto faktorů na volbu zdrojů financování investic.

V rámci vyhodnocení dotazníkového šetření byly dále provedeny analýzy ANOVA hodnotící vliv právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na odpovědi týkající se důležitosti vnějších a vnitřních faktorů při výběru zdrojů financování investic. ANOVA ani analýza středních hodnot jednotlivých determinant neprokázaly staticky významný vliv právní formy, velikosti podniku a oboru podnikání na důležitost vnějších faktorů při volbě zdrojů investic, nicméně v hodnocení důležitosti vnitřních faktorů při volbě zdrojů investic byly odhaleny určité závislosti. Bylo možné konstatovat, že na rozhodování malých podniků ohledně použití zdrojů má strategie firmy menší vliv než na rozhodování podniků velkých. Dále že s rostoucí velikostí podniku roste i důležitost faktoru míra rizika pro respondenty a že náhodně, dle aktuálních potřeb firmy, využívají cizí zdroje převážně

mikropodniky. Analýza vlivu oboru podnikání na důležitost vnitřních faktorů odhalila, že podniky zahrnuté do kategorie administrativa (zahrnuje odvětví informační a komunikační činnosti, administrativní a podpůrné činnosti a profesní, vědecké a technické činnosti) přikládají ve svém finančním rozhodování faktoru daňový štít podstatně vyšší význam než podniky z ostatních kategorií odvětví.

Závěr

Cílem disertační práce **Zdroje financování podniku: potenciál a trendy** bylo vytvořit obecný návrh odvětvových standardů zadluženosti podniků v České republice na základě komplexního zhodnocení a kvantifikace zdrojů financování využívaných podnikatelskými subjekty v České republice, identifikace determinant kapitálové struktury, analýzy trendů a odhalení potenciálu vybraných zdrojů.

Mezi hlavní *trendy*, které se podařilo identifikovat, patří pokles zadluženosti podniků v čase, který byl prokázán u většiny odvětví podnikatelské činnosti pomocí analýzy zadluženosti založené na finančních ukazatelích zadluženosti i pomocí analýzy jednotlivých složek kapitálové struktury. Na základě těchto analýz bylo rovněž konstatováno, že podniky v České republice využívají cizí zdroje ve větší míře, než zdroje vlastní (celková zadluženost přesahuje 50 %). Zde je ale nutno upozornit na rozpor v tom, jak vlastní kapitálovou strukturu vnímají samotné firmy. Dotazníkové šetření prokázalo, že většina podniků odhaduje vyšší podíl vlastních zdrojů na celkových pasivech, případně vyrovnaný podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Vyhodnocení trendů ve vývoji kapitálové struktury dle odvětví také ukázalo na výrazný pokles podílu základního kapitálu u všech sledovaných odvětví, který byl doprovázen růstem podílu nerozděleného zisku z minulých let a růstem podílu výsledku hospodaření běžného účetního období.

Zkoumání v oblasti *potenciálu* finančního a kapitálového trhu pro podnikové financování vede ke konstatování, že v nejbližší budoucnosti zřejmě nedojde k zásadním změnám ve způsobu financování podniků v České republice. Důvodem je nejen nízká rozvinutost a likvidita kapitálového trhu, ale i postoje investorů a samotných podniků. Současná situace v oblasti využívání zdrojů financování je daná i historicky typem finančního trhu, který je založen na dluhovém financování pomocí bank. Lze však očekávat, že rozvoj moderních technologií, vývoj ekonomických vědních oborů i neustálé inovace finančních produktů budou mít do budoucna významný vliv na složení podnikové kapitálové struktury.

Teoretická část disertační práce představuje ucelený pohled na základní v současné době uznávané teorie kapitálové struktury. Závěry těchto teorií se staly základem pro formulaci základních principů finančního řízení podniku, které jsou v práci nastíněny. Teoretická část vymezuje základní pojmy související s podnikem a věnuje se i konkrétnějším otázkám finančního řízení, jako jsou náklady kapitálu, optimální kapitálová struktura, bilanční pravidla, bod indiference kapitálové struktury, či metody hodnocení investic. Pro

zpracování disertační práce bylo rovněž důležité důkladně analyzovat teoretické přístupy k jednotlivým determinantám kapitálové struktury podniku. Studium dostupných odvětvových analýz zpracovávaných Ministerstvem průmyslu a obchodu v oblasti odvětvových standardů zadluženosti odhalilo neexistenci jednoznačných doporučení v této oblasti. Teoretická východiska se staly základem pro zpracování praktické části práce.

Praktická část disertační práce byla založena na dílčích empirických zkoumáních, které byly zpracovány v rámci dvou projektů Studentské grantové soutěže. Bylo provedeno empirické zkoumání zadluženosti, analýza trendů ve vývoji kapitálové struktury firem dle odvětví a dotazníkové šetření zaměřené na determinanty kapitálové struktury a investiční rozhodování podniků v ČR. Na základě analýzy teoretických východisek a empirických výsledků byl proveden vlastní návrh odvětvových standardů celkové zadluženosti.

Hlavní cíl práce byl naplněn prostřednictvím dílčích cílů a stanovených tvrzení. Z hlediska tvrzení stanovených v úvodu disertační práce byly na základě empirických zkoumání učiněny následující závěry:

Tvrzení I. - Podnikatelské subjekty v České republice využívají při financování svých podnikatelských a investičních aktivit rovnoměrně zdroje vlastní i cizí.

Toto tvrzení bylo založeno na předpokladu, že podniky v České republice využívají pro financování svých podnikatelských aktivit jak zdroje vlastní, tak cizí, přičemž podíl vlastních a cizích zdrojů je obdobný. Pro ověření tohoto tvrzení byla provedena analýza zadluženosti, což je nejčastěji používaný ukazatel pro hodnocení kapitálové struktury podniků. Na základě výsledků analýz ukazatelů celkové zadluženosti i zadluženosti vlastního kapitálu vzorku obchodních společností v České republice nebylo možné platnost tvrzení I. potvrdit.

Tvrzení II. - Kapitálový trh v České republice nepředstavuje rovnocenný zdroj financování podniků jako trh dluhový.

Toto tvrzení vycházelo z předpokladu, že pro Českou republiku je typický B-typ finančního systému, v němž je typická dominantní role bank. Přímé financování podniků, tj. získávání finančních zdrojů přímo na kapitálovém trhu prostřednictvím emise cenných papírů, je v tomto systému pouze doplňkovým zdrojem. Dílčí výzkum provedený na vzorku obchodních společností v ČR analyzoval podíl vlastního kapitálu, dluhopisů a bankovních úvěrů na celkových pasivech. Využívání nástrojů kapitálového trhu nebylo možné potvrdit.

Ani provedené dotazníkové šetření používání nástrojů kapitálového trhu jako rovnocenného zdroje financování nepotvrdilo.

Tvrzení III. - Volba konkrétních zdrojů financování je výhradně výsledkem vlastního rozhodnutí podnikatelského subjektu.

Toto tvrzení bylo testováno pomocí empirického dotazníkového šetření. Pomocí faktorové analýzy byly identifikovány tři nejdůležitější vnější faktory ovlivňující rozhodování firem o zdrojích financování: hospodářský a politický vývoj země, tržní prostředí země a úroveň daňových a úrokových sazeb. Jako nejdůležitější vnější faktory byly stanoveny: filozofie firmy, cena kapitálu a finanční zdraví a zadluženost podniku. Tvrzení III. nebylo možné na základě výsledků empirického dotazování potvrdit.

Tvrzení IV. - Obor podnikání ovlivňuje kapitálovou strukturu firem v České republice.

Tvrzení, že obor podnikání ovlivňuje kapitálovou strukturu firem, vychází z teoretických předpokladů. Tvrzení IV. se podařilo potvrdit na základě výsledků dvou dílčích empirických zkoumání.

Tvrzení V. - Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování uplatňují především statická kritéria investičního rozhodování.

Tvrzení, že podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování uplatňují především statická kritéria investičního rozhodování, bylo založeno na poznatcích publikovaných výzkumů. Na základě výsledků vlastního výzkumu kritérií uplatňovaných v investičním rozhodování bylo možné platnost tohoto tvrzení potvrdit.

Tvrzení VI. – Podnikatelské subjekty v České republice při volbě zdrojů financování respektují závěry teorie hierarchického pořádku.

Provedené analýzy kapitálové struktury a zadluženosti neprokázaly dominantní preferenci interního financování pomocí vytvořeného zisku, před dluhem a využitím externích vlastních zdrojů (emisí akcií), což předpokládá teorie hierarchického pořádku.

Výše uvedené dílčí cíle, tvrzení a výzkumné závěry vyústily ve stanovení návrhu odvětvových standardů celkové zadluženosti, což je možné hodnotit jako hlavní přínos zpracované disertační práce. Navržené maximální hodnoty celkové zadluženosti podniků pro jednotlivá odvětví mohou sloužit podnikům jako tzv. benchmarking v oblasti rozhodování o využití vlastních či cizích zdrojů financování.

Seznam literatury citované v autoreferátu

- BAUER, Patrik, 2004. Determinants of capital structure: empirical evidence from the Czech Republic. *Finance a úvěr*. Praha: Karlova univerzita v Praze, 2004, roč. 54, 1/2, s. 2-21. ISSN 0015-1920.
- BAKER, Kent H. a Gerald S. MARTIN, 2011. *Capital structure: theory, evidence, and practice*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011, ix, 492 s. ISBN 978-047-0569-528.
- BROOKS, Raymond, 2013. *Financial management: core concepts*. 2. vyd. Boston: Pearson, 2013, 617 s. ISBN 978-013-2671-033.
- DVOŘÁK, Vladimír, 2004. Financing of Companies in the Czech Republic (Empirical Study). In: MEJSTRIK, Michal. *Cultivation of financial markets in the Czech Republic*. Prague: Charles University in Prague, 2004, IX-X. ISBN 80-246-0980-0.
- HRDÝ, Milan, 2011. Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku z hlediska teoretického a praktického. In *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference Ekonomické fakulty VŠB – Technické university Ostrava Financial Management of Firms and Financial Institutions*. Ostrava: edice VŠB-Technická universita Ostrava, 2011, s. 137-144. ISBN 978-80-248-2494-9.
- HRDÝ, Milan, 2013. Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku a oborové standardy. *Český finanční a účetní časopis*. Praha: VŠE, 2013, roč. 8, č. 2, s. 74-83. ISSN 1802-2200.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, xxxviii, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- LANDA, Martin a Dana MARTINOVIČOVÁ, 2010. Přístupy k hodnocení změn kapitálové struktury průmyslových odvětví. In *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, Brno, 2010, roč. 18, č. 6, s. 259–268. ISSN 1211-8516.
- NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 1996. Úvaha o optimální zadluženosti. *Finance a úvěr*. 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-60. ISSN 0015-1920.
- NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.
- PINKOVÁ, Pavlína 2012. Determinants of capital structure: evidence from the Czech automotive industry. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*. 2012, roč. 60, č. 7, s. 217-224. Dostupné z: <http://acta.mendelu.cz/60/7/0217/>.
- PRÁŠILOVÁ, Pavlína, 2012. Determinanty kapitálové struktury českých podniků. In *E + M Ekonomie a Management*. Liberec: Ekonomická fakulta Technická Univerzita v Liberci, 2012, roč. 15, č. 1, s. 89-104. ISSN 1212-3609.
- REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2012. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 142 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-1835-4.

SYNEK, Miloslav, 2007. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4.

VALACH, Josef, 2001. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001, 447 s. ISBN 80-861-1938-6.

Seznam publikovaných prací disertantky

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2011. The Prospects of Supported Export Financing in the Czech Republic. In *Proceedings of the 10th International Conference Liberec Economic Forum 2011*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2011. s. 427 – 438.

ISBN 978-80-7372-755-0.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Corporate Financing by IPOs in the Czech Republic. In *International Conference of Young Scientists 2012 in Jelenia Góra*. 1. vyd. Jelenia Góra: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2012. s. 83 – 88.

ISBN 978-83-62708-73-4.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Potential of Corporate Financing through Capital Market in the Czech Republic. *ACC Journal*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2012, roč. 18, č. 3. s. 181 – 191. ISSN 1803-9782.

STRÝČKOVÁ, Lenka a Josef HORÁK, 2012. *Potenciál vybraných zdrojů financování podniku*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2012. ISBN 978-80-7372-919-6.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Trends in Electronic Banking in the Czech Republic. *Ad Alta: Journal of Interdisciplinary Research*. 1. vyd. Hradec Králové: MAGNANIMITAS, 2012, roč. 2012, č. 1. s. 48 – 52. ISSN 1804-7890.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Trends in Electronic Banking in the Czech Republic. In *Recenzovaný sborník příspěvků interdisciplinární mezinárodní vědecké konference doktorandů a odborných asistentů*. 2. vyd. Hradec Králové: MAGNANIMITAS, 2012. s. 305 – 315. ISBN 978-80-905243-0-9.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2012. Trendy při volbě zdrojů financování obchodních společností v ČR. In *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference Mezinárodní Masarykova konference pro doktorandy a mladé vědecké pracovníky 2012*. 1. vyd. Hradec Králové: MAGNANIMITAS, 2012. s. 1593 – 1603. ISBN 978-80-905243-3-0.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2013. Analýza faktorů determinujících kapitálovou strukturu podniků v ČR. In *Conference Proceedings of The 13th Conference of Postgraduate Students and Young Scientists in Informatics, Management, Economics and Administration*. 1. vyd. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2013. s. 263 – 271. ISBN 978-80-7395-696-7.

HOJNÁ, Radana a STRÝČKOVÁ, Lenka, 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.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2013. Kapitálová struktura: Výsledek rozhodování podniku? In *Sborník příspěvků Mezinárodní Masarykovy konference pro doktorandy a mladé vědecké pracovníky 2013*. 1. vyd. Hradec Králové: MAGNANIMITAS, 2013. s. 909 – 918. ISBN 978-80-87952-00-9.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2014. Corporate Indebtedness: Bane or Blessing? Empirical Evidence from the Czech Republic. In *Proceedings of the International Conference Hradec Economic Days 2014*. 1. vyd. Hradec Králové: Univerzita Hradec Králové, 2014. s. 360 – 369. ISBN 978-80-7435-370-3.

STRÝČKOVÁ, Lenka, 2014. Corporate Investment Decisions: Empirical Evidence from the Czech Republic. In *Proceedings of the SGEM International Conferences on Social Sciences and Arts 2014*. 1. vyd. Bulgaria, Albena: SGEM, 2014. s. 153-160. ISBN 978-619-7105-26-1. ISSN 2367-5659.

Článek přijatý k publikování (vyjde pravděpodobně v roce 2015):

STRÝČKOVÁ, Lenka, 201x. Faktory determinující kapitálovou strukturu firem v ČR z pohledu podnikatelských subjektů. In *E +M Ekonomie a Management*. Liberec: Ekonomická fakulta, Technická Univerzita v Liberci, 201x.