

PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE A ČESKÝ PODNIKOVÝ SEKTOR: MOŽNÁ RIZIKA PRO FINANČNÍ STABILITU

Adam Geršl a Michal Hlaváček, ČNB

Článek diskutuje možná rizika pro finanční stabilitu vyplývající z vlivu přímých zahraničních investic na ekonomiku. Pro analýzu byla využita podniková data z unikátní databáze Deutsche Bundesbank, která obsahuje téměř úplný vzorek německých firem investujících v ČR v letech 1996 - 2004. Pozornost byla věnována dvěma problémům: roli vnitroskupinového financování u podniků pod zahraniční kontrolou, včetně jeho možného vlivu na finanční zprostředkování v celé ekonomice, a životnímu cyklu investice jako indikátoru možného odlivu investic v budoucnosti.

1. ÚVOD

Příliv přímých zahraničních investic (PZI) do České republiky dosahoval v posledních letech pravidelně vysokých hodnot. V letech 1995 – 2006 se příliv PZI pohyboval v průměru kolem 6,5 % HDP. I když část přílivu PZI byla zejména v devadesátých letech způsobena privatizací státních firem, poměrně velká část těchto investic, zejména v posledních letech, přichází ve formě akvizic soukromých podniků nebo ve formě nových projektů „na zelené louce“.

Tento článek diskutuje dva fenomény spojené s přímými zahraničními investicemi, které mohou přímo či nepřímo ovlivnit finanční stabilitu, a to způsob financování firem vzniklých v rámci PZI a tzv. životní cyklus investice. Pro analýzu byla využita podniková data o jednotlivých přímých zahraničních investicích do nefinančních podniků z Německa do ČR v letech 1996 – 2004 z databáze MiDi, kterou spravuje pro účely výpočtu finančního účtu platební bilance a mezinárodní investiční pozice Německa Deutsche Bundesbank.

Zaměření na rizika spojená s přílivem přímých zahraničních investic není v současné literatuře zcela obvyklé. Dosavadní teoretický i empirický výzkum se primárně zabývá diskuzí a kvantifikací pozitivních efektů PZI na výkon lokální ekonomiky včetně efektů nepřímých, tj. dopadů na domácí firmy zejména v rámci dodavatelsko-odběratelských vztahů (tzv. spillovers). Dostupná evidence naznačuje silné přímé pozitivní efekty na investiční aktivitu, zaměstnanost, exportní výkonnost a růst domácího produktu (Jones a Wren 2006). Existenci nepřímých efektů z PZI v nových členských zemích EU včetně ČR potvrzují některé studie i dostupná anekdotická evidence (Javorčík 2004; Torlak 2004; Geršl et al. 2007).

Přímé zahraniční investice však mohou přinášet do ekonomiky i určitá rizika. Posílená orientace na export díky PZI zvyšuje závislost lokální ekonomiky na vnějším prostředí, případně též na globálním vývoji v sektorech, ve kterých investoři působí, což může zvýšit volatilitu výkonu celé ekonomiky (Bergin et al. 2006). Vedle dalších makroekonomických rizik, jako je deficit běžného účtu daný transfery zisků zahraničně vlastněných firem a s tím související vliv na měnový kurz, mohou PZI i nepřímo ovlivnit finanční stabilitu, a to především ve dvou oblastech.

Za prvé, sklon zahraničních firem získávat finance na svůj provoz v rámci skupiny, nikoli od lokálních bank, může snižovat poptávku po úvěrech na lokálním trhu od velkých zahraničně vlastněných firem. To zpomaluje rozvoj domácího finančního sektoru. Na takový vývoj mohou navíc banky reagovat přesunem k více rizikovým malým a středním domácím podnikům, které často slouží jako dodavatelé zahraničních firem. To může zvyšovat kreditní riziko v úvěrových portfoliích lokálních bank.¹⁴¹

Za druhé, silná závislost ekonomiky na výkonu zahraničních firem, které vznikly v rámci relokace výroby do zemí s nižšími mzdovými náklady, vzbuzuje obavu ohledně dopadu možného odlivu těchto investic do zemí, kde jsou mzdové a další náklady ještě nižší. Dostupná evidence naznačuje, že zahraniční investice může procházet určitým životním cyklem, v jehož závěru se může stát pro investora optimálním řešením investici zlikvidovat či přesunout. To by mohlo mít nepříznivý dopad na výkon domácí ekonomiky a zprostředkovaně tak i na finanční sektor. Možné negativní přímé efekty odlivu PZI mohou být prohloubeny i existujícími vazbami na domácí dodavatele, kteří další relokací zahraniční firmy mohou ztratit svého významného odběratele. V takovém případě by pak mohlo dojít i ke

¹⁴¹ Lokálními bankami rozumíme domácí banky, které samozřejmě mohou být ve velké míře vlastněny zahraničními institucemi, jako tomu je např. v ČR. I v tomto případě nás dopad na domácí banky zajímá, a to nejen kvůli jejich roli ve finančním zprostředkování v domácí ekonomice, ale i z důvodu dohledu nad domácím bankovním sektorem.

zvýšení počtu bankrotů u domácích firem a problémům v bankovních úvěrových portfoliích, multiplikovaných zvýšeným zaměřením bank na malé a střední domácí firmy.

Struktura článku je následující: v části 2 článek popisuje charakteristiky německých přímých zahraničních investic. Část 3 se pak zabývá rolí vnitroskupinového financování podniků pod zahraniční kontrolou a shrnuje nejdůležitější poznatky z empirické analýzy. Část 4 analyzuje životní cyklus přímých zahraničních investic. Část 5 uzavírá článek shrnutím výsledků.

2. PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE Z NĚMECKA: EVIDENCE Z PODNIKOVÝCH DAT

Německo patří mezi největší investory v ČR. Ke konci roku 2005 byl podíl Německa na stavu přímých zahraničních investic cca 20 % (druhý největší investor za Nizozemskem s 29 %), nicméně řada německých společností investovala v ČR nepřímo přes třetí společnosti registrované např. v Nizozemsku. V tomto článku se zaměřujeme pouze na podniky nefinanční (tj. nejsou zahrnuty investice do bank, pojišťoven a ostatních finančních zprostředkovatelů, kde německé společnosti jsou taktéž aktivní). V nefinančním sektoru byl ke konci roku 2005 podíl Německa na stavu PZI zhruba 24 %, opět za Nizozemskem s cca 32 %.¹⁴²

Databáze Deutsche Bundesbank MiDi obsahuje veškeré přímé zahraniční investice německých společností do ČR podle standardní definice (podíl na kapitálu společnosti 10 % a více), včetně těch držených nepřímo.¹⁴³ Evidovány jsou však jen ty PZI, kde bilanční suma společnosti v ČR je vyšší než 3 mil. EUR.¹⁴⁴ Jedná se o unikátní databázi, která obsahuje na podnikové úrovni informace o výkonu, aktivech i pasivech dceřiných společností německých podniků v zahraničí, včetně informací o vzájemných finančních vztazích mezi majetkově propojenými společnostmi.¹⁴⁵ I když se využitím pouze dílčího vzorku přímých zahraničních investic (tedy s německým investorem) omezuje vypovídací schopnost výsledků analýzy pro celý sektor zahraničních firem působících v ČR, relevance Německa ve stavu přímých zahraničních investic dovoluje do jisté míry zobecnit dosažené výsledky pro celou ekonomiku.

Koncem roku 2004 bylo v databázi MiDi evidováno 718 českých nefinančních firem s německým přímým zahraničním investorem, z nichž zhruba 50 % bylo činných ve zpracovatelském průmyslu, 25 % v obchodnictví a cca 20 % v dopravě, spojích a službách.¹⁴⁶ Tabulka 1 ukazuje relevanci firem s přímým zahraničním investorem z Německa v porovnání s agregátními ukazateli za podnikový sektor v ČR.¹⁴⁷ Podniky s německým investorem na konci roku 2004 obhospodařovaly zhruba 25 % aktiv celého nefinančního sektoru v ČR, přičemž jejich podíl na celkovém obrátu byl zhruba 20 % a na zaměstnanosti méně než 15 %. Relevance německých investic je různá pro různá odvětví hospodářské činnosti, vysoký podíl mají německé firmy zejména ve zpracovatelském průmyslu, výrobě a rozvodu elektřiny, plynu a vody, obchodu a některých službách. Odvětvová struktura zahraničních investic může do jisté míry předurčit, jak vysoké může být případné riziko odlivu investic. V odvětvích, kde pro příchod investora převažovala motivace získat podíl na trhu (služby, energetika, obchod), je riziko odlivu menší než v odvětvích, kde hlavní motivací bylo využít nízké mzdové náklady v ČR (zpracovatelský průmysl).

¹⁴² Data za rok 2006 ještě nebyla v době přípravy tohoto článku k dispozici.

¹⁴³ Pro popis databáze Deutsche Bundesbank MiDi (Microdatabase Direct Investment) viz Lipponer (2006). Výhodou databáze MiDi je, že zahrnuje podniky vlastněné německým podnikem nepřímo, např. přes holdingy či jiné společnosti založené např. z daňových důvodů ve třetích zemích jako je Nizozemsko apod. Nutnou podmínkou pro evidenci nepřímo držených přímých zahraničních investic je, aby německý vlastník majoritně ovládal zprostředkovanou společnost. Pokud by se jednalo o zprostředkované držení investice přes dva prostředníky, bude investice evidována v databázi pouze pokud první (majoritně ovládaný) prostředník 100% vlastní druhého prostředníka. Databáze obsahuje i data o přímých zahraničních investicích do Německa.

¹⁴⁴ Tato hranice platí od roku 2002, v předchozích letech se často měnila. Např. v letech 1999 až 2001 bylo nutno hlásit veškeré investice, kde bilanční suma podniku v zahraničí byla vyšší než jeden milion DEM (v případě majoritně ovládaných společností), případně 10 milionů DEM (v případě investic s podílem na kapitálu od 10 % do méně než 50 %). Z tohoto důvodu nelze jednoduše sledovat vývoj agregovaných dat za veškeré investice v čase.

¹⁴⁵ Individuální data jsou chráněna a nesmí být zveřejňována. Výzkumníkům a expertům pracujícím v Deutsche Bundesbank s touto databází je dovoleno – po předchozím souhlasu Deutsche Bundesbank – publikovat pouze agregovaná data a výsledky analýz takovým způsobem, aby nebylo možné individuální údaje dopočítat.

¹⁴⁶ Rok 2004 je zatím posledním rokem dostupných dat, data za rok 2005 budou v databázi MiDi k dispozici až v druhé polovině roku 2007.

¹⁴⁷ Data za podnikový sektor ČR jsou publikována ČSÚ a zahrnují pouze podniky se 100 a více zaměstnanci, takže Tabulka 1 relevanci německých firem mírně nadhodnocuje. To je vidět např. u odvětví Služby, kde pravděpodobně působí řada menších podniků. Na druhou stranu hranice pro evidenci investice v MiDi (celková aktiva nejméně 3 mil. EUR) toto zkreslení mírně napravuje, neboť v databázi MiDi tak budou taktéž spíše velké podniky.

Tab. 1 – Relevance firem s německým přímým zahraničním investorem v českém podnikovém sektoru
(podniky z MiDi v % podniků se 100 a více zaměstnanci z ČSÚ)

	Aktiva	Obrat	Zaměstnanost
Těžba nerostných surovin	4,5	3,3	2,2
Zpracovatelský průmysl	24,4	24,5	18,4
Výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody	29,1	24,9	22,0
Stavebnictví	6,6	6,6	5,5
Obchod a opravy	29,6	28,9	24,8
Doprava a spoje	7,9	5,2	4,0
Služby*	92,6	32,0	4,8
Nefinanční podnikový sektor celkem	23,4	21,9	13,8

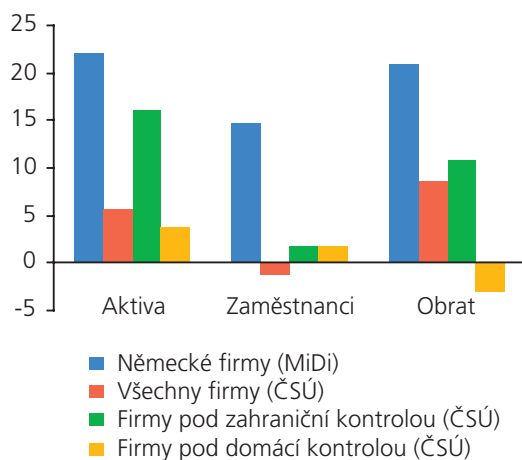
Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

* vysoké číslo u podílu německých firem na aktivech v sektoru služeb je dáno zahrnutím pouze velkých podniků (100 a více zaměstnanců) z databáze ČSÚ, přičemž v tomto odvětví působí pravděpodobně velké množství menších firem.

Graf 1 ukazuje průměrný roční růst ukazatelů velikosti firem s německým investorem mezi roky 2000 a 2004 ve srovnání s vývojem podniků v ČR se 100 a více zaměstnanci ve členění na všechny podniky, podniky pod zahraniční kontrolou a podniky pod domácí kontrolou (včetně veřejných). Obecně docházelo v období po roce 2000 ke zvýšení průměrných ukazatelů velikosti i výkonu firem s německým vlastníkem, a to ve vyšším tempu než u ostatních skupin podniků. To mohlo být způsobeno jak organickým růstem a zlepšující se finanční a ekonomickou situací existujících podniků s německým investorem, tak i odchodem špatných a příchodem nových, větších a výkonnějších firem. Část vývoje lze vysvětlit i privatizací některých velkých českých společností německým firmám (např. Transgas) v tomto období.¹⁴⁸ Graf 2 pak ukazuje, že firmy s německým vlastníkem zvýšily svou ziskovost v podobném rozsahu jako celkový vzorek větších firem v ČR, stále však nedosahují průměrných hodnot ziskovosti firem pod zahraniční kontrolou. Růst firem s německým investorem a zlepšování jejich ziskovosti naznačuje, že se tyto firmy zatím nacházejí v rostoucí fázi životního cyklu a jejich případná likvidace je tak hodnocena jako málo pravděpodobná (viz též část 4 tohoto článku).

Graf 1 – Roční růst výkonových ukazatelů firem v období 2000–2004

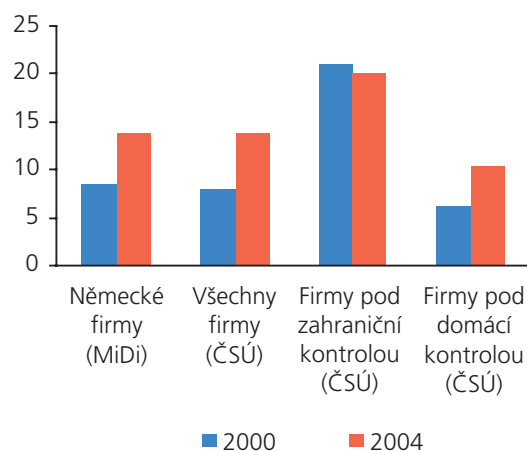
(průměrný roční růst ukazatelů, v %)



Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

Graf 2 – Vývoj ziskovosti (RoE) v letech 2000 a 2004

(RoE = rentabilita vlastního jmění, v %)



Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

¹⁴⁸ Zvýšení průměrné velikosti firem mohlo být též způsobeno změnou hraniční hodnoty aktiv pro evidenci PZI v databázi MiDi, která se v roce 2002 zvýšila více než dvakrát.

3. VNITROSKUPINOVÉ FINANCOVÁNÍ A JEHO DETERMINANTY

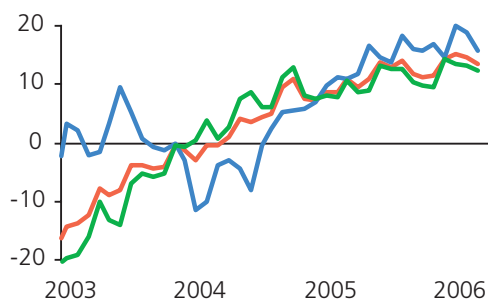
Jednou z obav, které silný příliv přímých zahraničních investic vzbuzuje, je nepřímý dopad na finanční sektor příjemce investic. Pokud má zahraničně vlastněná firma jednodušší přístup k financím na svůj provoz i investice od své mateřské společnosti v zahraničí, bude efektivně snižovat poptávku po úvěrech od lokálních bank a pro svůj rozvoj a financování investic bude používat zdroje poskytnuté zahraničním vlastníkem ve formě kapitálu nebo úvěru. Efekt snížené poptávky po bankovních úvěrech bude pravděpodobně vyšší v případech privatizace či převzetí domácí firmy zahraniční institucí než v případě nových investic, v obou případech však může docházet k určitému oslabení závislosti poptávky po úvěrech na růstu ekonomické aktivity. Banky mohou na oslabenou poptávku reagovat přesunem nabídky směrem k menším domácím podnikům, což však může zvyšovat kreditní riziko jejich úvěrových portfolií.

Vyšší efektivita, ziskovost i zájem stabilního zahraničního vlastníka však dávají podnikům pod zahraniční kontrolou určitou výhodu při získávání externího financování od bank, neboť tyto typy společností patří mezi nejméně rizikové dlužníky. Zejména v pozdější fázi investice, kdy podnik již má určitou historii, dosahuje zisku a má k dispozici dostatečný majetek pro zástavu, tedy může dojít ke zvýšení poptávky po úvěrech a i celkového zadlužení společnosti, případně k substituci vnitroskupinových financí bankovním úvěrem (viz též část 4 tohoto článku).

Motivací k podrobnější analýze financování podniků pod zahraniční kontrolou bylo určité snížení dynamiky růstu úvěrů v porovnání s podniky pod domácí kontrolou ve fázi oživení ekonomiky kolem let 2003 – 2004 (viz Graf 3). Graf 4 ukazuje, že zadlužení firem s německým investorem bylo v průměru vyšší než zadlužení všech firem v ČR se 100 a více zaměstnanci. Podstatnou část zadlužení pak tvořil vnitroskupinový úvěr (kolem 40 % celkového zadlužení v roce 2004), přičemž jak zadlužení, tak podíl vnitroskupinových závazků na zadlužení se v čase snižoval.

Graf 3 – Růst úvěrů nefinančním podnikům

(meziroční růst v %)

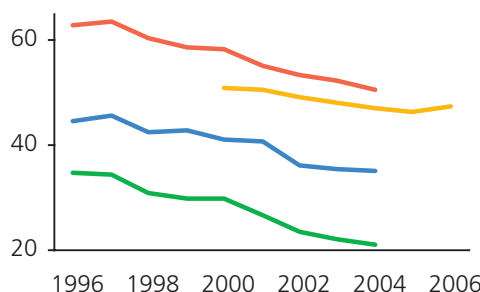


- Nefinanční podniky celkem
- Nefinanční podniky pod zahraniční kontrolou
- Nefinanční podniky pod domácí kontrolou

Pramen: ČNB

Graf 4 – Vývoj celkového zadlužení a vnitroskupinového financování

(zadlužení jako podíl závazků na celkových pasivech, v %)



- Zadlužení německých firem v ČR (MiDi)
- Vnitroskupinový úvěr (podíl na závazcích, MiDi)
- Vnitroskupinový úvěr (podíl na investici, MiDi)
- Zadlužení (podniky 100 a více zaměstnanců, ČSÚ)

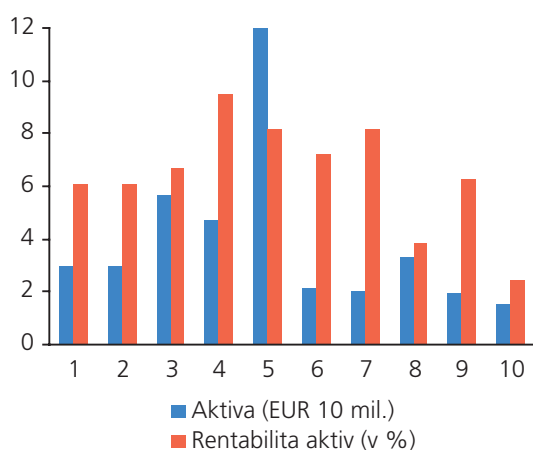
Pramen: ČSÚ, Deutsche Bundesbank

Míra vnitroskupinového financování může záviset na mnoha faktorech. Některé z determinantů mohou být spojené s charakteristikami podniku a nemusí se během trvání investice měnit (strategie financování, vliv mateřské společnosti), zatímco jiné jsou spojené s životním cyklem investice, takže optimální míra využití financí od mateřské společnosti se může v čase měnit. Svůj vliv zajisté hrají i faktory na straně nabídky externího financování, např. klientské úrokové sazby nebo konkurence na bankovním trhu.

Graf 5 ukazuje, že podniky s vyšším podílem vnitroskupinového financování jsou v průměru menší (nižší aktiva) a mají i v průměru nižší ziskovost (měřenou rentabilitou aktiv), i když vliv ziskovosti není zcela lineární. Menší podniky se mohou více spoléhat na financování od mateřské společnosti, neboť jejich menší velikost je může znevýhodňovat na úvěrovém trhu (chybějící fixní aktiva jako možná zástava). Na druhou stranu však může Graf 5 zachycovat podniky v různé fázi životního cyklu investice. Podniky v počáteční fázi, tj. menší a s nižší ziskovostí, využívají úvěrových zdrojů od mateřské společnosti, zatímco podniky v pozdější fázi jsou již větší a generují zisky,

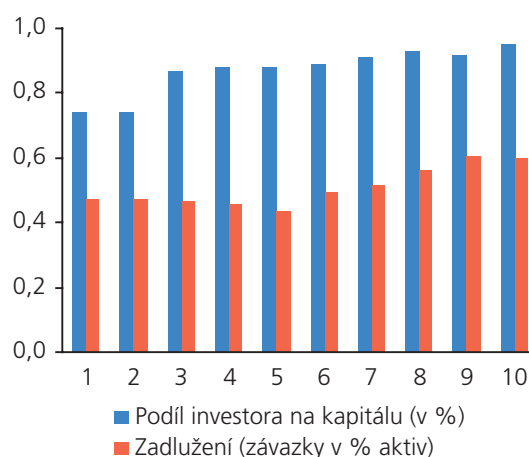
přičemž finance na svůj další provoz získávají spíše od lokálních bank. Graf 6 ukazuje dvě další možné determinanty míry vnitroskupinového financování, a to podíl investora na kapitálu podniku a celkové zadlužení podniku. Podniky s vyšší mírou podílu investora na kapitálu mají v průměru vyšší využití vnitroskupinových financí. To potvrzuje hypotézu, že finance od mateřské společnosti jako nástroj financování je využíván především v případě, kdy mateřská společnost má vysoký stupeň kontroly nad svou investicí. Další důležitou determinantou je celkové zadlužení společnosti: podniky s vyšším zadlužením ve větší míře využívají financí od mateřské společnosti. To může opět souviset s životním cyklem investice, kdy podnik v počáteční fázi svého rozvoje je více zadlužen, ale zdroje na rozvoj získává spíše od přímého zahraničního investora než od lokálních bank. Problematice životního cyklu investice se podrobně věnuje následující část článku.

Graf 5 – Determinanty míry vnitroskupinového financování
(průměrné hodnoty v decilech rozdělení míry vnitroskupinového financování, 2004)



Pramen: Deutsche Bundesbank

Graf 6 – Determinanty míry vnitroskupinového financování II
(průměrné hodnoty v decilech rozdělení míry vnitroskupinového financování, 2004)



Pramen: Deutsche Bundesbank

4. ŽIVOTNÍ CYKLUS PŘÍMÉ ZAHRANIČNÍ INVESTICE

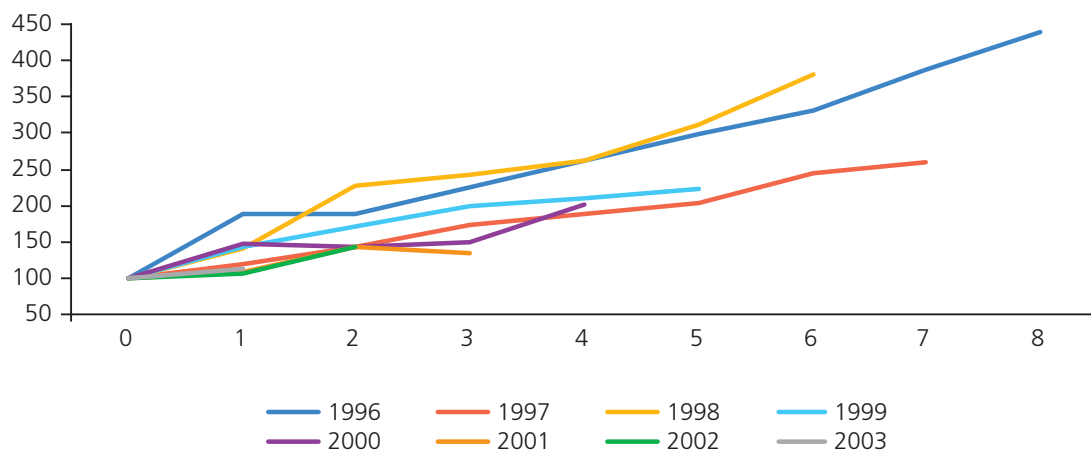
Vývoj finančních ukazatelů podniků pod zahraniční kontrolou v rámci přímých zahraničních investic popsany v částech 1 a 2 byl analyzován pomocí srovnání průměrů podniků existujících v daných letech. Změny v ziskovosti či financování tak mohly být způsobeny vstupem či odchodem některých investorů, a nepostihují tak typický vývoj průměrné přímé zahraniční investice. Ani porovnání míry ziskovosti a jiných finančních ukazatelů německých investic s ukazateli za podniky pod domácí kontrolou není zcela průkazné, neboť vyšší ziskovost zahraničních podniků může být zapříčiněna tím, že v případě akvizic vstupovali zahraniční investoři do ziskovějších společností (tzv. cherry picking).

V této části článku jsou průměrné hodnoty finančních ukazatelů podniků konstruovány vždy pro stejný vzorek firem v průběhu několika let. Z databáze MiDi byly vybrány ty společnosti, u kterých existuje záznam po celou dobu trvání investice. Vyřazeny byly také společnosti s komplikovanou strukturou vlastnických vztahů (tedy ty, u kterých má buď dceřiná společnost více vlastníků, nebo ty, u kterých jedna zahraniční společnost vlastní více společností českých).¹⁴⁹ Firmy pak byly členěny podle roku zahájení investice německého vlastníka v ČR.¹⁵⁰ Toto členění nám umožňuje zhodnotit vývoj vlastností investice v rámci tzv. životního cyklu investice.

¹⁴⁹ Především pro společnosti, kde jedna mateřská společnost vlastní více dceřiných společností, mohou být individuální data ovlivněna možným přesunem výroby a zisku mezi dcerami.

¹⁵⁰ Za rok zahájení investice zahraničního vlastníka je považován první rok existence firmy v databázi. Výjimkou jsou údaje pro firmy vstupující v roce 1996; tyto odrážejí všechny německé firmy, které provedly investici před rokem 1996 včetně (rok 1996 je prvním rokem databáze).

Graf 7 – Vývoj aktiv po investici
(nultý rok investice = 100, v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Po zahájení investice typicky dochází u podniků s německým vlastníkem k dalšímu růstu aktiv (Graf 7). Po 6 až 9 letech od zahájení zahraniční investice vzrostla aktiva zhruba dvakrát až čtyřikrát. Ke zvýšení aktiv dochází s různou intenzitou pro investice prakticky ze všech let, přičemž dodatečná investice do aktiv probíhá většinou v průběhu času relativně rovnoměrně. Z hlediska struktury růstu aktiv ve většině případů dominuje vliv růstu oběžných aktiv, následovaný nadprůměrným růstem hmotného a nehmotného investičního majetku. Finanční aktiva rostou relativně nejpomaleji.

Údaje o růstu aktiv tedy zatím nenaznačují, že by ve zkoumaném období docházelo k obratu v rámci investičního cyklu přímých zahraničních investic, když k růstu aktiv dochází i pro relativně staré investice (8 let a starší). Zatím tedy zřejmě nelze v krátkém až střednědobém horizontu očekávat nějaký výrazný odliv aktiv zahraničně kontrolovaných podniků a odliv PZI obecně.¹⁵¹

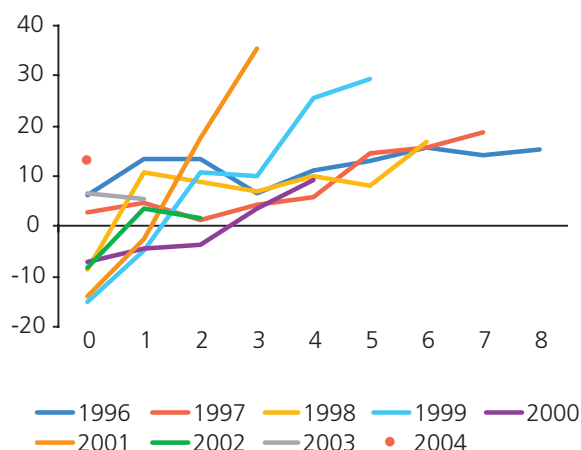
Vývoj rentability vlastního jmění (RoE, return on equity) v rámci jednotlivých skupin podniků dle roku zahájení investice (viz Graf 8) naznačuje, že ziskovost u zahraniční investice typicky prochází určitým cyklem. V případě akvizic domácích společností německým investorem by tento vývoj potvrzoval hypotézu, že vstup zahraničního vlastníka vedl v ČR ke zvýšení ziskovosti dceřiných společností.¹⁵² Mnohé investice tohoto typu byly koncipovány spíše jako restrukturalizační, kdy si investoři vybírali ztrátové společnosti s potenciálem dalšího růstu. U investic typu „green-field“ tento vývoj odráží vysoké počáteční náklady na rozjezd investice, spojený s vyššími odpisy investičního majetku a stále ještě nízkým obratem spojeným s postupným náběhem produkce. Graf 8 též ukazuje, že zvýšení ziskovosti bylo razantnější pro podniky, které na počátku investice vykazovaly poměrně vysoké ztráty (podniky z let 1999 a 2001).¹⁵³

¹⁵¹ Tento závěr je podmíněn poměrně dlouhou dobou od konce zkoumaného období a odvětvovou strukturou PZI. Dá se předpokládat, že investice motivované primárně nízkými mzdami zaměstnanců s nízkou úrovní lidského kapitálu se mohou přelévat poměrně rychle (viz též diskuse v části 2 a Tabulka 1). Podrobnější evidence o odvětvové struktuře investic do zpracovatelského průmyslu naznačuje, že německé PZI směřovaly v ČR spíše do výroby s vyšším podílem přidané hodnoty.

¹⁵² Databáze MiDi bohužel neobsahuje informaci, zda-li investice byla provedena formou akvizice již existující české společnosti nebo formou „greenfield investment“, tj. nově „na zelené louce“. Anekdotická evidence naznačuje, že v minulosti docházelo k oběma typům PZI.

¹⁵³ Vysoký nárůst rentability vlastního jmění u těchto společností je do určité míry dán také jejich nízkou počáteční úrovní vlastního jmění, která ve výpočtu rentability vystupuje ve jmenovateli. Při daném zlepšení absolutní úrovně zisku se toto projeví do rentability vlastního jmění mnohem razantněji prostřednictvím vysoké finanční páky.

Graf 8 – Vývoj ziskovosti (RoE) po zahraniční investici
(členěno podle prvního roku investice, v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Z porovnání je také zřejmé, že u některých společností dochází ve druhém až třetím roce po původní investici k určitému poklesu ziskovosti, který může reflektovat dodatečný rozvoj společnosti a z něj vyplývající vyšší investiční náklady. K tomuto poklesu dochází spíše u podniků s relativně vyšší počáteční ziskovostí. Z Grafu 8 je rovněž zřejmé, že v delším časovém horizontu po zahájení investice (6–8 let) se potenciál dalšího zvyšování ziskovosti poněkud vyčerpává, i když tato zůstává na relativně vysokých úrovních. Celkově lze tedy očekávat, že impuls ze strany existujících zahraničních investic do ziskovosti podniků bude pokračovat i v budoucnu, bude však v porovnání s minulostí poněkud slabší.

V případě investic, které proběhly formou akvizice české společnosti německým investorem, lze změny v ziskovosti vyplývající ze vstupu zahraničního partnera analyzovat pomocí rozložení rentability vlastního jmění do tří základních složek.¹⁵⁴ První složkou je změna rentability tržeb, která udává schopnost podniku generovat z daného objemu tržeb zisk. Role zahraničního investora zde tak spočívá v zavedení nových technologií, v racionalizaci výroby a ve zlepšení celkové produktivity práce. Další složkou je vliv zadluženosti. Pokud dojde ke zvýšení zadluženosti, posílí se tímto tzv. finanční páka, čímž se při dané rentabilitě aktiv zvýší RoE. Zahraniční vlastník zde tedy může přispět ke zvýšení RoE poskytnutím fondů, implicitní či explicitní zárukou za půjčky dceřiné společnosti či obecným zvýšením důvěryhodnosti dceřiné společnosti v očích věřitelů. Třetím kanálem zvyšování ziskovosti je snížení doby obratu aktiv, které vede k efektivnějšímu využívání aktiv společnosti pro generování tržeb. Zahraniční vlastník zde může přispět ke zvýšení ziskovosti buď získáním nových trhů a tím zvýšením tržeb, nebo efektivnějším využíváním stávajících aktiv (např. moderní metody řízení zásob, prodej nevyužitelného majetku apod.).

Jak je zřejmé z Tabulky 2, většinou bylo zvyšování RoE taženo zvyšováním rentability tržeb. Vliv zadluženosti byl (snad s výjimkou investic provedených v roce 1996) relativně nízký. V některých letech byl však poměrně významný pozitivní vliv snížení doby obratu aktiv (investice z let 1999 a 2000), který zřejmě souvisel především s růstem tržeb těchto podniků. Nárůst doby obratu aktiv pro investice z let 1996 a 1998, který přispíval k celkové ziskovosti negativně, je možné vysvětlit dodatečnými investicemi těchto společností, které ještě nestačily dostatečně generovat tržby.

Kromě růstu aktiv a ziskovosti v rámci životního cyklu investice byla analyzována také struktura pasivní strany bilancí dceřiných společností německých investorů v ČR. Podíl zahraniční společnosti na vlastním jmění ovládané

Tab. 2 – Rozložení změny RoE do tří let po investici

	Celková změna RoE	Příspěvek v procentních bodech			
		rentability tržeb	finanční páky	doby obratu aktiv	reziduum-kombin. vliv
1996	0,1	1,1	1,3	-1,5	-0,7
1997	1,6	2,6	-0,6	0,1	-0,4
1998	15,6	16,3	-0,1	-1,9	1,3
1999	25,0	41,5	-11,3	67,6	-72,8
2000	10,9	8,4	0,6	3,7	-1,8
2001	49,1	22,5	3,5	0,9	22,4

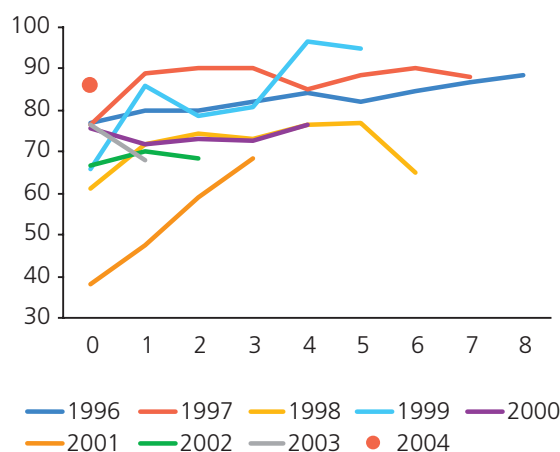
Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

¹⁵⁴ Platí vztah
$$RoE = \frac{zisk}{VJM} = \frac{zisk}{tržby} \cdot \frac{tržby}{aktiva} = \frac{aktiva}{VJM} = (rentabilita\ tržeb) \cdot \frac{360}{DOA} \cdot \frac{1}{1 - zadlužení}$$

Změna RoE lze tedy aproximovat změnou rentability tržeb, změnou převrácené hodnoty doby obratu aktiv a procentní změnou převrácené hodnoty podílu vlastního jmění na aktivech. Tato aproximace není zcela přesná, přičemž „reziduum“ v Tabulce 2 odráží chybu tohoto odhadu.

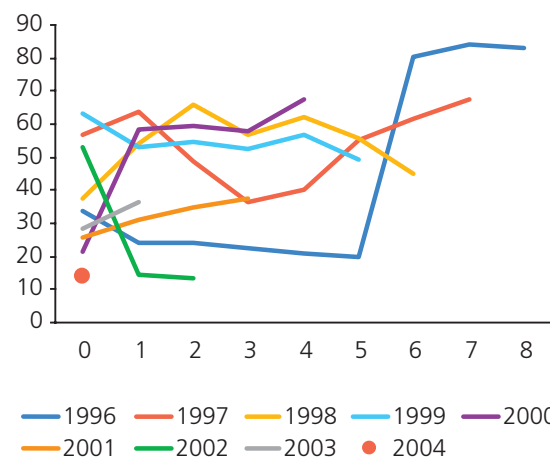
společnosti¹⁵⁵ ve většině případů do tří let po zahájení investice spíše rostl s tím, jak zahraniční společnosti zvyšovaly svůj vliv na své dceřiné společnosti (viz Graf 9).¹⁵⁶ V horizontu 5 až 7 let po zahájení investice dochází u některých společností k dílčímu poklesu podílu německého vlastníka na vlastním jmění, což by mohlo odrážet počátek odlivu zisku do Německa.

Graf 9 – Podíl mateřské společnosti na vlastním jmění ovládané firmy
(v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Graf 10 – Podíl dluhu vůči mateřské společnosti k dluhu celkem
(v %)



Pramen: Deutsche Bundesbank, vlastní výpočty

Ve většině případů docházelo v průběhu trvání jednotlivých investic německých investorů k poklesu zadluženosti dceřiné společnosti. I v rámci cizích zdrojů dceřiné společnosti se nicméně vyskytují půjčky od matky (které jsou rovněž součástí statistiky PZI). Jak je vidět z Grafu 10, pro mnohé společnosti se podíl půjček od mateřské společnosti na celkových cizích zdrojích zvyšoval. Pro případ investice formou akvizice tak mohlo docházet k určitému vytlačování bankovních úvěrů půjčkami od mateřské zahraniční společnosti (viz též část 3 tohoto článku).¹⁵⁷

Tento vývoj mohl být zapříčiněn například tím, že mateřská společnost hledala umístění svých volných zdrojů, či tím, že si mateřská společnost půjčila ve své domácí ekonomice a část úvěru převedla do ČR. Zde se mohl projevit nižší úrok z úvěru mateřské společnosti s vyšší kredibilitou a delší úvěrovou historií či úspory z rozsahu pro relativně vysoký úvěr. V některých případech však v poslední době dochází k poklesu tohoto podílu při nezměněné úrovni zadlužení, což by mohlo naznačovat zvýšení efektivity českého úvěrového trhu či zlepšení situace dceřiných společností, které již přímou finanční výpomoc od mateřské společnosti nepotřebují. Pozitivně se zde projevuje i makroekonomická stabilita v České republice a velmi nízké úrokové sazby, které se v současné době pohybují dokonce pod úrovní sazeb v Eurozóně a které motivují dceřiné společnosti zahraničních firem využívat ve větší míře financování od lokálních bank.

¹⁵⁵ Tedy podíl mateřské společnosti na kapitálu plus podíl na nerozděleném zisku minulých let, na zisku běžného účetního období a na kapitálových fondech.

¹⁵⁶ Toto zvyšování podílu bylo zčásti dobrovolné, částečně se zde mohl projevit vliv povinných nabídek na odkup společnosti pro společnosti obchodované na burze. Analýze efektivity kapitálového trhu při nabídkách převzetí se věnuje článek Nabídky převzetí a efektivity kapitálového trhu v tematické části této zprávy.

¹⁵⁷ Je zde však obtížné odlišit mezi tím, zda je zvýšený podíl půjček od mateřské společnosti spíše důsledkem komplikovaného přístupu dceřiných společností k úvěrům (tzv. blokáce úvěrů), nebo zda dochází k „vytlačování“ bankovních úvěrů od domácích bank půjčkami od mateřské společnosti i v situaci, kdy by banky úvěr ochotně poskytly. Dá se předpokládat, že první důvod dominoval v prvních fázích zahraničních investic, kdy přímé zahraniční investice výrazně přispěly k odstranění nedokonalostí trhu a vytvářely cenovou alternativu bankovního financování. V současnosti bude již tato motivace poněkud slabší.

5. ZÁVĚR

Výsledky analýzy potvrzují hypotézu, že v případě PZI formou akvizice české společnosti vedl vstup zahraničního vlastníka ke zlepšení ziskovosti domácí společnosti, především prostřednictvím zvýšení schopnosti dceřiné firmy generovat zisk z daného objemu tržeb. U některých společností se pozitivně projevil i pokles doby obratu aktiv, který zřejmě odráží růst zakázek, které přinesl zahraniční investor.

Společnosti pod zahraniční kontrolou obecně nečelí problému nedostatku finančních zdrojů pro financování rozvoje společnosti a růstu aktiv. V rámci financování růstu firem hrálo významnou roli vnitropodnikové financování, tj. úvěr poskytnutý mateřskou společností dceřiné společnosti v ČR. Do určité míry se tak potvrdila hypotéza, že v minulosti docházelo k částečnému vytlačování půjček od domácích bank půjčkami od zahraničních vlastníků. Směr kauzality však nemusí být zřejmý, neboť financování od zahraničního vlastníka formou úvěru mohlo být ovládanou firmou poptáváno v reakci na nedostatečnou nabídku financování od lokálních bank.

I když existují určité náznaky toho, že by životní cyklus německých zahraničních investic do ČR mohl dospět do pozdějších stádií, prozatím nejsou tyto vlivy dostatečně průkazné. Riziko likvidace přímých zahraničních investic se tak jeví jako poměrně malé.

LITERATURA

Bergin, Paul R. – Feenstra, Robert C. – Hanson, Gordon H. (2006): *Outsourcing and volatility*, University of California at Davis, mimeo

Geršl, A., Rubene, I., Zumer, T. (2007): *Foreign direct investment and productivity spillovers in the CEE countries*, 5th Emerging Market Workshop 2007, Conference Volume, Oesterreichische Nationalbank, Vienna (v publikaci)

Javorcik, B. S. (2004): *Does Foreign Direct Investment Increase Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages*, American Economic Review 94 (3), str. 605–627

Jones, J., Wren, C. (2006): *Foreign Direct Investment and the Regional Economy*, Ashgate Publishing, Aldershot

Lipponer, A. (2006): *Microdatabase Direct Investment – MiDi: A Brief Guide*, Deutsche Bundesbank

Torlak, E. (2004): *Foreign Direct Investment, Technology Transfer, and Productivity Growth in Transition Countries: Empirical Evidence from Panel Data*, Georg-August-Universität Göttingen Discussion Paper No. 26