

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

Fakulta podnikatelská

Ústav financí

Ing. Romana Nývltová

FINANČNÍ MANAGEMENT NADNÁRODNÍCH PODNIKŮ

FINANCIAL MANAGEMENT OF MULTINATIONAL ENTERPRISES

ZKRÁCENÁ VERZE PH.D. THESIS

Obor: Řízení a ekonomika podniku
Školitel: Doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.
Oponenti: Prof. Ing. Iva Živělová, CSc.
Doc. Dr. Ing. Anna Polednáková
Doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.
Datum obhajoby: 20. 05. 2005

KLÍČOVÁ SLOVA

nadnárodní podnik, globalizace, mezinárodní finanční management, internacionalizace, zdroje financování, optimální kapitálová struktura, globální kapitálové trhy, segmentace, tržní likvidita, finanční rizika, eurobondy, kupónová sazba

KEY WORDS

multinational enterprise, globalization, multinational financial management, internationalization, sources of financing, optimal capital structure, global capital markets, segmentation, market liquidity, financial risks, Eurobonds, coupon rate

MÍSTO ULOŽENÍ PRÁCE

Oddělení pro vědu a výzkum FP VUT v Brně
Knihovna FP VUT v Brně

OBSAH

ÚVOD	4
1 FORMULACE CÍLŮ A HYPOTÉZ DISERTAČNÍ PRÁCE	5
2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU VĚDECKÉHO POZNÁNÍ	6
2.1 Globalizace	6
2.2 Nadnárodní podniky jako jeden z aspektů globalizace	7
2.3 Finanční management v podmínkách nadnárodních podniků	9
3 ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE	11
4 ŘEŠENÍ A VÝSLEDKY DISERTAČNÍ PRÁCE	12
4.1 Systematizace vztahu mezi globalizací a nadnárodními podniky	13
4.2 Systematizace českých nadnárodních podniků a návrh definice	13
4.3 Návrh skóre pro hodnocení motivů vzniku českých nadnárodních podniků	14
4.4 Zhodnocení dostupnosti zdrojů financování českých nadnárodních podniků	15
4.5 Systematizace externích zdrojů financování českých nadnárodních podniků	15
4.5.1 Externí zdroje vlastního kapitálu	15
4.5.2 Externí zdroje cizího kapitálu	16
4.5.3 Postup získávání globálních zdrojů financování českých nadnárodních podniků	19
5 SHRUTÍ VÝSLEDKŮ A PŘÍNOSŮ DISERTAČNÍ PRÁCE	19
BIBLIOGRAFIE	23
CURRICULUM VITAE	26
ABSTRACT	32

ÚVOD

Obchodní operace na mezinárodní úrovni jsou charakteristickým rysem mnoha podniků. Nejstarší formou mezinárodních ekonomických vztahů je mezinárodní obchod. Ve druhé polovině dvacátého století rychlá tempa ekonomického růstu zvýšila potřebu vývozu kapitálu, přičemž hlavní váha se postupně přenesla na vývoz kapitálu produktivního, v podobě zahraničních investic. Stále častěji skloňovaným pojmem se staly nadnárodní podniky jako subjekty, které zahraniční investice uskutečňují.

Rostoucí trend zapojování se podniků do mezinárodních interakcí – proces podnikové internacionalizace – byl a stále je podporován kombinací mnoha faktorů. Mezi ně patří vznik nadnárodních institucí a mezinárodních společenství, odstraňování systémových bariér zahraničních investic, rapidní pokles nákladů na dopravu a telekomunikace, revoluce v informačních technologiích a postupná liberalizace domácích i mezinárodních kapitálových trhů.

Proces internacionalizace podnikatelských aktivit má významný dopad jak na vzniknuvší nadnárodní podnik jako celek, tak i na jeho řízení. Z hlediska řízení finančního pak mezi rozhodující otázky patří nárůst finančních rizik a různých možností jejich managementu, nutnost řízení finančních toků uvnitř podniku, možnost využívat příležitosti k optimalizaci “globálního” daňového zatížení a především možnost využívat neefektivnosti finančních trhů k získání finančních zdrojů s nižšími náklady kapitálu.

Disertační práce se dotýká právě problematiky zdrojů financování nadnárodních podniků v kontextu současného globálního ekonomického prostředí. Práce je zaměřena především na české nadnárodní podniky, kterým je prozatím v odborné literatuře věnována malá pozornost. Podnětem pro zaměření práce byla myšlenka, proč tyto podniky zřídka využívají možnosti financování na mezinárodních finančních trzích, která by jim přinesla nepřetržitý přístup k většímu množství externích zdrojů financování s nižšími náklady kapitálu a tedy i řešení jednoho ze základních cílů finančního managementu.

Disertační práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou. V části teoretické je definováno globální ekonomické prostředí a zmapovány základní poznatky o nadnárodních podnicích. V další fázi je pozornost zaměřena na finanční řízení a rozhodování českých nadnárodních podniků – tedy na mezinárodní finanční management. Jsou definovány základní odlišnosti mezi domácím a mezinárodním finančním managementem, popsány různé zdroje financování nadnárodních podniků a nejvíce pozornosti je pak věnováno otázce řízení zdrojů financování nadnárodních podniků, kdy je jejich optimální kapitálová struktura posuzována z hlediska dostupnosti zdrojů financování, nákladů kapitálu, finančních rizik a daňových aspektů.

V praktické části jsou postupně naplňovány stanovené cíle disertační práce. Jsou schematizovány české nadnárodní podniky a analyzovány motivy jejich vzniku. Následně je zhodnocena dostupnost zdrojů financování českých nadnárodních podniků a systematizovány jednotlivé typy vlastního a cizího kapitálu. Poté je pozornost zaměřena na emisi dlouhodobých dluhových instrumentů (dluhopisů a eurobondů), přičemž cílem je navrhnout model postupu emise. Komplexně je zpracována celá metodika postupu emise.

Mimo jiné je navržen způsob stanovení kupónové sazby, jsou identifikována rizika související s emisí dluhopisů a navržen způsob jejich řízení. Rovněž je navržen index pro podporu rozhodování při výběru trhu, na který emisi dluhopisů umístit. Nakonec jsou zjištěné poznatky verifikovány případovou studií.

V závěrečné části disertační práce jsou shrnuty její přínosy, které lze spatřovat v rovině teoretické, praktické i pedagogické. Přínos pro teorii vidím především ve zpřesnění některých definic a prohloubení teoretických poznatků v oblasti podnikové internacionalizace a mezinárodního finančního managementu. Praktický význam má zejména vytvořený návod pro emisi dluhopisů a eurobondů. Výsledky práce naleznou rovněž v různých podobách (učební texty, případové studie, atp.) uplatnění v pedagogickém procesu.

1 FORMULACE CÍLŮ A HYPOTÉZ DISERTAČNÍ PRÁCE

Disertační práce se zabývá finančním managementem nadnárodních podniků v kontextu globálního ekonomického prostředí. Jelikož se jedná o velice náročnou a obsáhlou problematiku, rozhodla jsem se po důkladném studiu teoretických publikací zaměřit pouze na vybrané otázky. Dle tohoto rozhodnutí byly následně koncipovány i cíle disertační práce.

Hlavním cílem disertační práce je přinést nové poznatky ve zkoumané oblasti finančního managementu nadnárodních podniků. Tento cíl je naplňován řadou dílčích cílů, které lze spatřovat ve dvou rovinách – na úrovni nadnárodního podniku jako celku a na úrovni jeho finančního managementu.

Z hlediska **nadnárodního podniku** jako celku je cílem disertační práce především zmapovat teoretické poznatky týkající se procesu podnikové internacionalizace, a to jak z hlediska makroekonomického, tak i z pohledu samotných podniků. V návaznosti na tento cíl je dílčím záměrem práce definovat pojem český nadnárodní podnik jako předmět zkoumání a analyzovat motivy jeho vzniku.

Z hlediska **finančního managementu** nadnárodních podniků je cílem práce zmapovat teoretické poznatky a na základě toho identifikovat specifika finančního řízení a rozhodování domácích a nadnárodních podniků.

Nadnárodní podniky jsou v pozici, která jim umožňuje získávat zdroje financování na mezinárodních kapitálových trzích. To má dopad nejen na objem dostupných zdrojů financování, ale i na cenu kapitálu. Dílčím cílem disertační práce je zjistit, zda tato pozice přináší českým nadnárodním podnikům výhodu oproti podnikům domácím.

Dílčím cílem práce je rovněž zmapovat teoretické poznatky o zdrojích financování nadnárodních podniků a konfrontovat je s příklady z praxe českých podniků. V této oblasti je třeba definovat příčiny lepšího přístupu ke zdrojům financování a identifikovat faktory ovlivňující rozhodování o optimální struktuře kapitálu.

V návaznosti na tuto oblast je hlavní pozornost věnována cizím zdrojům financování. Dílčím cílem práce je popsat jednotlivé typy zdrojů financování a následně navrhnout metodiku postupu emise dlouhodobých dluhových instrumentů na mezinárodních kapitálových trzích z pohledu českých nadnárodních podniků.

Při naplňování stanovených cílů disertační práce vycházím z následujících hypotéz:

- Česká republika se nachází teprve ve druhé fázi vztahu k přímým zahraničním investicím dle ekletické teorie Johna H. Dunninga (1996). Tu lze popsat tak, že rozsah přímých investic zahraničních podniků v dané zemi se zvyšuje, vysoký objem výroby zásobuje místní trh a přímé investice nejsou zatím provázány s hospodářstvím dané země. Přímé investice do zahraničí se vyskytují zřídka, pokud ano tak do sousedních zemí s dostatečnou úrovní rozvoje (viz. kapitola 2.2.2.1 disertační práce).
- České nadnárodní podniky jsou v pozici, která jim umožňuje získávat ve srovnání s podniky domácími větší objem kapitálu na mezinárodních kapitálových trzích, a to s nižšími náklady.
- České nadnárodní podniky jsou ve srovnání s podniky domácími nositeli zvýšeného finančního rizika. To se negativně projevuje v procesu řízení zdrojů financování.

2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU VĚDECKÉHO POZNÁNÍ

2.1 GLOBALIZACE

Pojem globalizace poprvé použil americký ekonom Theodore Levitt v roce 1983 k popisu vývoje světového hospodářství v období sedmdesátých let dvacátého století (Eaton, 2001). Moderní globalizace se však datuje již od konce 19. století.

Pojem globalizace je obtížné přesně vymezit a v důsledku toho existuje nepřehledné množství definic, například v následujících publikacích: (Bertucci, 2001), (Ehl, 2001), (Floyd, 2001), (Friedman, 1999), (Harris, 2002), (Hendersenová, 2001), (Jakubíková, 2002), (Jeníček, 2003), (Liška, 2002), (Mezřický, 2003), (Robinson, 2002), (Shapiro, 2003), (Stryker, 2003), (Sýkora, 2000), (Světová banka, 2000). Podle Bertucciho (2001) je globalizace procesem zvyšujícím vzájemnou závislost trhů a národních ekonomik, vyvolaným vysokou dynamikou obchodu se zbožím, kapitálem, službami a transferem technologií a know-how. Za primární prostředek procesu globalizace jsou považovány okázalé pokroky v informačních technologiích a hromadné dopravě (Harris, 2002). Kromě toho lze dle Floyda (2001) za prostředek globalizace považovat rovněž růst spotřeby.

Ačkoliv je pojem globalizace často spojován pouze s ekonomickými a politickými aspekty, lze vymezit i další **dimenze globalizace**, například technologickou, kulturní a sociální (Sršňová, 2000).

Cihelková (2001) uvádí v souvislosti globalizací další tři pojmy, k nimž je globalizace v jakémsi nadřazeném postavení, jistým způsobem je zastřešuje. Jedná se o

internacionalizaci, transnacionalizaci a integraci. Fáze **internacionalizace** předcházela globalizaci. Jednalo se o mezinárodní výměnu produktů při výrobním procesu uzavřeném ve státě. **Transnacionalizace** představuje rozvoj velkých podnikatelských celků, které přerostly národní ekonomiku a ve kterých je organizována mezinárodní produkce. Pojem **integrace** je pro globalizaci významný zvláště z hlediska funkcionálního a institucionálního (Cihelková, 2001). Funkcionální integrací je myšleno propojování produkčních a dalších souvisejících aktivit podnikatelských subjektů, institucionální integrací pak pravidla, dojednaná v rámci některé mezinárodní organizace při uplatňování liberalizace obchodu a investic.

Za hlavní pozitivní důsledky globalizace lze dle Škrholce (2002) označit zvyšování produktivity práce a životní úroveň, což je umožněno výhodnější mezinárodní dělbu práce. Dle Czesaného (2002) je zřejmé, že globální síly ve svých důsledcích vedou k synchronizaci hlavních ekonomických trendů ve světě. Je však zřejmé, že proces globalizace nevytváří nástroje, kterými by eliminoval hospodářské krize a vyhnul se tak výkyvům daným hospodářskými cykly či rozkolísáním akciových trhů. Nadále jsou tedy zachovány podmínky pro nerovnoměrný rozvoj. Proto, i když s procesem globalizace dochází s určitými výkyvy ke globálnímu růstu bohatství, vede výkonnostní rozdělení zemí k tomu, že mezera mezi bohatými a chudými se prozatím stále zvětšuje (Světová banka, 2000).

2.2 NADNÁRODNÍ PODNIKY JAKO JEDEN Z ASPEKTŮ GLOBALIZACE

Z výkladů pojmu globalizace vyplývá, že jednou z příčin i následků tohoto procesu je vznik a rozvoj podnikatelských celků, které v některých svých charakteristikách přerostly národní ekonomiku. Tyto subjekty a zejména pak jejich finanční řízení a rozhodování jsou ústředním tématem disertační práce. Používám pro ně označení nadnárodní podniky a zabývám se jednak teoretickým vymezením samotného pojmu nadnárodní podniky a jednak i jejich makroekonomickými i mikroekonomickými aspekty.

Z odborné literatury vyplývá nejednoznačnost samotného **označení** podniku, který není činný pouze v určitém národním hospodářství, ale ve větším počtu zemí a své výzkumné, výrobní, obchodní, investiční a další cíle definuje v mezinárodním rámci. Mezi nejčastěji používané výrazy patří: nadnárodní, internacionální, multinacionální, mezinárodní, transnacionální, světový či globální podnik (případně společnost, organizace nebo korporace, což vychází z označení akciových společností v USA). Tyto podniky jsou navíc definovány různými způsoby. Například dle Tancošové (2002) lze za mezinárodní korporaci považovat podnik, který svou obchodní a výrobní činností překračuje hranice jednotlivých národních ekonomik. Někteří autoři se zabývají i definováním rozdílů mezi pojmy nadnárodní, internacionální, mezinárodní, multinacionální či transnacionální. Dle Zadražilové (1994) spočívá rozdíl v pojmu multinacionální a transnacionální v tom, že v případě multinacionálního podniku musí být aktivity rozmístěny v mnoha zemích, u transnacionálního pak může jít pouze o jedinou hostitelskou zemi.

Z hlediska **teorie mezinárodního obchodu** nebyl vznik nadnárodních podniků očekáván. Dle teorie komparativních výhod by se každý národ měl specializovat na

produkcí a export těch výrobků, které může produkovat relativně nejefektivněji. Vycházelo se z nepřesného předpokladu, že zboží a služby se mohou pohybovat mezinárodně, ale faktory jako kapitál, práce a půda jsou relativně imobilní. Navíc tato teorie ignorovala roli nejistoty, úspor z rozsahu, dopravních nákladů a technologií v mezinárodním obchodě. Jedná se tedy o teorii spíše statickou než dynamickou. Klasická teorie implicitně předpokládá, že různé země se liší z hlediska zdrojů a ekonomické výkonnosti. Rozdíly mezi jednotlivými podnikovými strategiemi jsou považovány za sekundárního rázu, pro podnik je největší determinantou úspěchu jeho mateřská země. V poslední době se však rozdíly mezi jednotlivými podniky stávají stále významnějšími. Schopnost podniků všech velikostí využívat globálně dostupné výrobní faktory je tak mnohem významnější než makroekonomické rozdíly mezi jednotlivými zeměmi (Shapiro, 2003). Proto pokud má podnik v porovnání s podniky v zahraničí určitou výhodu, tedy existuje-li tzv. tržní nedokonalost, uskuteční **zahraniční investici**. První, kdo dospěl k tomuto poznatku byl americký ekonom *Stephen Hymer* (1960).

Aktivity nadnárodních podniků, tedy mateřského podniku (zahraniční investor) a jeho zahraničních investic (zahraniční afilace), mají pozitivní i negativní vliv na různé ekonomické, sociální i politické jevy v zemích, kde působí. Dle Baláže (2001) patří mezi základní efekty činnosti nadnárodních podniků z makroekonomického hlediska jejich vliv na národní důchod, obchodní a platební bilanci, zaměstnanost (zvyšování odborné úrovně pracovní síly, nové pracovní příležitosti versus nové technologie s vysokým stupněm automatizace) a hospodářskou strukturu (konkurenční prostředí, odvětvová a regionální struktura). Kromě toho se jejich působení projevuje i v rovině politické, sociální (kultura, životní styl, spotřebitelské preference) a technologické (přesun technologií, know-how).

Proces překročení podnikatelských aktivit přes národní hranice je označován jako **internacionalizace** podniku. Její závěrečnou fází je poté podniková globalizace, kdy odbytovým a zásobovacím prostorem pro podnik je celý svět a domácí trh je pouze jedním z možných trhů. Teorie podnikové internacionalizace vychází v podstatě ze tří nejznámějších teoretických modelů, mezi které patří teorie mezinárodního cyklu životnosti výrobku Raymonda Vernona (1966), model EPRG Howarda Pelmuttera (1969) a skandinávská teorie, která byla rozpracována do finského modelu (Luostarinen, 1970) a švédského modelu tzv. Uppsalské školy (Johanson, 1975), (Johanson, 1977).

Vyjde-li z modelu Uppsalské školy, dle které internacionalizace probíhá jako postupný, etapový proces, pak lze za výchozí stav procesu internacionalizace považovat čistě domácí podnik vstupující do interakcí se subjekty, které jsou činné v mezinárodním hledisku. Druhou fází procesu internacionalizace je zahraniční obchod. Je-li úspěšný, přichází obvykle posun do další fáze procesu, která spočívá v rozšíření fyzické i intelektuální přítomnosti podniku v globálním rámci. K tomu má podnik k dispozici celou řadu strategických alternativ například licensing či kontrolu zahraničních aktiv (joint ventures, dceřiné podniky atp.).

Konsenzus ekonomické teorie a empirických studií v oblasti uskutečňování zahraniční expanze spočívá v tom, že pohyb zahraničních investic je řízen očekáváním budoucího zisku. Základní premisa dle Baláže (2001) praví, že investice proudí z regionů s nízkými očekávanými zisky do regionů s vysokými očekávanými zisky po zvážení potenciálních

rizik specifických pro konkrétní region (těmi se podrobněji zabývá podkapitola 2.2.3.4). **Výběr cílové (hostitelské) země** má však celou řadu dalších determinant, jako je poptávka na daném trhu, obchodní restriktce, legislativní úprava zahraničních investic či nákladové faktory. Obecně je po zohlednění souvisejících rizik konkrétní rozhodnutí o cílové zemi investice závislé na jejím funkčním hledisku, tedy zda se jedná o investici vertikální, horizontální či konglomerátní.

Klíčovou otázkou v procesu internacionalizace je, co vlastně podniky k zahraniční expanzi vede? Touto problematikou se zabývá velké množství autorů, například: (Aharoni, 1996), (Brooke, 1996), (Buckley, 2000), (Dunning, 1996), (Jílek, 2001), (Moffett, 2003), (Polednáková, 2003b), (Shapiro, 2003), (Watson, 1998). Z teoretických poznatků je zřejmé, že na dokonalém trhu by zahraniční pobočky nadnárodních podniků neměly být schopny konkurovat domácím podnikatelským subjektům. Jejich nevýhodou jsou totiž dodatečné náklady vyplývající ze vzdálenosti od mateřského podniku. Aby zahraniční pobočka byla schopna úspěšně konkurovat, musí být tyto dodatečné náklady překonány. To znamená, že v důsledku tržních nedokonalostí musí existovat nějaké "kompenzující" výhody, které nejsou dostupné domácím podnikům a které mají dostatečnou velikost na to, aby zahraniční investice pro podniky atraktivní byly. Z publikací výše uvedených autorů vyplývá, že teoreticky lze hlavní **motivy** pro uskutečňování zahraničních investic rozdělit na strategické a ekonomické. Dle Brooka (1996) jsou strategické motivy zahraničních investic defenzivní či agresivní. Podniky provádějí zahraniční investice za účelem ochrany svých současných obchodních aktivit v zahraničí, například pokud mají problémy s agenty, přepravní náklady jsou vysoké, zahraniční trh upřednostňuje místní výrobu před importem nebo jsou nastoleny vysoké tarifní bariéry a kontrola importu. Za hlavní ekonomické důvody zahraničního investování lze označit úspory z rozsahu, úspory ze spojení a mezinárodní diverzifikaci za účelem snížení rizika.

Nadnárodní podniky jsou považovány za nositele zvýšené míry **rizika**. Moffett (2003) dělí rizika nadnárodních podniků na rizika specifická pro podnik (vnitřní rizika – obchodní, kurzová, správy), specifická pro zemi (riziko transferu, kulturní odlišnosti, protekcionismus) a rizika globální (terorismus, životní prostředí, elektronické útoky, antiglobalizační hnutí, chudoba).

2.3 FINANČNÍ MANAGEMENT V PODMÍNKÁCH NADNÁRODNÍCH PODNIKŮ

Finanční management nadnárodních podniků je všeobecně označován jako mezinárodní finanční management. Touto problematikou se zabývají například autoři: (Baláž, 2001), (Brooke, 1996), (Buckley, 2000), (Černošáková, 2000), (Keown, 2002), (Lacina, 2001), (Moffett, 2003), (Polednáková, 2003a), (Shapiro, 2003), (Sršňová, 2000), (Watson, 1998). Klíčovou otázkou je, nakolik se mezinárodní finanční management liší od finančního řízení podniků domácích. Z uvedených zdrojů vyplývá, že hlavní principy (zejména cíl maximalizace bohatství vlastníků) jsou shodné.

Mezi rozhodující otázky mezinárodního finančního managementu patří dle Shapira (2003) problematika získávání kapitálu a řízení **finančních toků** uvnitř podniku. Dle Buckleyho (2000) lze definovat tři hlavní faktory, které v mezinárodním finančním

rozhodování hrají nejvýznamnější roli, a to jednak příležitost k minimalizaci “globálního” **daňového zatížení**, jednak různé možnosti řízení kursového a politického **rizika** a dále pak příležitost k využití neefektivností finančních trhů k získání **finančních zdrojů** s nižšími náklady než je běžná tržní úroková míra.

Z uvedených teoretických východisek mimo jiné vyplývá, že nadnárodní podniky mají ve srovnání s podniky domácími více možností krytí kapitálových potřeb za výhodnějších podmínek. Mohou totiž vstupovat na větší počet finančních trhů, čímž získávají nepřetržitý přístup k většímu množství externích zdrojů s nižšími náklady kapitálu (Keown, 2002). Příčinou tohoto jevu je přístup mezinárodních investorů k podnikovým cenným papírům a také různá míra segmentace a likvidity na domácích a mezinárodních kapitálových trzích (viz. schéma č. 1).

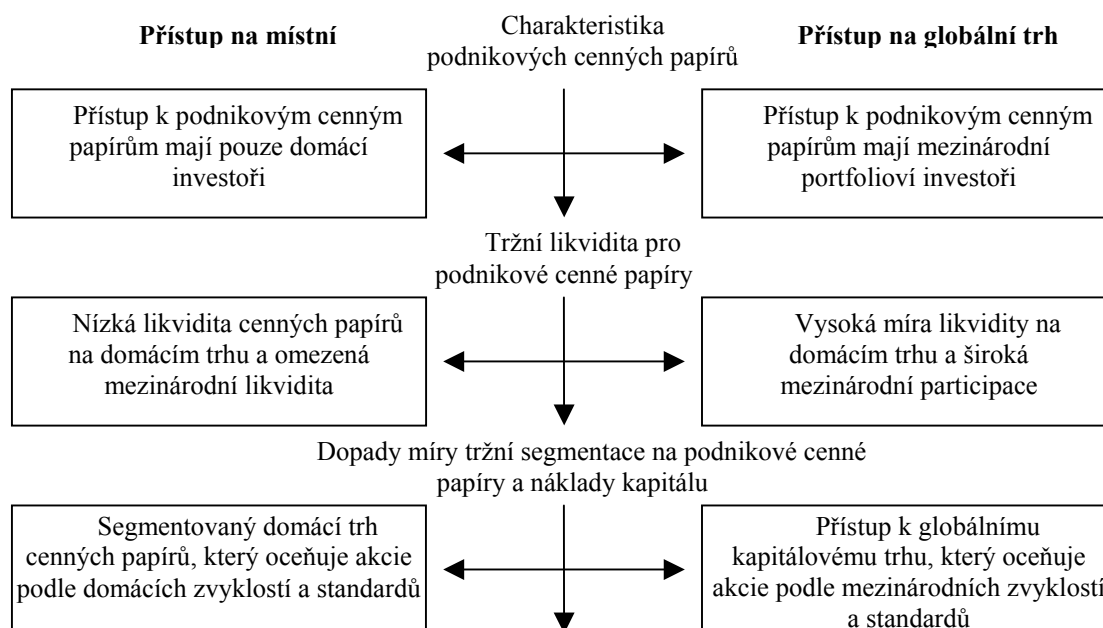


Schéma č. 1: Náklady a dostupnost kapitálu na domácím a globálním trhu (Moffett, 2003)

Tržní likviditou se dle Moffetta (2003) rozumí stupeň či míra, do které může podnik emitovat nové cenné papíry, aniž by klesla tržní cena cenných papírů stávajících. **Segmentace** se vztahuje ke stupni odlišnosti požadované míry výnosnosti cenných papírů na domácím trhu ve srovnání s požadovaným výnosem cenných papírů, které jsou obchodované na ostatních kapitálových trzích ve světě.

Změna v nákladovosti a objemu jednotlivých potenciálních zdrojů financování ovlivňuje **optimální kapitálovou strukturu** nadnárodních podniků. Studie a publikace zabývající se kapitálovou strukturou nadnárodních podniků se soustředí zejména na hledání odpovědí na tři otázky: jak se u nadnárodních a domácích podniků liší vliv zdanění (na konsolidované bázi či na územním základě) na kapitálovou strukturu, jaký vliv má riziko a jak na kapitálovou strukturu působí agenturní náklady (zejména agenturní náklady vyplývající z konfliktu zájmů mezi majiteli a věřiteli).

V otázce dopadů zdanění i agenturních nákladů existuje jednoznačný konsenzus. Potenciální **daňové výhody** dluhového financování nadnárodního podniku, který si může vypůjčovat na různých finančních trzích jsou nesporné. To hovoří pro zvyšování podílu dluhového financování ve srovnání s domácími podniky. Na druhou stranu mezinárodní operace zvyšují **agenturní náklady** dluhového financování. Věřitelé, kteří preferují nižší riziko možných ztrát, požadují omezování rizika podniku různými způsoby. Dle Režňákové (2002) se může jednat o požadavek minimalizace plateb vlastníkům, navýšení základního kapitálu, omezování dalších investic či práva disponovat s majetkem. To je však v případě nadnárodních podniků obtížné, a proto věřitelé požadují vyšší návratnost vloženého kapitálu. Z tohoto hlediska by tedy měl být podíl dluhu v kapitálové struktuře nadnárodních podniků redukován. Teoretické argumenty týkající se dopadů míry **rizika** na kapitálovou strukturu jsou rozporuplné a nejednotné. Na volatilitu peněžních toků nadnárodního podniku negativně působí mnohá rizika (zejména politická, kurzová a informační), spojená se zahraničními aktivitami. Na druhou stranu však schopnost nadnárodního podniku vstupovat na různé finanční, devizové a komoditní trhy umožňuje touto mezinárodní diverzifikací volatilitu peněžních toků snižovat. Na optimální kapitálovou strukturu tak působí oba tyto efekty společně skrze vliv na náklady úpadku. Určení toho, který z vlivů převažuje, je pravděpodobně otázkou empirie.

3 ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

Při zpracování disertační práce byla po důkladné analýze problematiky finančního managementu nadnárodních podniků definována řada dílčích otázek, na které je možno hledat odpověď. Následně byly vybrány otázky, které budou řešeny v rámci této disertační práce. V návaznosti tak byly formulovány cíle disertační práce (úlohy) a zhodnoceny informace potřebné k jejich naplnění. Bylo provedeno první zhodnocení sekundárních zdrojů a identifikovány chybějící informace a na základě toho bylo rozhodnuto o metodách zpracování řešené úlohy. Bylo rozhodnuto, že základem pro řešení stanovených cílů se stane sběr dat a informací formou důkladného studia teoretických publikací a zveřejněných informací z praxe českých nadnárodních podniků, dále formou analýzy statistických dat z kapitálových trhů a rovněž formou kvalitativních rozhovorů s odborníky z praxe. Pro případ, že by některé části zadané úlohy byly za daných podmínek neřešitelné, byly formulovány různé varianty řešení a stanoven modifikovaný plán. Ten byl naplňován například při nedostupnosti informací o emisi podnikových eurobondů.

V závěrečné fázi byly posouzeny získané výsledky a vyvozeny dílčí závěry. Jejich správnost byla v některých případech verifikována porovnáním s praktickými příklady, zpracovanými formou případových studií. Byl zpracován přehled výsledků a uvedeny přínosy pro teorii, praxi i didaktiku.

Základním metodickým nástrojem použitým při zpracování disertační práce se stal **systémový přístup**. Na objektivní realitě globálního ekonomického prostředí byl definován nadnárodní podnik jako systém, jehož vnitřní strukturu tvoří mateřský podnik, zahraniční afilace a vztahy mezi nimi. Jako systém nižší úrovně (subsystém nadnárodního podniku) byl definován jeho finanční management. Strukturu tohoto systému tvoří činnosti spojené se získáváním potřebného množství peněžních prostředků a podnikového kapitálu z různých zdrojů financování a na druhé straně jejich optimální diverzifikací a užitím. Tyto

prvky systému směřují ke společnému cíli, kterým je maximalizace tržní hodnoty nadnárodního podniku. V souvislosti s procesem globalizace bylo **analyzováno** a **popisováno** chování tohoto systému a podsystemu, tedy to, jak reagují na změny v ekonomickém prostředí, se kterým jsou spojeny informačními a hmotně energetickými toky. Na základě analýzy a popisu obou systémů jsem **syntézou** poznatků dospěla k dílčím závěrům, směřujícím k naplňování hlavního cíle disertační práce.

Syntéza teoretických a praktických poznatků byla použita i při definování pojmu český nadnárodní podnik. Kromě toho byla aplikována metoda **induktivně deduktivní**, jejíž podstatou je využití empirických poznatků jako podkladu pro formulaci hypotéz, ze kterých se odvozují důsledky, čímž se teorie potvrzují nebo vyvrací.

Při zkoumání příčin vzniku českých nadnárodních podniků byla využita **analýza** a následně vybrané **metody matematicko – statistické**. Ty byly využity rovněž při hodnocení míry segmentace a likvidity českého kapitálového trhu, kde byly aplikovány prvky korelační analýzy.

Pro určení příčin lepšího přístupu českých nadnárodních podniků ke zdrojům financování ve srovnání s podniky domácími byla následně použita metoda **indukce**, jejímž cílem bylo na základě studia empirických poznatků postupně přejít k obecným tvrzením o českém kapitálovém trhu.

Při systematizování zdrojů financování českých nadnárodních podniků byla využita metoda **abstrakce**, kdy zobecněním praktických příkladů byly definovány hlavní znaky jednotlivých typů vlastního a cizího kapitálu, využívaného českými nadnárodními podniky.

Při navrhování metodiky postupu emise dlouhodobých dluhových instrumentů na mezinárodních kapitálových trzích bylo využito především metody schematického **modelování**, jejímž cílem bylo vyjádřit proces emise dluhopisů na českém kapitálovém trhu. Schéma bylo následně doplněno verbálním modelem tak, aby bylo platné i pro emisi eurobondů.

Při naplňování dílčích cílů disertační práce byly použity také další metody výzkumné práce, které jsou popsány například v publikacích (Cooper, 1995), (Janíček, 1998), (Konečný, 1998).

4 ŘEŠENÍ A VÝSLEDKY DISERTAČNÍ PRÁCE

Při zpracování disertační práce a studiu primárních i sekundárních zdrojů jsem dospěla k poznání, že není přesně definován vztah mezi globalizací a nadnárodními podniky ve smyslu pojmů příčina a následek. Dále jsem identifikovala nejednotnost definice samotného pojmu nadnárodní podnik. V souvislosti s definicí nadnárodního podniku jsem usoudila, že je vhodné zabývat se i samotnými motivy jejich vzniku. Jsou-li tyto základní pojmy definovány, je teprve možné systematicky směřovat k naplňování hlavního cíle disertační práce – tedy přispět k současnému stavu poznání v oblasti finančního managementu nadnárodních podniků. V této oblasti se specializují na problematiku zdrojů financování.

4.1 SYSTEMATIZACE VZTAHU MEZI GLOBALIZACÍ A NADNÁRODNÍMI PODNIKY

Ve druhé polovině dvacátého století došlo k uvolňování obchodních bariér a k významnému pokroku v hromadné dopravě (pokles dopravních nákladů) a informačních technologiích (zlepšení možností komunikace). Na úrovni makroekonomické vznikaly mezinárodní instituce a společenství, které ve svém důsledku téměř plně odstranily obchodní bariéry a překážky v kapitálových tocích. Pro podnikatelské subjekty se díky tomu stávalo stále výhodnější rozšířit výrobní proces i za hranice domácí země a využít tak výhod, které skýtaly trhy v různých částech světa. Tato fáze procesu internacionalizace byla uskutečňována přímými zahraničními investicemi. Původně domácí podniky se tak postupně měnily v podniky nadnárodní. Působily v různých zemích, na jejichž trhy vstupovaly, čímž dosahovaly významných úspor z rozsahu. Míra provázanosti jednotlivých trhů a ekonomik se díky těmto aktivitám neustále zvyšovala. V roce 1983 použil Theodore Levitt k popisu uvedeného vývoje světového hospodářství pojem globalizace. Podniky, které se tohoto procesu nezúčastnily (domácí podniky) byly ve srovnání s podniky nadnárodními v nevýhodné pozici. Nemohly využívat výhod různých světových trhů a dosahovat úspory z rozsahu mezinárodních operací. Některé domácí podniky se proto změnilo v nadnárodní. Otevřely se vstupu zahraničního investora nebo samy uskutečnily zahraniční investici.

Proto lze vyslovit závěr, že nadnárodní podniky jsou příčinou i následkem globalizace. Vznik nadnárodních podniků byl podpořen technologickými pokroky a odstraňováním obchodních bariér a překážek v kapitálových tocích - procesem globalizace. Svými zahraničními investicemi tyto podniky přispívají k nárůstu objemu mezinárodních kapitálových toků a ke zvyšování provázanosti jednotlivých trhů – tedy k procesu globalizace.

4.2 SYSTEMATIZACE ČESKÝCH NADNÁRODNÍCH PODNIKŮ A NÁVRH DEFINICE

Za klíčová kritéria odlišující podniky činné v mezinárodním rámci od ostatních forem podnikání, lze považovat internacionalizaci výroby, fyzické umístění jednotek v zahraničí, mezinárodní pracovní sílu, kontrolní vliv mateřského podniku a možnost společného užívání a přesunu zdrojů. Těchto kritérií dosáhne čistě domácí podnik uskutečněním přímé zahraniční investice. Přímá zahraniční investice odráží záměr rezidenta jedné ekonomiky (přímý investor) získat trvalou účast v subjektu, který je rezidentem v ekonomice jiné než ekonomika investora. Přímý investor se stává mateřským podnikem a subjekt, do kterého investoval jeho zahraniční afilací. Z metodiky České národní banky (ČNB) vyplývá, že v případě kdy je investorův podíl v afilaci ve výši 10 – 50 %, jedná se o přidruženou společnost. Pokud je podíl vyšší než 50 %, je zahraniční afilace dceřinou společností investora. Krajním případem je stoprocentní podíl investora v afilaci, která je v takovém případě označována jako pobočka. Země, v níž je afilace umístěna je zemí zahraniční (hostitelskou), zatímco původní země je zemí domácí (mateřskou).

Předpokládám, že mateřský podnik a jeho zahraniční afilace dohromady tvoří nadnárodní podnik. Pokud budu za nadnárodní podnik považovat i mateřskou společnost a jednotlivé zahraniční afilace zvlášť, pak se v České republice mohou vyskytovat následující typy nadnárodních podniků:

- přidružené společnosti zahraničních podniků (podíl zahraničního investora reprezentuje 10 – 50 % základního kapitálu),
- dceřiné společnosti zahraničních podniků (podíl zahraničního investora na základním kapitálu je vyšší než 50 %, ale nižší než 100 %)
- pobočky zahraničních podniků (stoprocentně vlastněné zahraničním investorem)
- české mateřské společnosti nadnárodních podniků – tedy podniky, které uskutečnily přímou zahraniční investici (mají v zahraničí přidruženou či dceřinou společnost nebo pobočku).

První tři typy nadnárodních podniků v České republice převažují. To lze doložit stavem přímých zahraničních investic v tuzemsku, který ke konci roku 2003 dosáhl částky 1 161,8 miliardy Kč. Naproti tomu stav českých přímých investic v zahraničí činil ke stejnému datu pouze 58,6 miliard Kč. České podniky uskutečňují přímé investice především z důvodu potřeby umístění volných finančních prostředků a pro zabezpečení odbytu produkce v zahraničí. V mnohem menší míře byly doposud v zahraničí zakládány výrobní jednotky. Z hlediska teritoriálního členění směřuje největší část tuzemských investic tradičně na Slovensko, kam byla alokována asi třetina celkového investičního kapitálu.

Zvláštním případem přímých zahraničních investic jsou investice speciálních subjektů, které se nazývají fondy vlastního či rizikového kapitálu. Jejich investici do základního kapitálu zahraničního podniku lze označit jako investici kapitálovou, která neodráží zájem získat trvalou účast v tomto podniku. Z metodiky ČNB je zřejmé, že tyto investice nejsou od přímých zahraničních investic odlišovány, což však vzhledem ke zmiňované odlišnosti (trvalá účast) nelze považovat za korektní a bylo by vhodné tuto metodiku doplnit.

4.3 NÁVRH SKÓRE PRO HODNOCENÍ MOTIVŮ VZNIKU ČESKÝCH NADNÁRODNÍCH PODNIKŮ

Motivací českých podniků pro uskutečnění zahraniční expanze a přeměnu v nadnárodní podnik se zabývá studie (Jaklič, 2001)¹, jejíž autoři dotazovali mimo jiné i 21 největších českých zahraničních investorů. Motivy pro provádění zahraničních investic byly v průzkumu rozděleny dle teoretických předpokladů Dunninga (1993)² do čtyř skupin: hledání zdrojů, hledání trhů, hledání efektivnosti a hledání strategických výhod. Na základě uvedené studie jsem sestavila skóre pro hodnocení motivace českých podniků pro uskutečnění zahraniční investice (viz. kapitola č. 4.3 disertační práce). To může podnik použít tak, že ohodnotí své motivy zahraniční expanze zvolenou škálou, dosadí výsledky hodnocení do skóre a porovná je s hodnotou dvě. Pokud je hodnota nižší než 2, lze se domnívat, že daný podnik má správný důvod pro uskutečnění zahraniční investice. Pokud

¹ JAKLIČ, A. AND SVĚTLIČIČ, M. 2001. Does transition matter? FDI from the Czech Republic, Hungary and Slovenia. In. *Transnational Corporations*. United Nations Conference on Trade & Development. August 2001, Vol. 10, No. 2, Pp. 67 – 105.

² DUNNING, J. 1993. *Multinational Enterprises and the Global Economy*. England, Workingham: Addison Wesley, 1993, 687 Pages.

je výsledná hodnota vyšší než 2, pak důvody podniku neodpovídají zkušenostem již úspěšných zahraničních investorů.

Je nutno upozornit, že skóre je pouze návrhem způsobu, jakým lze hodnotit motivaci českých podniků v procesu internacionalizace. Jeho obecná platnost může být negativně ovlivněna především nesprávnými výchozími předpoklady – malým reprezentativním vzorkem zkoumaných podniků, nesprávně provedeným průzkumem či změnou podmínek od data provedené studie. Platnost skóre také není ověřena testováním, které může být námětem pro další výzkum.

4.4 ZHODNOCENÍ DOSTUPNOSTI ZDROJŮ FINANCOVÁNÍ ČESKÝCH NADNÁRODNÍCH PODNIKŮ

Z provedené analýzy českého kapitálového trhu vyplývá, že jeho tržní likvidita je velice nízká. Více příležitostí k získání kapitálu skýtá dluhopisový trh, spíše než trh akciový, ale jeho likviditu převážně využívají banky a stát. Dále bylo zjištěno, že český kapitálový trh lze označit za částečně segmentovaný. Institucionální překážky integrace již byly téměř odstraněny, chování investorů však v období poklesu vyspělých kapitálových trhů svědčí spíše ve prospěch značné míry segmentace českého kapitálového trhu. Pouze částečný stupeň integrace do mezinárodních trhů kapitálu je dle Baláže³ jedním z hlavních identifikačních znaků nově vznikajících trhů označovaných jako emerging markets, mezi které český kapitálový trh patří.

České nadnárodní podniky tak v důsledku uvedených charakteristik mohou dle teoretických východisek snížit rizikovost svých aktivit expanzí na vyspělé evropské finanční trhy. To má přímý dopad na jejich optimální kapitálovou strukturu, která ve srovnání s podniky domácími může vykazovat vyšší míru zadlužení.

4.5 SYSTEMATIZACE EXTERNÍCH ZDROJŮ FINANCOVÁNÍ ČESKÝCH NADNÁRODNÍCH PODNIKŮ

4.5.1 Externí zdroje vlastního kapitálu

Vlastní kapitál může nadnárodní podnik získávat mnoha způsoby. Nejjednodušší alternativou je využití kapitálového trhu hostitelské země, tedy uskutečnit zde primární emisi akcií nebo získat prostředky od místních fondů vlastního či rizikového kapitálu. Jak vyplývá z teoretické části práce, jsou nadnárodní podniky v pozici, která jim umožňuje získávat zdroje financování na zahraničních finančních trzích. Mezi možné alternativy tak patří soukromé či veřejné emise akcií v zahraničí (formou Globálních depozitních poukázek nebo jednostranných či vícestranných kotací), využití finančních prostředků soukromých fondů vlastního nebo rizikového kapitálu, případně nepřímo skrze strategické aliance.

³ BALÁŽ, V. *Emerging markets Kapitálový trhy budoucnosti*. Bratislava: Veda, 1996, str. 7.

4.5.2 Externí zdroje cizího kapitálu

Cizí kapitál může nadnárodní podnik, stejně jako podniky domácí získávat na finančním trhu v hostitelské zemi. Mezi klasické způsoby patří dlouhodobé úvěry finančních institucí, emise dluhopisů a případně dlouhodobé dodavatelské úvěry nebo finanční leasing. Nadnárodní podniky však ke svému financování mohou využít širokou škálu instrumentů s rozličnou dobou splatnosti a různou denominací, které jsou poskytovány na zahraničních trzích cizího kapitálu. Jedná se například o klasické bankovní půjčky, syndikované úvěry, poukázky a dluhopisy, přičemž tyto formy financování mohou být poskytovány v zahraničních měnách nebo euroměnách.

Za **euroměnu** je dle Moffetta (2003) považována volně směnitelná měna uložená mimo zemi jejího původu. Z tohoto hlediska je tedy rozlišován cizí kapitál v zahraniční měně a v euroměně. Cizí kapitál v zahraniční měně získává subjekt ze země A z instrumentu emitovaného v zemi B a financovaného z prostředků investorů ze země B. Cizí kapitál v euroměnách získává subjekt ze země A z instrumentu emitovaného v zemi B a financovaného z prostředků investorů ze země C.

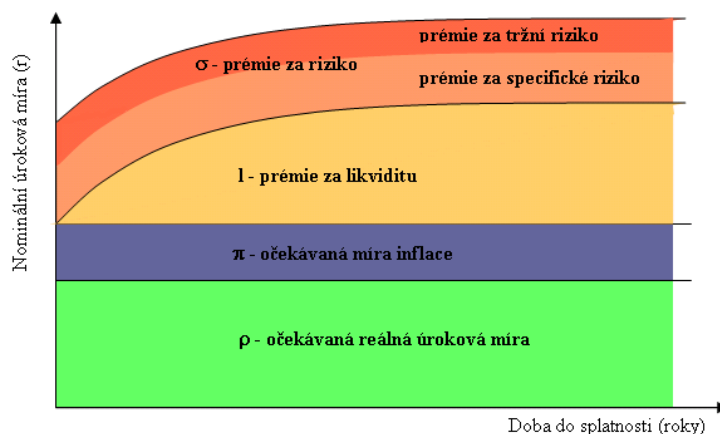
Zaměřím-li pozornost na dluhopisy, pak jsou v literatuře zpravidla striktně rozlišovány pojmy **zahraniční dluhopis** a **eurobond**. Dle Baláže (2001), Durčákové (2003), Moffetta (2003) a Shapira (2003) je zahraniční dluhopis emitován na zahraničním trhu v místní měně, zatímco eurobond je emitován na zahraničních trzích v měně třetí země. Tomuto pojetí však současná praxe neodpovídá. Proto je dle mého názoru tato definice již překonána. Z označení eurobond lze usuzovat, že se jedná o dluhopis emitovaný v euroměnách – tedy dluhopis vydaný emitentem ze země A, na kapitálovém trhu země B, do kterého investují pouze investoři ze země C. To by bylo možné zajistit v rámci prospektu emise, stanovením zákazu nabývání těchto dluhopisů domácími investory. Vyjdu-li z direktivy Evropské unie č. 89/298/EEC, pak se eurobondy rozumí převoditelné dlužné cenné papíry které jsou emitovány na zahraničních trzích, upisovány a distribuovány syndikátem minimálně dvou upisovatelů, jejichž pobočky jsou zaregistrovány v různých státech a jejichž upisovatelem nebo prvotním nabyvatelem může být pouze úvěrová nebo jiná finanční instituce.

Eurobond je tedy dluhopis emitovaný v zemi B v rámci emise upisované syndikátem upisovatelů a který smí nabývat pouze institucionální investoři ze země B nebo investoři z ostatních zemí (pokud se nejedná o prvotní nabytí, tak i investoři neinstitutcionální). Pojem zahraniční dluhopis bych proto použila pro dluhopisy emitované domácím subjektem v zahraničí, které nesplňují uvedená kritéria pro klasifikaci eurobond.

Emisí dluhopisů resp. eurobondů se rozumí jejich vydání do oběhu za účelem obstarání finančních prostředků, přičemž tyto cenné papíry mohou být umístěny veřejným nebo soukromým způsobem. Průběh emise cenných papírů nemá danou a závaznou strukturu, neboť jednotlivé emise jsou vždy určitým způsobem specifické, a proto se emisní scénáře mohou od sebe lišit. Postup emise eurobondů nebyl doposud v české literatuře zpracován. Proto považuji za vhodné vycházet ze zkušeností českých podniků při emisí dluhopisů na českém kapitálovém trhu. Na základě poznatků uváděných Ježkem (2004) jsem celý proces znázornila formou schématu, které je uvedeno v disertační práci (schéma č. 8, str. 81).

V celém procesu jsem identifikovala kroky, které nejsou v současných publikacích zabývajících se emisí dluhopisů dostatečně zpracovány. Jedná se o způsob stanovení kupónové sazby dluhopisů a dále způsob identifikace a řízení rizik, vznikajících při financování podniku emisí dluhopisů.

Výše kupónové sazby je jedním z nejdůležitějších činitelů při emisi dluhopisů a jejich následném obchodování. Kupónová sazba má významný dopad na hodnotu dluhopisu, a tím i spolurozhoduje o úspěchu umístění a obchodovatelnosti celé emise. Dle Blakea (1995)⁴ může být kupónová sazba rozložena do čtyř komponent, které znázorňuje graf č. 1.



Graf č. 1: Rozklad výnosové křivky dle Blakea (1995)

Všechny prvky kupónové sazby dle modelu Blakea jsou implicitně obsaženy ve výnosové křivce každého emitovaného dluhopisu. Proto navrhuji následující postup při stanovení kupónové sazby:

- výběr benchmarku (dluhopisu emitovaného na kapitálovém trhu, kam chce podnik umístit své dluhopisy);
- určení výnosu do splatnosti odpovídajícího době splatnosti podnikem emitovaných dluhopisů (vychází se z výnosové křivky dluhopisu);
- určení rizikové prémie dle ratingového ohodnocení emitenta;
- úprava o rizikovou prémii.

Při získávání zdrojů financování formou emise dluhopisů lze identifikovat několik typů rizik. V počáteční fázi procesu emise vzniká riziko, že se nepodaří do konce emisní lhůty upsat stanovený objem emise. Riziko nenalezení dostatečné poptávky investorů může být způsobeno nesprávným načasováním emise, nedostatečným marketingovým zabezpečením nebo nízkou likviditou daného kapitálového trhu. Řízení tohoto typu rizik tak spočívá především v důkladné analýze a přípravě emise a lze jej podstatně omezit výběrem emisního prostředníka, který může snižovat možnost neúspěchu emise jednak svými zkušenostmi a jednak i způsobem ručení za emisi (nejvyšší míru jistoty poskytuje emisní tvůrce).

⁴ BLAKE, D. 1995. *Analýza finančních trhů*. Praha: Grada, 1995, Pp. 73 – 83.

Je-li emise dluhopisů úspěšně umístěna, je zahájeno jejich obchodování. Riziko negativního vývoje ceny dluhopisů nesou především investoři, i když zprostředkovaně dopadají i na podnik, a to z hlediska jeho hodnocení investory. To může mít významný dopad při získávání dalších zdrojů financování na daném kapitálovém trhu.

V průběhu doby životnosti dluhopisu je podnik povinen platit investorům kupónové platby, které jsou určeny stanovenou výší kupónové sazby. Je zřejmé, že zejména fixní kupónová sazba se může stát velice nevýhodnou v případě, kdy se tržní úrokové sazby budou vyvíjet jiným způsobem, než emitent předpokládal. Podnik je tak vystaven *úrokovému riziku*, které je třeba řídit. Navíc v případě, že je dluhopis denominován v cizí měně, vzniká riziko nepříznivého vývoje devizového kurzu (*kurzové riziko*). Podnik je tak vystaven ekonomické devizové expozici, která vyjadřuje citlivost celkových budoucích peněžních toků firmy (vyjádřených v domácí měně) na změny devizového kurzu. V současné době se při řízení kurzového a úrokového rizika stále více dostávají do popředí externí způsoby hedgingu. V tomto případě jsou využívány speciální nástroje finančního trhu, které se nazývají *finanční deriváty*. Z modelového příkladu vypracovaného v disertační práci (viz. str. 98 – 103 disertační práce) vyplývá, že k zajištění uvedených rizik lze použít všechny základní typy finančních derivátů (forward, futures, opce, swap). Základní typy finančních derivátů lze navíc přizpůsobovat individuálním požadavkům protistran, vzájemně je kombinovat a vytvářet tak nové deriváty typu opce na kontrakty futures či forwardové swapy. V žádném případě proto nelze definovat obecně platný způsob zajištění, neboť vždy bude záviset na mnoha faktorech, zejména na vztahu emitenta k riziku (averze či sklon), dále na denominaci všech očekávaných peněžních toků daného podniku a rovněž na podnikem očekávaném vývoji úrokových sazeb a devizového kurzu.

Posledním místem v procesu financování podniku emisí dluhopisů, kde vzniká riziko, je okamžik splátky nominální ceny dluhopisu na konci splatnosti. Podnik musí do té doby vygenerovat dostatečné množství peněžních prostředků, aby byl schopen tuto povinnost splnit. Riziko neschopnosti dostat svému závazku může podnik snížit například vytvořením tzv. zajišťovacího (umořovacího) fondu. Další typ rizika vzniká, je-li dluhopis denominován v cizí měně. Jelikož byla přesná výše splátky nominální ceny dluhopisu stanovena v minulosti, je podnik vystaven transakční devizové expozici. K jejímu řízení lze využít různé metody hedgingu i pasivního řízení rizika.

Navržený postup veřejné emise dluhopisů na českém kapitálovém trhu lze vzhledem k vysoké míře harmonizace legislativy českého kapitálového trhu s legislativou platnou v Evropské unii považovat za aplikovatelný i při emisi eurobondů (samozřejmě s ohledem na odlišné orgány kapitálového trhu). Oproti domácím dluhopisům se však eurobondy vyznačují jistými specifiky, která je nutno v rámci procesu jejich emise zohlednit. Těmito specifiky jsou:

- širší počet kapitálových trhů, na kterých lze emisi eurobondů umístit
- vyšší požadavky na institucionální zabezpečení emise (manažer emise, upisovatelé),
- dlouhodobě zavedený a efektivní proces emise (včetně zákonů a regulace),
- dopad dvou předcházejících aspektů na nákladovost emise eurobondů,

- nepoměrně širší, mezinárodní okruh investorů s obrovským objemem prostředků a tedy i vyšší likvidita trhu (investoři jsou přilákáni nižšími transakčními náklady a diverzifikací kurzového rizika),
- denominace v cizí měně (tuto možnost jsem již zapracovala i do modelu emise dluhopisů na českém kapitálovém trhu),
- lepší dlouhodobá strategická hodnota eurobondů denominovaných v měně EURO z pohledu začleňování do Evropské měnové unie a přechodu na EURO.
- odlišná daňová úprava eurobondů (výplaty kupónů nepodléhají srážkové dani v žádné zemi),
- informační povinnost emitentů eurobondů vůči České národní bance skrze Komisi pro cenné papíry.

V disertační práci byl proto navržen index pro posouzení vhodnosti kapitálového trhu k umístění emise dluhopisů zahraničním subjektem. Dále byly zhodnoceny dopady dlouhodobě zavedeného a efektivního procesu emise eurobondů a jeho institucionální náročnosti na emisní náklady. Platnost navrženého komplexního postupu emise eurobondů byla verifikována a potvrzena dvěma případovými studii zpracovanými dle zkušeností měst Brno a Ostrava s emisí komunálních eurobondů (viz. příloha č. 13 a 14 disertační práce).

4.5.3 Postup získávání globálních zdrojů financování českých nadnárodních podniků

Z teoretických předpokladů uváděných Oxelheimem (1998) vyplývá, že získávání globálních zdrojů financování je postupný proces, který začíná získáváním finančních prostředků na domácím kapitálovém trhu, po kterém následuje emise dluhopisů na některém rozvinutém trhu, odkud se podnik může snáze přesunout na kapitálový trh vyspělý. Je-li tato strategie úspěšná, je dalším možným krokem kotace a následná emise akcií opět na některém z rozvinutých trhů. Pokud je podnik úspěšný i v tomto případě, nastává vhodný okamžik pro kotaci a emisi akcií na vyspělých světových burzách. V tomto okamžiku získává podnik zdroje financování v globálním měřítku – vstoupil na globální kapitálový trh. Cílem stupňovitěho pronikání podniku na globální trh je zejména postupně proniknout do povědomí zahraničních investorů a zajistit si tak větší šanci na úspěšnou emisi. Tato teorie byla ověřena případovou studií zpracovanou dle zkušeností nadnárodního podniku Zentiva (viz. příloha č. 6). Proces získávání globálních zdrojů financování tohoto podniku byl rovněž postupný, nicméně některé kroky (např. emise dluhopisů na rozvinutých zahraničních trzích) byly vynechány.

5 SHRNUÍ VÝSLEDKŮ A PŘÍNOSŮ DISERTAČNÍ PRÁCE

Předkládaná disertační práce se ve své první rovině věnuje **nadnárodním podnikům** jako celku. V této fázi byly shrnuty teoretické poznatky o nadnárodních podnicích v kontextu globalizace. Bylo zjištěno, že není jednoznačně určen vztah mezi pojmem globalizace a nadnárodní podnik ve smyslu definování příčiny a následku. Rovněž byla identifikována nejednoznačnost definice nadnárodního podniku ve smyslu podniku, jehož výrobní a obchodní aktivity překročily národní hranice.

Přínos disertační práce pro teorii v tomto směru spočívá jednak v definování vztahu mezi globalizací a nadnárodním podnikem a jednak ve vytvoření samotné definice nadnárodního podniku v podmínkách České republiky.

V této fázi byla potvrzena hypotéza, že se Česká republika nachází ve druhé fázi vztahu k přímým zahraničním investicím dle eklektické teorie Johna H. Dunninga. Ta se mimo jiné vyznačuje rostoucím objemem přímých investic zahraničních podniků v dané zemi a zřídka se vyskytujícími přímými investicemi domácích podniků do zahraničí, které jsou uskutečňovány téměř výlučně do sousedních zemí s dostatečnou úrovní rozvoje. To odpovídá situaci v České republice, kdy investice českých podniků do zahraničí výrazně zaostávají nad přílivem investic ze zahraničí. Uskutečněné investice pak směřují především do rozvinutých zemí střední a východní Evropy. Proto lze dle eklektické teorie v budoucnu očekávat nárůst počtu českých mateřských společností nadnárodních podniků.

V souvislosti se schematizací českých nadnárodních podniků byl definován nový pojem – kapitálová investice – a jeho odlišnost od přímé zahraniční investice. Kapitálová investice odpovídá z hlediska podílu v afilaci definici přímé zahraniční investice, nereprezentuje však zájem investora získat trvalou účast v daném subjektu. Zájem o trvalou účast je charakteristickým rysem přímé zahraniční investice nejen dle definice České národní banky, ale i dle definice stanovené Organizací pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD) v souladu s EUROSTATem a Mezinárodním měnovým fondem. Uvedené zjištění tak lze spatřovat nejen jako přínos pro teorii, ale i z hlediska praktického, jako možnost zpřesnění metodiky využívané Českou národní bankou.

V teoretické i praktické části disertační práce byla pozornost věnována také samotným motivům vzniku českých nadnárodních podniků. Bylo navrženo skóre, které by v rovině praktické mohlo sloužit jako podpůrný prostředek při rozhodování o podnikové internacionalizaci.

Tím byly naplněny stanovené cíle disertační práce, spočívající v potřebě definovat pojem český nadnárodní podnik a analyzovat motivy jeho vzniku.

Ve své druhé rovině se disertační práce zabývá **finančním managementem nadnárodních podniků**. Byly zmapovány teoretické poznatky a identifikovány odlišnosti finančního řízení a rozhodování domácích a nadnárodních podniků. Mezi základní odlišnosti patří nutnost řízení finančních toků uvnitř nadnárodního podniku, příležitost k minimalizaci globálního daňového zatížení, širší škála možností řízení rizik a příležitost k využití neefektivností finančních trhů k získání zdrojů s nižšími náklady kapitálu. Zmapování poznatků a identifikaci odlišností lze spatřovat jako přínos pro rozvoj teorie mezinárodního finančního managementu.

Následně byla zhodnocena míra dostupnosti globálních zdrojů financování pro české nadnárodní podniky. Toho bylo dosaženo posouzením míry likvidity a segmentace českého kapitálového trhu. Byla zhodnocena vládní omezení, institucionální praktiky a chování investorů na českém kapitálovém trhu a rovněž posouzena likvidita českého akciového a dluhopisového trhu. Bylo zjištěno, že české nadnárodní podniky v důsledku jisté míry segmentace českého kapitálového trhu a především jeho nízké likvidity mohou vstupem na

vyspělé evropské trhy snížit rizikovost svých aktivit a rovněž vykazovat vyšší míru zadlužení. Byl tak naplněn dílčí cíl práce, kterým bylo zjistit, zda schopnost nadnárodních podniků vstupovat na mezinárodní kapitálové trhy přináší českým nadnárodním podnikům výhodu oproti podnikům domácím. Tímto zjištěním byla částečně vyvrácena hypotéza, že české nadnárodní podniky jsou ve srovnání s podniky domácími nositeli zvýšeného finančního rizika. Hypotéza, že české nadnárodní podniky jsou v pozici, která jim umožňuje získávat ve srovnání s podniky domácími větší objem kapitálu na mezinárodních kapitálových trzích při nižších nákladech byla potvrzena.

V návaznosti na tuto oblast byly dále systematizovány a popsány různé externí zdroje financování českých nadnárodních podniků. Nejprve byly popsány různé formy vlastních zdrojů financování, zejména soukromé emise akcií, veřejné emise akcií ve formě globálních depozitních poukázek či vícestranné kotace, dále pak prostředky z fondů vlastního a rizikového kapitálu či strategické aliance. Následně byly zhodnoceny i různé cizí zdroje financování, konkrétně pak bankovní půjčky, syndikované úvěry, europoukázky, zahraniční dluhopisy a eurobondy. Přínos pro teorii finančního managementu v této části práce spočíval především ve zpřesnění definice euroměny a v definování rozdílů mezi zahraničními dluhopisy a eurobondy v současném pojetí.

V další fázi byla disertační práce zaměřena na postup emise dlouhodobých dluhových instrumentů na mezinárodních kapitálových trzích z pohledu českých nadnárodních podniků. Nejprve bylo vytvořeno schéma procesu emise dluhopisů na českém kapitálovém trhu a identifikovány některé otázky, které nejsou v teoretických publikacích dostatečně zpracovány. Mezi nedostatečně zpracované oblasti patří způsob stanovení kupónové sazby a dále oblast rizika spojeného s emisí dluhopisů.

V následující části práce byl proto navržen možný postup stanovení kupónové sazby dluhopisů. Přínosem nejen pro teorii, ale i podnikovou praxi byla rovněž identifikace rizik spojených s emisí dluhopisů a návrh možných způsobů jejich řízení. Byl vypracován modelový příklad řízení kurzového a měnového rizika kupónových plateb. Znovu byla vyvrácena hypotéza, že české nadnárodní podniky jsou ve srovnání s podniky domácími nositeli zvýšeného finančního rizika. Nadnárodní podniky totiž mohou využít širší škálu možností řízení kurzového rizika a například emisí eurobondů v měně očekávaných peněžních toků mohou předejít nutnosti zajišťování.

Uvedenými kroky byla kompletně zpracována metodika postupu emise dluhopisů na českém kapitálovém trhu. Využitelnost této metodiky při emisí eurobondů byla zajištěna identifikováním rozdílných částí procesu, mezi které patří širší počet kapitálových trhů, na kterých lze emisí eurobondů umístit, vyšší požadavky na institucionální zabezpečení emise, dlouhodobě zavedený a efektivní proces emise, lepší dlouhodobá strategická hodnota eurobondů denominovaných v měně EURO z pohledu začleňování do Evropské měnové unie a přechodu na EURO či odlišná daňová úprava eurobondů (výplaty kupónů nepodléhají srážkové dani v žádné zemi).

Zjištěná specifika eurobondových emisí byla dále rozpracována tak, aby byla navržená metodika emise dluhopisů na českém kapitálovém trhu využitelná i při emisí eurobondů. Přínosem pro podnikovou praxi byl v této fázi návrh indexu pro podporu rozhodování o

umístění emise eurobondů. Bylo zjištěno, že nejen tradičně uváděná londýnská a lucemburská burza, ale i irský trh a trh Euronext skýtají zajímavé možnosti pro emitenty.

Přínosem bylo rovněž zhodnocení dopadů institucionální náročnosti emise eurobondů a dlouhodobě zavedeného efektivního systému vyspělých zahraničních kapitálových trhů na náklady emise eurobondů.

V závěrečné části práce byl zhodnocen teoretický postup získávání globálních zdrojů financování. Správnost teoretických předpokladů byla verifikována a částečně potvrzena případovou studií zabývající se zdroji financování nadnárodního podniku Zentiva, která rovněž může nalézt uplatnění v pedagogickém procesu.

Lze říci, že všechny stanovené cíle disertační práce byly naplněny. V průběhu zpracování práce byly navíc identifikovány různé problematické aspekty, jejichž řešení nebylo původním cílem, nicméně se stalo pro úspěšné dokončení práce nezbytným. Dvě hypotézy, z nichž jsem vycházela při naplňování cílů disertační práce se potvrdily, jedna byla vyvrácena.

BIBLIOGRAFIE

- (1) AHARONI, Y. 1966. *The Foreign Investment Decision Process*. Cambridge: Harvard University, Graduate School of Business Administration, Division of Research, 1966.
- (2) BALÁŽ, P. 2001. *Medzinárodné podnikanie*. Bratislava: Jamex a Sprint vfra, 2001, 591 s. ISBN 80-88848-68-7.
- (3) BERTUCCI, G. AND ALBERTI, A. 2001. Globalization and the Role of the State: Challenges and Perspectives. In. *World Public Sector Report 2001* [online]. United Nations Online Network in Public Administration and Finance [cit. 2003-31-12]. Dostupné na World Wide Web: <<http://www.unpan.org/index.asp>>.
- (4) BLAKE, D. 1995. *Analýza finančních trhů*. Praha: Grada, 1995, 623 s. ISBN 80-7169-201-8.
- (5) BROOKE, M. 1996. *International Management*. Cheltenham: Stanley Thornes, 1996, 328 Pages. ISBN 0-74-872245-9.
- (6) BUCKLEY, A. 2000. *Multinational Finance*. New York: Prentice Hall, 2000, 798 Pages. ISBN 0-13-013166-0.
- (7) COOPER, R.D. AND EMORY, W.C. 1995. *Business Research Methods. Fifth Edition*. IRWIN, 1995. 681 p. ISBN 0-256-13777-3.
- (8) CZESANÝ, S. 2002. *Vývoj vnějšího prostředí ekonomiky ČR* [online]. Český statistický úřad, Únor 2002 [cit. 2003-11-29]. Dostupné na World Wide Web: <<http://www.czso.cz/csu/edicniplan.nsf/p/1101-01>>.
- (9) ČERNOHLÁVKOVÁ, E. A KOL. 2003. *Finanční strategie v mezinárodním podnikání*. Praha: VŠE, 2003. 276 s. ISBN 80-225-1625-2.
- (10) DUNNING, J. AND NARULA, R. 1996. *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring*. London and New York: Routledge, 1996, 472 Pages. ISBN 0-415-17355-8.
- (11) DUNNING, J. 1993. *Multinational Enterprises and the Global Economy*. England, Workingham: Addison Wesley, 1993, 687 Pages. ISBN 0-201-17530-4.
- (12) DURČÁKOVÁ, J. A MANDEL, M. 2003. *Mezinárodní finance*. 2. doplněné vydání. Praha: Management Press, 2003, 394 s. ISBN 80-7261-090-2.
- (13) EHL, M. 2001. *Globalizace pro a proti*. Praha: Academia, 2001, 159 s. ISBN 80-200-0897-7.
- (14) FLOYD, D. 2001. Globalisation or Europeanisation of business activity? Exploring the critical issues. *European Business Review*, 2001, Vol. 13 No. 2. ISSN 0955-534X.
- (15) FRIEDMAN, M. 1999. The lexus and the olive tress. *The New York Times Magazine*, 29th March 1999. ISSN 0028-7822.
- (16) HARRIS, P. R. 2002. European challenge: developing global organizations. *European Business Review*, 2002, Vol. 14, No. 6, Pp. 416 – 425, 2002. ISSN 0955 – 534X.
- (17) HENDERSENOVÁ, H. 2001. *Za horizontem globalizace*. Praha: DharmaGaia, 2001, 133 s. ISBN 80-85905-93-0.
- (18) HYMER, S. 1960. *The International Operations of National Firms: A Study Of Direct Foreign Investment*. PhD Dissertation, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology Press, 1960. ISBN neuvedeno.
- (19) JAKLIČ, A. AND SVĚTLIČIČ, M. 2001. Does transition matter? FDI from the Czech Republic, Hungary and Slovenia. In. *Transnational Corporations* [online]. United Nations Conference on Trade & Development. August 2001, Vol. 10, No. 2,

- Pp. 67 – 105 [cit. 2002-12-01]. Dostupné na World Wide Web: <<http://www.unctad.org>>.
- (20) JAKUBÍKOVÁ, D. 2003. *Globalizace a cestovní ruch* [online]. Plzeň: Západočeská universita v Plzni, Fakulta ekonomická. 8.6.2002 [cit. 2003-01-06]. Dostupné na World Wide Web: <<http://www.cestovni-ruch.cz/skolstvi/globalizace.php>>.
- (21) JANÍČEK, P. A ONDRÁČEK, E. 1998. *Řešení problémů modelováním. Téměř nic o všem*. Brno: VUT, Fakulta strojní, 1998, 335 s. ISBN 80-214-1233-X.
- (22) JENÍČEK, V. A FOLTÝN, J. 2003. *Globální problémy a světová ekonomika*. Praha: C. H. Beck, 2003, 269 s. ISBN 80-7179-795-2.
- (23) JEŽEK, T. A KOL. 2004. *Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. 80 s. ISBN 80-239-2193-2.
- (24) JÍLEK, M. 2001. *Mezinárodní finance*. České Budějovice: Jihočeská univerzita, 2001, 169 s. ISBN 80-7040-508-2.
- (25) JOHANSON, J. AND VAHLNE, J.E. 1977. The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing foreign market commitment. *Journal of International Business Studies*, 1977, Vol. 4, Pp. 20-29. 1977. ISSN 0047-2506.
- (26) JOHANSON, J. AND WIEDERSHEIM-PAUL, F. 1975. The internationalization process of the firm - four Swedish cases. *Journal of Management Studies*, 1975, Vol. 12, Pp. 305-322. ISSN 0022-2380.
- (27) KEOWN, A., MARTIN, D., PETTY, W. AND SCOTT, D. 2002. *Financial Management: Principles and Applications*. Upper Saddle River: Pearson Education, 2002, Ninth Edition, 761 pages. ISBN 0-13-09441-6.
- (28) KONEČNÝ, M. 1993. *Metodologie vědy a výzkumu*. 1. vyd. Brno: Fakulta podnikatelská VUT v Brně, 1993. 91 s. ISBN neuvedeno.
- (29) LACINA, L. 2001. *Mezinárodní finance*. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita, 2001, 145 s. ISBN 80-7157-552-6.
- (30) LIŠKA, V. 2002. *Makroekonomie*. Praha: Professional Publishing, 2002, 554 s. ISBN 80-86419-27-4.
- (31) LUOSTARIEN, R. 1970. *Foreign Operations of the Firm*. 1st Edition. Helsinki: Helsinki School of Economics, Licentiate thesis, 1970. ISBN neuvedeno.
- (32) MEZŘICKÝ, V. 2003. *Globalizace*. Praha: Portál, s.r.o., 2003, 147 s. ISBN 80-7178-748-5.
- (33) MOFFETT, M. H., STONEHILL, A. I., EITEMAN, D.K. 2003. *Fundamentals of Multinational Finance*. USA: Addison Wesley, 2003, 556 Pages. ISBN 0-201-84484-2.
- (34) OXELHEIM, L., STONEHILL, A. AND RANDOY, T. 1998. *Corporate Strategies to Internationalise the cost of Capital*. Copenhagen: Copenhagen Business School Press, 1998. 334 Pp. ISBN 8-763-00067-9.
- (35) PELMUTTER, H.V. 1969. The tortuous evolution of the multinational corporation. *The Columbia Journal of World Business*, 1969, Vol. 4, Pp. 9-18. ISSN 0022-5428.
- (36) POLEDNÁKOVÁ, A. 2003a. *Mezinárodní finanční management*. Bratislava: Ekonóm, 2003. 276 s. ISBN 80-225-1625-2.
- (37) POLEDNÁKOVÁ, A. 2003b. Zahraniční investice a firemní strategie. *Moderní řízení*, srpen 2003, roč. XXXVIII, č. 8, str. 17-20. ISSN 0026-8720.
- (38) REŽŇÁKOVÁ, M. 2002. *Finanční management. I. část*. Brno: VUT. První vydání, 2002, 116 s. ISBN 80-214-2249-1.

- (39) ROBINSON, J. 2002. The real nature and impact of globalisation. *The British Journal of Administrative Management*, May-June 2002, Vol. 52, Iss. 3, Pp. 24-58. ISSN 1353-5188.
- (40) SHAPIRO, A. C. 2003. *Multinational financial management*. USA: University of Southern California, 2003, 768 pages. ISBN 0-471-39530-7.
- (41) SRŠŇOVÁ, J. 2000. *Medzinárodné podnikanie. Multinacionálne podniky*. Bratislava: Ekonóm, 2000, 190 s. ISBN 80-225-1240-0.
- (42) STRYKER, D., SALINGER, L. AND PLUNKETT, D. 2003. *Ensuring the Benefits of Globalization Reach the Poor* [online]. Cambridge: Associates for International Resources and Development, May 7, 2003 [cit. 2004-09-09] Dostupné na World Wide Web: <[http://www.aird.com/projects/0123_ Ensuring%20benefits%20of%20Globalization%20reach%20poor.pdf](http://www.aird.com/projects/0123_Ensuring%20benefits%20of%20Globalization%20reach%20poor.pdf)>.
- (43) SVĚTOVÁ BANKA. 2000. Co je to globalizace? *Seriál o globalizaci* [online]. The World Bank Group, Červen 2000 [cit. 2002-11-15]. Dostupné na World Wide Web: <<http://www.svetovabanka.cz/dokumenty/global.htm>>.
- (44) SÝKORA, L. 2000. Globalizace a její společenské a geografické důsledky. In. Jehlička, P., Tomeš, J., Daněk, P. (eds). *Stát, prostor, politika: vybrané otázky politické geografie* [online]. Praha: Katedra sociální geografie a regionálního rozvoje, Přírodovědecká fakulta University Karlovy, 2000, str. 59-79 [cit. 2002-12-09]. Dostupné na World Wide Web: <<http://www.natur.cuni.cz/~sykora/text/globaliz.htm>>.
- (45) ŠKRHOLEC, M A TOMŠÍK, V. 2002. Konkurenceschopnost, zahraniční investice a globalizace. In. M. Potůček (ed). *Bílá místa*. Praha, CESES 2002, Pp. 84 – 89. ISBN neuvedeno.
- (46) TÁNCOŠOVÁ, J. A KOL. 2002. *Medzinárodné ekonomické vzťahy*. Bratislava: Ekonóm, 2002, 280 s. ISBN 80-225-1548-5.
- (47) VERNON, R. 1966. International investment and international trade in the product life cycle. *Quarterly Journal of Economics*, 1966, Vol. 80, Pp.190-207. ISSN 0033-5533.
- (48) WATSON, D. AND HEAD, A. 1998. *Corporate Finance: Principles and Practice*. London: Financial Times Limited, 1998, 465 Pages. ISBN 0-273-63008-3.
- (49) ZADRAŽILOVÁ, D. 1994. *Řízení transnacionálních firem*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1994, 133 s. ISBN 80-7079-964-1.

CURRICULUM VITAE

OSOBNÍ ÚDAJE

Jméno	Ing. Romana Nývltová
Datum a místo narození	12.04.1979 v Náchodě
Rodinný stav	svobodná
Trvalé bydliště	Sendraž 4, 549 01 Nové Město nad Metují
Telefon	+420-731 116605
E-mail	nyvltova@fbm.vutbr.cz

VZDĚLÁNÍ

od roku 2002	Doktorandské studium v oboru Řízení a ekonomika podniku, Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská Téma disertační práce: Finanční management nadnárodních podniků
2000 – 2002	Inženýrské studium v oboru Podnikové finance a obchod Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská Téma diplomové práce: Využití finanční analýzy při rozhodování na kapitálovém trhu
1997 – 2000	Bakalářské studium v oboru Daňové poradenství Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská Téma bakalářské práce: Návrh formy společného podnikání fyzických osob z hlediska optimalizace daňové povinnosti
1993 – 1997	Střední ekonomicko – manažerská škola, Nové Město nad Metují

ZAMĚSTNÁNÍ

od března 2004	asistentka pro výuku předmětů v oblasti financí podniku Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí
----------------	---

ODBORNÁ STÁŽ

květen 2004 – leden 2005	Asistentka finančního oddělení centra sdílených služeb EMEA, Symbol Technologies Czech Republic s.r.o., Brno
--------------------------	--

ZAHRANIČNÍ STÁŽ

Srpen – Prosinec 2003	Studium předmětů oboru Mezinárodní obchod Tampere Polytechnic Business School, Finsko
-----------------------	---

DALŠÍ ZKUŠENOSTI

1998 – 2002 Člen obecního zastupitelstva v Sendraži

MIMOŘÁDNÁ OCENĚNÍ

Červen 2002 Cena rektora Vysokého učení technického v Brně za vynikající výsledky ve studiu

JAZYKOVÉ ZNALOSTI

Anglický jazyk aktivní znalost na velice dobré úrovni
Německý jazyk pasivní znalost, vyhovující úroveň porozumění

PEDAGOGICKÁ ČINNOST

Zimní semestr 2002/2003 Podniková ekonomika, 4. ročník oboru Podnikové finance a obchod
Zimní semestr 2002/2003 Hospodářská statistika, 5. ročník oboru Podnikové finance a obchod
Letní semestr 2002/2003 Controlling, 5. ročník oboru Podnikové finance a obchod
Letní semestr 2003/2004 Controlling, 5. ročník oboru Podnikové finance a obchod
Letní semestr 2003/2004 Finance, 4. ročník oboru Řízení a ekonomika podniku
Zimní semestr 2004/2005 Finanční management, 4. ročník oboru Podnikové finance a obchod
Letní semestr 2004/2005 Controlling, 5. ročník oboru Podnikové finance a obchod
Základy financování, 2. ročník oboru Manažerská informatika

PUBLIKACE

Pedagogické publikace – skripta:

1. DVOŘÁK, J., NÝVLTOVÁ, R., POLÁK D. A DVOŘÁK J. *Hospodářská statistika*. Brno: Ing. Zdeněk Novotný CSc., 2002. 87 s. ISBN 80-214-2258-0.
2. REŽŇÁKOVÁ, M. A NÝVLTOVÁ, R. *Finance And Accounting For Business Strategy*. Studijní text pro akreditaci oboru Joint Master Degree in European Business and Finance. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, únor 2005. 56 s.
3. REŽŇÁKOVÁ, M. A NÝVLTOVÁ, R. *International Finance*. Studijní text pro akreditaci oboru Joint Master Degree in European Business and Finance. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, únor 2005. 57 s.

Příspěvky na mezinárodních konferencích:

1. ZINECKER M., NÝVLTOVÁ R. Kvantifikace úvěrového rizika na základě konceptu minimálních pojistných sazeb OECD. In *Mezinárodní konference - Nové trendy rozvoje průmyslu – Sborník příspěvků*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 4. - 5. 12. 2002. s. 27. ISBN 80-214-2354-4.
2. NÝVLTOVÁ R. Možnosti krátkodobého zhodnocení finančních prostředků. In *5. Odborná konference doktorského studia s mezinárodní účastí, díl 10 – Ekonomika a řízení stavebnictví*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta stavební, 12. – 13. 2. 2003. s. 189 – 192. ISBN 80-7204-265-3.
3. NÝVLTOVÁ R. Kapitálová struktura a mezinárodní podnikání. In *Management, Economic and Business in New Europe. Conference Proceedings*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 25. 4. 2003. s. 229 - 232. ISBN 80-214-2382-X.
4. NÝVLTOVÁ R., ZINECKER, M. Multinational Firm Capital Structure. In *International Scientific Conference – Business Development and European Community*. Brno: University of Technology, Faculty of Business and Management, 30 – 31 May 2003. pp. 215 – 220. ISBN 80-214-2408-7.
5. NÝVLTOVÁ, R. Leveraged Buyouts in the Czech Republic. In *Conference proceedings: Business and Economic Development in Central and Eastern Europe in the Period of Joining to the European Union*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, září 2003. ISBN 80-214-2445-1.
6. NÝVLTOVÁ R. Využití akciových opcí při stanovování nákladů vlastního kapitálu. In *New Trends of the Development of Industry*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 26. – 27. 11. 2003. ISBN 80-214-2518-0.

7. NÝVLTOVÁ, R. Czech Multinational Enterprises And Their Outward Foreign Investments. České „nadnárodní“ podniky a jejich zahraniční investice. Konference – FAST České nadnárodní podniky a jejich zahraniční investice. In. *Juniorstav 2004. 6. Odborná konference doktorského studia s mezinárodní účastí. Sborník*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta stavební, 4. – 5. 2. 2004. s 309. ISBN 80-214-2560-1.
8. NÝVLTOVÁ, R. Náklady vlastního kapitálu a tržní cena akciových opcí. In. *Diagnostika podniku, controlling a logistika. II. mezinárodní vědecká konference. Zborník príspevkov*. Žilina: Žilinská univerzita, 16. marec 2004. s.236 – 241. ISBN 80-8070-208-X.
9. KOLEŇÁK, J., NÝVLTOVÁ, R., SÝKOROVÁ, L. A TOMÁŠKOVÁ, E. The Opportunity For Maintenance Of Competitive Position Of Companies In CEEC Regions On The European Market. In. *The 4th International Conference for Master and Doctoral Students on Society and Consumption: Economic-Managerial and Social-Cultural Factors. Conference Proceedings*. Kaunas: Vilnius University, Kaunas Faculty of Humanities. 16th and 17th April 2004. Pp. 52. ISBN 9986-19-618-3.
10. NÝVLTOVÁ, R. The Capital Structure Problem for the Multinational Enterprise. In. *The 8th International Conference of Doctoral Students*. Brno: University of Technology, Faculty of Business and Management, June 15 – 17, 2004. ISBN 80-214-2677-2.
11. NÝVLTOVÁ, R. Securitization – Unexploited Financial Tool in the Central and Eastern Europe. In. *Conference proceedings: Business and Economic Development in Central and Eastern Europe in the Period of Joining to the European Union. The Twelfth Annual International Conference*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 10. - 11.09.2004. ISBN 80-214-2717-5.
12. NÝVLTOVÁ, R. Nadnárodní podniky a mezinárodní zdanění. In. *Nové trendy rozvoje průmyslu. New Trends of the Development of Industry*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, listopad 2004. ISBN 80-214-2787-6.

Příspěvky na tuzemských konferencích:

1. NÝVLTOVÁ R. Využitelnost finanční analýzy při rozhodování na kapitálových trzích. In *Sborník příspěvků prvního ročníku studentské konference na téma makroekonomie a finanční trhy v 21. století*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 14. 12. 2001. s. 28 – 39. ISBN 80-214-2066-9.
2. KOLEŇÁK J., NÝVLTOVÁ, R. Úskalí vzdělávání zaměstnanců v českých podnicích. In *Aktuální problémy teorie a praxe managementu v ČR*. Brno: Brno International Business School, Říjen 2002. s. 140 - 144. ISBN 80-86575-96-9.
3. NÝVLTOVÁ R. Dopady globalizace na finanční řízení podniků v oblasti devizové expozice. In *Přínosy vědeckých disciplín pro rozvoj ekonomiky*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 22. 11. 2002, s. 1 – 6. ISBN 80-214-2274-2.

4. NÝVLTOVÁ R. Mezinárodní diverzifikace investic jako jedna z možností snížení rizika. In *MendelInet 2002/3. Sborník příspěvků z konference studentů doktorského studia. 3. díl – Sekce financí a informatiky*. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita, Provozně ekonomická fakulta, 23. 1. 2003. s. 132 - 135. ISBN 80-7302-048-3.
5. NÝVLTOVÁ, R. Does CAPM Always Work? In *Konference MendelNet 2003*. Brno: Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita, Provozně ekonomická fakulta, 28. listopad 2003. ISBN 80-7157-719-7.
6. NÝVLTOVÁ R. Řízení ekonomického rizika v nadnárodních společnostech. In. *Přínosy vědeckých disciplín pro rozvoj ekonomiky. Sborník přednášek prezentovaných v rámci workshopu studentů DSP v FP VUT v Brně*. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, Prosinec 2003. ISBN 80-214-2532-6.
7. NÝVLTOVÁ, R. Full leasing. In. *Konference MendelNet 2004*. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita, Provozně ekonomická fakulta, Brno 2004, s. 85. ISBN 80-7302-088-2.

Příspěvky ve výzkumných zprávách:

1. NÝVLTOVÁ, R. Vliv daní na investiční rozhodování. In. *Možné trendy vývoje strojírenských a elektrotechnických podniků se zřetelem na jihomoravský region CEZ: J22/98:265100017. Vědecko - výzkumná zpráva 2002. Studenti PGS*. Brno: Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické, prosinec 2002, 13 s.
2. NÝVLTOVÁ, R. Zdroje financování inovací v globálním prostředí. In. *Možné trendy vývoje strojírenských a elektrotechnických podniků se zřetelem na jihomoravský region CEZ: J22/98:265100017. Vědecko - výzkumná zpráva 2002. Studenti PGS*. Brno: Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické, prosinec 2002, 16 s.
3. NÝVLTOVÁ, R. Technický rozvoj, globalizace a optimální kapitálová struktura. In. *Možné trendy vývoje strojírenských a elektrotechnických podniků se zřetelem na jihomoravský region CEZ: J22/98:265100017. Vědecko - výzkumná zpráva – pololetí 2003. Práce studentů doktorského studia*. Brno: Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické, červen 2003, 22 s.
4. NÝVLTOVÁ, R. Nový přístup ke stanovení nákladů vlastního kapitálu. In. *Možné trendy vývoje strojírenských a elektrotechnických podniků se zřetelem na jihomoravský region CEZ: J22/98:265100017. Vědecko - výzkumná zpráva - konec roku 2003. Práce studentů doktorského studia*. Brno: Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické, prosinec 2003, 9 s.
5. NÝVLTOVÁ, R. Zahraniční investice a náklady kapitálu. In. *Možné trendy vývoje strojírenských a elektrotechnických podniků se zřetelem na jihomoravský region CEZ: J22/98:265100017. Vědecko - výzkumná zpráva - konec roku 2003. Práce studentů*

doktorského studia. Brno: Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické, prosinec 2003, 14 s.

6. NÝVLTOVÁ, R. Možnosti vstupu českých podniků na zahraniční trhy. *In. Možné trendy vývoje strojírenských a elektrotechnických podniků se zřetelem na jihomoravský region CEZ: J22/98:265100017. Vědecko - výzkumná zpráva - pololetí 2004*. Brno: Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické, červen 2004, 25 s.
7. NÝVLTOVÁ, R. Přímé zahraniční investice. *In. Internacionalizace malých a středních podniků v ČR GA ČR č. 402/02/0106. Závěrečná výzkumná zpráva – prosinec 2004*. Brno: Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické, prosinec 2004, 22 s.

ABSTRACT

Being involved in multinational interactions (undergo the process of internationalization) has significant impact on the company as a whole, and also on its management. From the point of view of financial management, several questions fall among the key issues, such as: expansion of financial risks and their management, necessity to control intercompany financial flows, the possibility to utilize the opportunity of global tax burden optimization and particularly the possibility to utilize financial markets inefficiency so that financial resources are obtained with lower costs of capital. The area of raising capital and its management by the multinational enterprises, in the context of current global economic environment is a key topic of the dissertation presented. The dissertation is primarily oriented on the Czech multinational enterprises. Its main objective is to bring new pieces of knowledge in the area of multinational enterprises' financial management. This goal is being accomplished by the array of partial goals. These partial goals can be found on the level of multinational enterprises as a whole as well as on the level of their financial management.

In its first part, the dissertation gives a definition of global economic environment and also deals with the basic issues of multinational enterprises. In the next stage is the effort aimed to financial management of multinational enterprises that can be designated as multinational financial management. The basic differences between domestic and multinational financial management are defined. Also several types of multinational enterprises' financial resources are described. The main attention is paid to the question of optimal capital structure in the multinational enterprise. This issue is considered in the context of financial resources availability, as well as costs of capital, financial risks and tax issues.

In its practical section, the dissertation schematizes the Czech multinational enterprises, analyzes the motives of their origination and also evaluates the accessibility of financial resources from the point of view of Czech multinational enterprises. The dissertation also systematizes various types of debt and equity capital. The key attention is paid to long term debt instruments (bonds and Eurobonds).

In the concluding part, all stages of the dissertation are summarized. Also the contributions of the dissertation for theoretical studies, practice and pedagogy are highlighted.