

# VLIV INSTITUCIONÁLNÍHO SEKTORU NA VÝVOJ VYBRANÝCH UKAZATELŮ

## INSTITUTIONAL SECTOR AND ITS INFLUENCE ON THE DEVELOPMENT OF SELECTED INDICATOR

**Michaela Roubíčková**

***Abstract:** This article aims to analyze and evaluate the potential impact of inflows of foreign capital and membership in the institutional sector in the development of profitability and corporate debt from the construction industry. There are compared the development of enterprises with foreign owned and domestic companies from early 2007 until mid-2011. This interval was chosen because of efforts to maintain continuity and comparability of data (the data are analyzed according to the methodology of classification CZ- NACE) in order to capture the development of the financial situation of enterprises in selected sector before and during the crisis period. The selected industry has become construction industry, just for two reasons. First, clearly this is a sector with a higher degree of cyclical developments, and second it has an impact on a number of important macroeconomic indicators. Data for the industry are then compared with data representing the GDP in order to assess whether some foreign-owned sector responds to the development of stronger business cycle or, conversely, whether they are sensitive companies that have home owner.*

**Keywords:** Institutional sector, Foreign investor, Foreign direct investment, Profitability, Indebtedness.

**JEL Classification:** F21, F23.

### Úvod

Cílem článku bylo analyzovat a vyhodnotit případný vliv institucionálního sektoru na vývoj rentability a zadluženosti podniků z odvětví stavebnictví, které v České republice obdobně jako v ostatních zemích EU patří mezi významná národohospodářská odvětví. V současné době (2012) vytváří přibližně 7 % hrubé přidané hodnoty a zaměstnává kolem 9 % osob pracujících v civilním sektoru. Stavebnictví je významným spotřebitelem energií, materiálu a výrobků. Stavebnictví bylo analyzováno jednak proto, že je obecně považováno za odvětví s vyšší mírou cyklického vývoje, jak uvádí například Czasaný a Macháčková [1], a dále pro svůj vliv na řadu makroekonomických ukazatelů. Na počátku roku 2010 se stavebnictví podílelo na tvorbě HDP zhruba 6,5 % a zaměstnávalo přibližně 450 tisíc lidí. Přičemž každý milion korun investovaný do stavebnictví vytváří potřebu 3,2 – 3,5 pracovních míst. Z analýz provedených společností Deloitte vyplynulo, že z každých 100 mil. Kč vložených do stavebních investic jsou generovány přínosy do veřejných rozpočtů ve výši zhruba 55,5 mil. Kč. Snižování investic do stavebnictví má naopak velmi negativní dopady do zaměstnanosti a souvisejících národohospodářských ukazatelů. Ztráta jednoho pracovního místa ve stavebnictví vyvolá ztrátu zaměstnání 2,2 – 2,5

pracovníků v ostatních přidružených odvětvích. Snížení stavebních investic o 10 mld. Kč může znamenat snížení přínosů veřejných rozpočtů až o 5,55 mld. Kč [10].

V rámci v tomto příspěvku provedené analýzy byla posuzována příslušnost podniků z odvětví stavebnictví k danému institucionálnímu sektoru. Institucionální sektor představuje soubor institucionálních jednotek, které jsou charakteristické podobným zaměřením a cíly a slouží k analýze tvorby a rozdělování důchodu. Sektory jsou dále rozdělovány na podsektory. V případě nefinančních podniků, o kterých pojednává tento článek, je toto členění prováděno v závislosti na subjektu, který je kontroluje a ovládá. Jsou proto rozlišovány podniky pod státní kontrolou, soukromé podniky pod domácí kontrolou a soukromé podniky pod zahraniční kontrolou. Rozdělení do jednotlivých podsektorů nelze sice provést zcela přesně, protože podsektory se v některých případech vzájemně prolínají a část podniků národního veřejného a soukromého sektoru může být vlastněna zahraničním vlastníkem, ale i tak má poměrně značnou vypořádací schopnost.

Vzhledem k tomu, že tento článek je zaměřen na porovnání ekonomických parametrů soukromých podniků pod domácí kontrolou a soukromých podniků pod zahraniční kontrolou (podniky pod státní kontrolou jsou z analýzy zcela vynechány), existuje zde jednoznačná souvislost s přímými zahraničními investicemi (FDI). Jak uvádí například Economic Survey of Europe [3], FDI jsou často považovány za důležitý katalyzátor ekonomické transformace transitivních ekonomik. Za přímou zahraniční investici je možné označit takovou, v níž zahraniční investor vlastní 10 a více procent akcií (podílu) nebo hlasovacích práv. Za součást přímé zahraniční investice je považován kromě podílu na základním kapitálu také reinvestovaný zisk a ostatní kapitál, jenž zahrnuje úvěrové vztahy se zahraničním investorem. Pokud tento podíl nepřesahuje 50 %, jsou podniky se zahraniční majetkovou účastí zahrnuty do veřejného nebo soukromého národního sektoru [7]. Zahraniční kontrola je tedy definována jako přímá nebo nepřímá (přes propojené subjekty) kontrola více než poloviny hlasovacích práv akcionářů nebo více než poloviny akcií. Kontrolující země je určena podle sídla vrcholné kontrolní institucionální jednotky. Tou je společnost, která již není dále sama kontrolována jinou institucionální jednotkou [5].

## 1 Formulace problematiky

Vlivem existence zahraničního vlastníka na vybrané ekonomické ukazatele se zabývala již řada studií. Většina z nich je však zaměřena na tržně nikoli bankovně orientované ekonomiky (zejména USA), kdy jedním ze sledovaných parametrů je tržní cena akcie či výše vyplacených dividend. Existují však i studie, které se zabývaly vlivem přímých zahraničních investic na rentabilitu společností. Například Wheeler [11] nebo Dworin [2] prokazovali, že zahraničním subjektem vlastněné dceřiné společnosti v USA vykazovaly nižší rentabilitu než společnosti domácí. Grubert, Goodspeed a Swenson [4] zase publikovali data, jež uváděla, že v roce 1987 rentabilita 37% všech nefinančních zahraničních společností spadala do intervalu -2.5% až +2.5%, zatímco z domácích do tohoto intervalu připadalo pouze 27%. Szanyi [8] udává, že u společností se zahraničním vlastníkem podnikajících v Maďarsku se zejména v prvních letech po investici vyskytovaly horší finanční výsledky než u společností domácích. Naproti tomu Thomas [9] uvádí, že dceřiné společnosti

operující sice v rizikovějším regionu, který má však růstový potenciál, mohou vykazovat vyšší rentabilitu než společnosti mateřské.

Cílem tohoto příspěvku však není porovnávat rentabilitu mateřské a dceřiné společnosti, ale obecně nefinančních společností se zahraničním a domácím vlastníkem operujících ve stavebnictví na území České republiky.

Stavebnictví má do značné míry národní a regionální charakter, je považováno za převážně národně soběstačné a jako odvětví je značně diverzifikované. Ale i přesto proudily v uplynulých letech do tohoto odvětví přímé zahraniční investice a vznikaly zde podniky se zahraničním majoritním vlastníkem. Přímé zahraniční investice jsou obecně tvořeny jednak vkladem zahraničního investora do základního kapitálu (ZK) domácích společností, dále pak reinvestovanými (RZ) společnostmi vygenerovanými zisky (nebo jejich částí) zpět do podnikatelské činnosti na domácím území a v neposlední řadě mezipodnikovými úvěry mezi zahraniční (mateřskou) společností a společností domácí (dceřinou). Reinvestovaný zisk je přitom na rozdíl od dvou zbývajících složek přímých zahraničních investic specifický tím, že neznamena skutečný příliv zahraničního kapitálu na devizový trh. Reinvestované zisky zahraničních společností jsou tedy údajem, který je obsažen v platební bilanci, který ale nemá vliv na devizový trh potažmo na kurz koruny. Většina údajů v platební bilanci zachycuje transakce mezi residenty země a zahraničními subjekty, v rámci nichž dochází ke směně domácí měny za měnu zahraniční. Takovéto transakce se pak odrazí na změnách poptávky a nabídky na devizovém trhu.

Zisk zahraniční společnosti může být buď formou dividendy repatriován zpět do mateřské společnosti anebo reinvestován v zemi domácí, a tím navýšena původní zahraniční investice do základního kapitálu. V obou případech je tato transakce zaznamenána jako náklad v položce bilance výnosů běžného účtu, ale pouze dividendy mají skutečný dopad na vnější nerovnováhu země, protože na devizovém trhu zvyšují poptávku po měně zahraničního investora. Reinvestované zisky zůstávají v domácí ekonomice a z důvodu podvojného principu zápisu položek platební bilance jsou zaznamenány jako příliv přímých zahraničních investic do země.

## **2 Metody**

V následujícím textu jsou stanoveny dvě hypotézy, které byly formulovány za předem definovaných předpokladů na základě obecně teoretických metod - zejména metody indukce. K jejich potvrzení či naopak vyvrácení byla použita analýza trendu jako základní tendence vývoje časové řady a korelační analýza s cílem prokázat vzájemný vztah mezi hypotézami definovanými jevy. Primárním cílem vztahové analýzy tedy bylo zjistit, zda vztahy mezi skupinami dat jsou závislé (korelačně) či nezávislé.

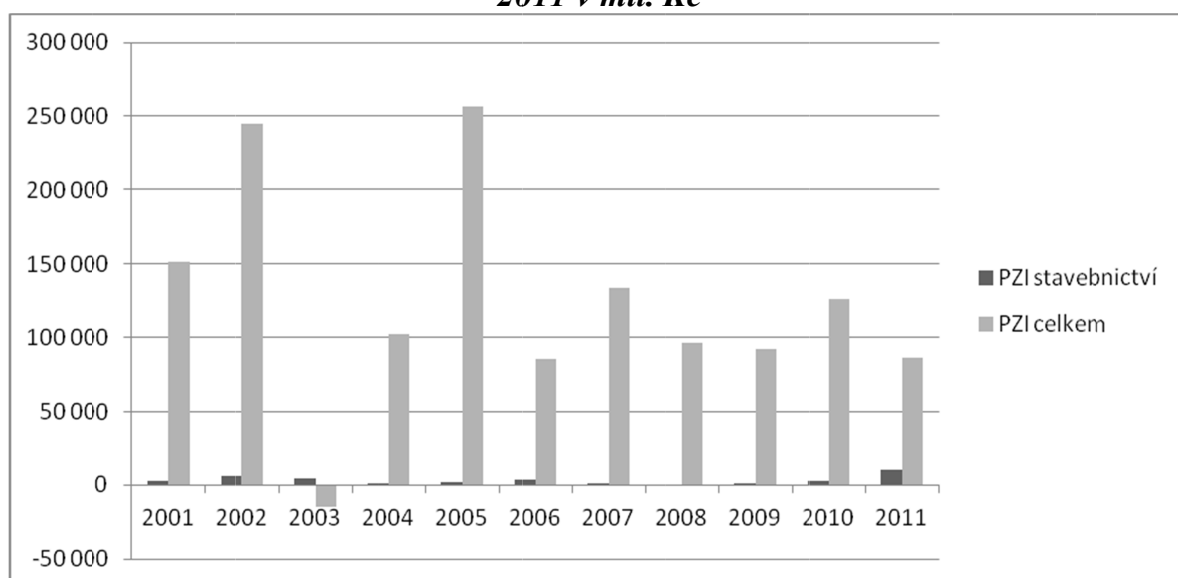
## **3 Rozbor problému**

Příliv přímých investic do české ekonomiky jako celku se v letech 1999-2002 zvyšoval každoročně v průměru zhruba o desetinu (i při relativně vysokých základních hodnotách z předchozího roku), když průměrný roční příliv v tomto období činil 225,9 mld. korun. Tyto úrovně znamenaly světový primát ČR v objemu přijatých investic na obyvatele. Reinvestované zisky pak narůstaly v uvedených letech

každoročně v průměru o 41 %. V roce 2003 však došlo k výraznému meziročnímu poklesu přímých zahraničních investic o 74 %, zatímco pokles objemu reinvestovaných zisků činil pouze 1,7 %. 2003 přímé investice dosáhly výše 72,9 mld. V roce 2005 došlo z tehdejšího pohledu k historicky nejvyššímu přílivu zahraničních investic do české ekonomiky s čistým saldem 279,2 mld. Kč – z toho kapitálové vstupy a reinvestované zisky dosáhly 262,5 mld. Kč, zbytek činily ostatní investice. Přímé zahraniční investice do ČR v roce 2006 byly meziročně nižší o 144,5 mld. Kč (tj. o 52 %). Kapitálové vstupy do českých podniků klesly o 148,8 mld. Kč. Zahraniční investoři však investovali zpět do podnikatelské činnosti na území České republiky zisky ve výši 82,1 mld. Kč, což představovalo o 4 mld. Kč více než v roce 2005.

Obr. 1. zobrazuje údaje za roky 2001 – 2011, přičemž jsou zde uvedeny celkové přímé zahraniční investice (PZI) do České republiky a PZI do podniků v odvětví stavebnictví.

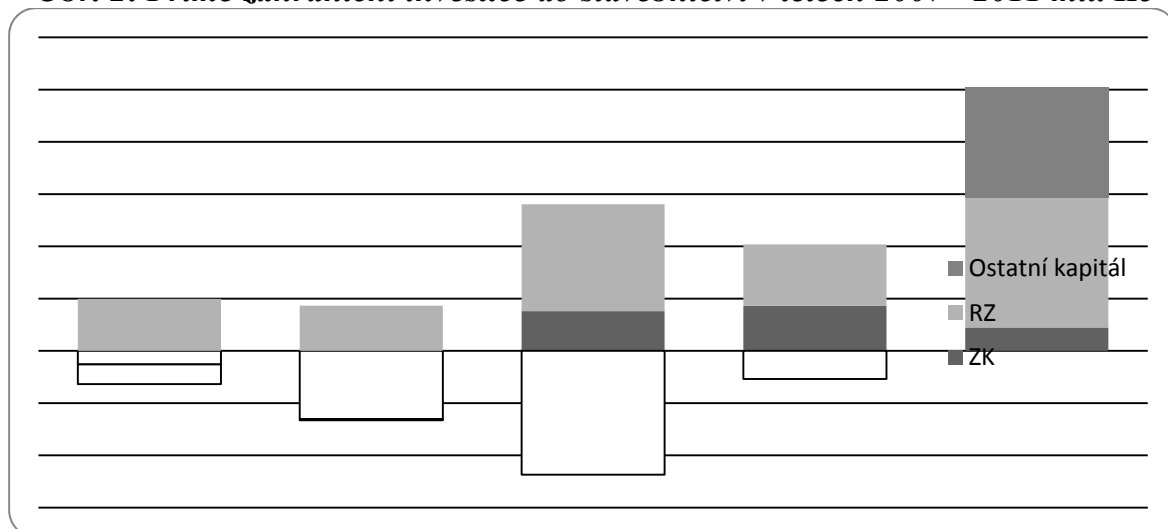
**Obr.1: Přímé zahraniční investice do ČR a do odvětví stavebnictví v letech 2001 – 2011 v mil. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování autora*

Korelační koeficient hodnot v jednotlivých letech je takřka roven 0, což znamená, že zde neexistoval žádný významný pozitivní či negativní vztah mezi přímými zahraničními investicemi celkem a těmi do stavebnictví. Z dlouhodobého hlediska je specifický rok 2011, kdy podíl PZI do stavebnictví činil téměř 12 %, zatímco v letech dřívějších 1 - 2 %. Přímé zahraniční investice do odvětví stavebnictví měly značně kolísavý charakter. Zatímco v roce 2007 dosáhly celkem 716 mil Kč, v roce 2008 to bylo -930 mil a v roce 2011 přes 10 mld. Jednotlivé součásti přímých zahraničních investic v letech 2007 - 2011 zobrazuje Obr. 2.

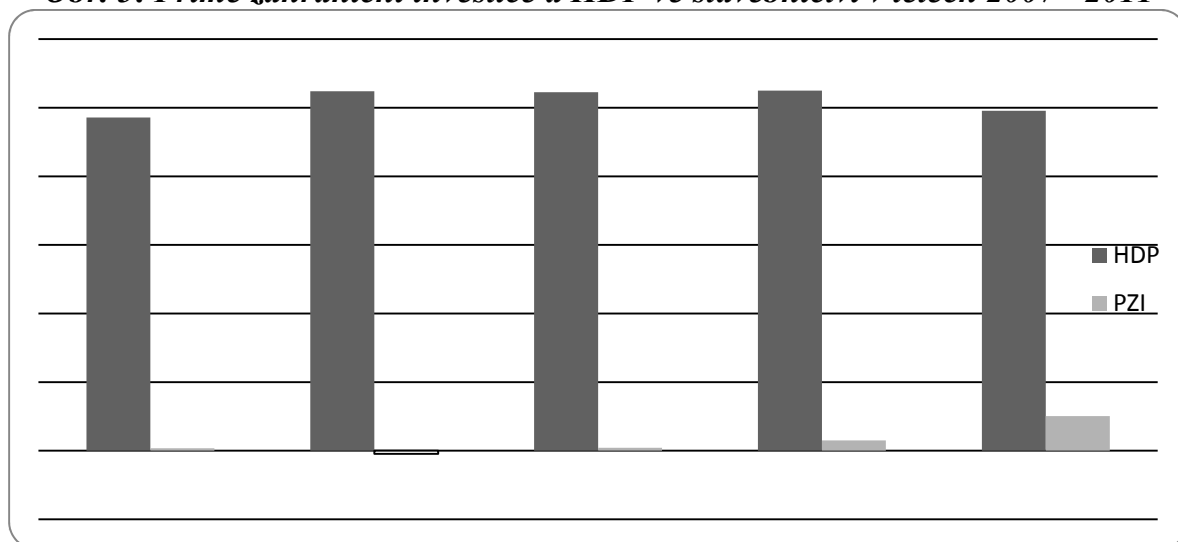
**Obr. 2: Přímé zahraniční investice do stavebnictví v letech 2007 - 2011 mil. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování autora*

Obr. 3 pak zobrazuje hodnoty hrubého domácího produktu vyprodukovaného ve stavebnictví a rovněž přímé zahraniční investice do tohoto odvětví. Vzájemný vztah těchto dvou veličin v uvedeném období nepotvrzuje představu, že příliv přímých zahraničních investic by měl znamenat nárůst HDP. Korelační koeficient -0,4 představuje sice střední závislost, ale v tomto případě negativní. Sledované období je sice poměrně krátké, ale například v roce 2011, kdy byly PZI na nejvyšší úrovni a oproti roku 2010 se zvýšilo více než 3x, HDP kleslo o téměř 6 %.

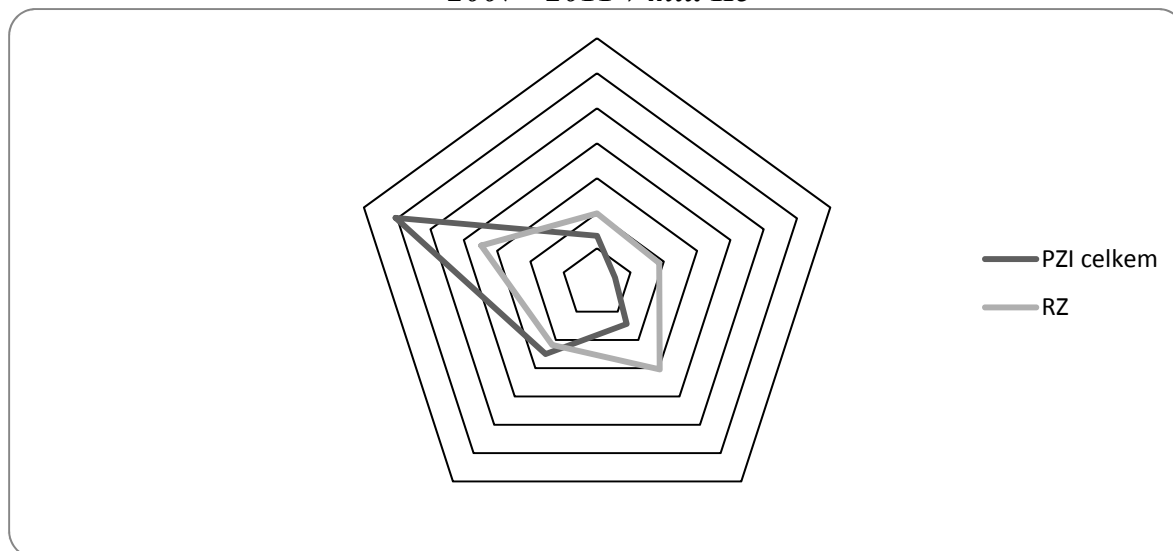
**Obr. 3: Přímé zahraniční investice a HDP ve stavebnictví v letech 2007 - 2011**



*Zdroj: vlastní zpracování autora*

V sektoru stavebnictví v letech 2007 - 2011 zahraniční investoři významným způsobem reinvestovali dosažené zisky místo, aby docházelo k jejich repatriaci do země vlastníka. Obr. 4 prezentuje skutečnost, že pouze v roce 2011 celkové PZI významně převýšily reinvestovaný zisk (tvořil necelých 50 % celkových PZI), v předchozích letech tomu tak nebylo a v roce 2008 tvořily RZ jedinou kladnou položku. Všechny ostatní složky PZI byly záporné.

**Obr. 4: Přímé zahraniční investice a reinvestované zisky ve stavebnictví v letech 2007 - 2011 v mil. Kč**



*Zdroj: vlastní zpracování autora*

#### **4 Diskuze**

Na základě výše uvedených dat byly formulovány následující 2 hypotézy:

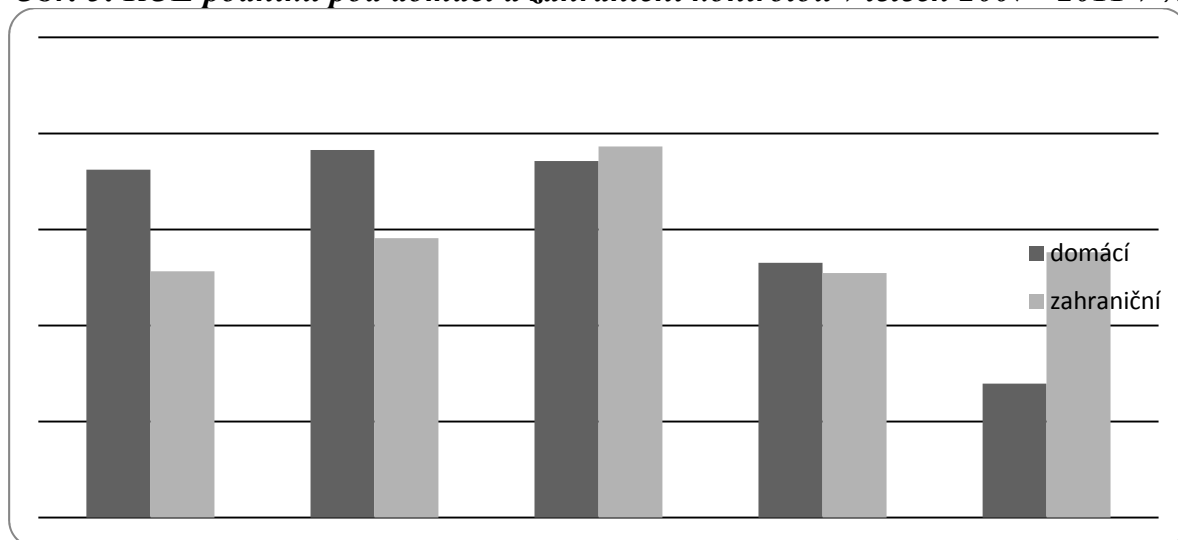
**HYPOTÉZA I:** Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) soukromých podniků pod zahraniční kontrolou bude dlouhodobě vyšší než soukromých podniků z domácí kontrolou.

**HYPOTÉZA II:** Podíl vlastního kapitálu k celkovým aktivům bude dlouhodobě nižší u podniků pod zahraniční kontrolou.

Hypotéza I vychází z předpokladu, že jestliže zahraniční subjekty reinvestují své zisky do stavebních podniků v České republice i přes to, že HDP za toto odvětví klesá, budou požadovat vyšší rentabilitu vlastního kapitálu. K vyšší rentabilitě mohou přispět nižší náklady na kapitál, které jsou obecně spojeny s vyšším podílem cizího kapitálu. Na tomto základě byla formulována Hypotéza II.

Obr. 5 zobrazuje vývoj rentability vlastního kapitálu (ROE) u obou sektorů, tedy u soukromých podniků pod domácí kontrolou (domácí) a soukromých podniků pod zahraniční kontrolou (zahraniční). Autoři se shodují na tom (uvádí například Růčková [6]), že z oblasti rentability je ve vztahu ke kapitálovému trhu nejzajímavější ukazatel rentability vlastního kapitálu, na něhož se soustřeďuje pozornost zejména akcionářů, společníků, ale i případných investorů. Z Obr. 5 je vidět, že pouze v letech 2009 a 2011 převyšuje ROE zahraničních podniků ROE domácích. Jedná se sice o roky, ve kterých došlo k největším reinvesticím zisků, ale pokud posoudíme vzájemný vztah ROE a PZI u zahraničních firem, existuje zde středně silná negativní korelace (-0,65), který svědčí o tom, že zvýšená reinvestice zisku nepřináší zahraničním subjektům úměrně tomu zvýšenou rentabilitu vlastního kapitálu.

**Obr. 5: ROE podniků pod domácí a zahraniční kontrolou v letech 2007 - 2011 v %**

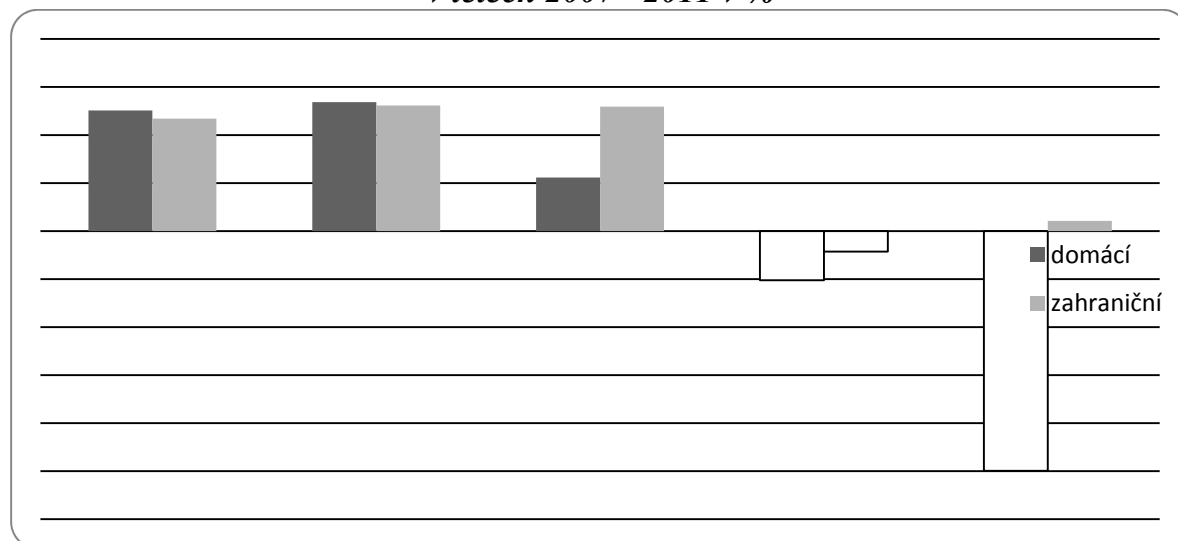


*Zdroj: vlastní zpracování autora*

Z výše uvedeného tedy vyplývá, že Hypotéza I se nepotvrdila. Soukromé podniky pod zahraniční kontrolou nemají dlouhodobě vyšší rentabilitu než soukromé podniky pod domácí kontrolou.

To, jak jsou tyto podniky efektivní pro svého vlastníka, je možné dokumentovat kromě ROE ještě ukazatelem spread. Ten představuje rozdíl mezi ROE a  $r_e$  - požadovanou (očekávanou) výnosností vlastního kapitálu. Čím vyšší hodnotu spreadu podniky dosahují, tím tvoří pro své vlastníky vyšší přidanou hodnotu.

**Obr. 6: Spread u podniků pod domácí a zahraniční kontrolou v letech 2007 - 2011 v %**

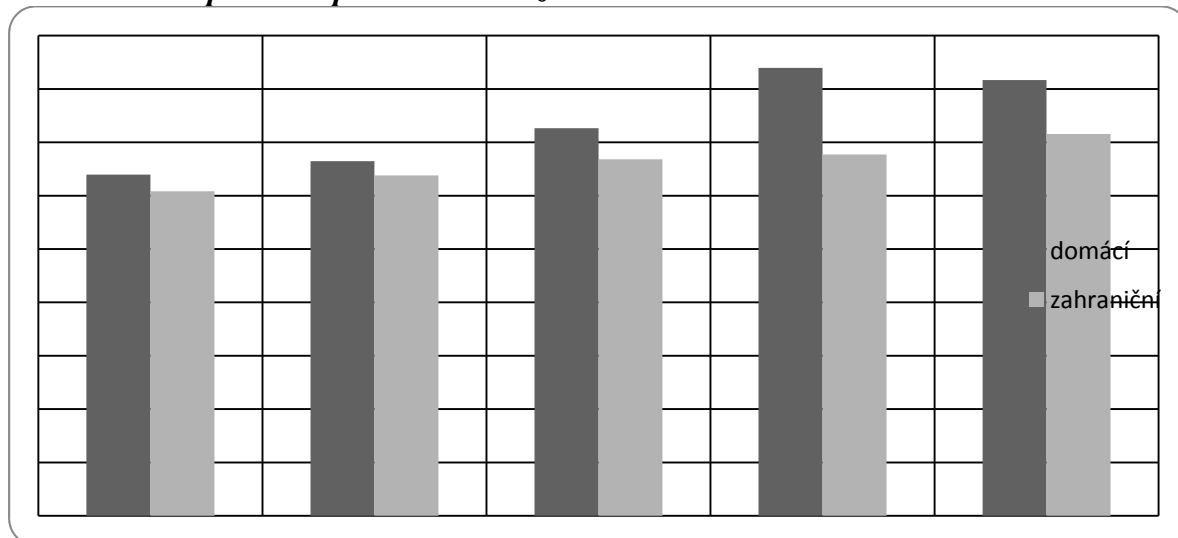


*Zdroj: vlastní zpracování autora*

Z Obr. 6 je zřejmé, že ani tento ukazatel není pro podniky pod zahraniční kontrolou příliš příznivý. Pouze v roce 2009 přinášely výrazně vyšší přidanou hodnotu pro své vlastníky, v roce 2010 ROE naproti tomu ani nedosahovala požadované výnosové míry, v roce 2011 ji pouze mírně překračovala.

Zatímco se Hypotéza I nepotvrdila, z Obr. 7 lze vyčíst, že Hypotéza II se potvrdila jednoznačně. Obr. 7 zobrazuje podíl vlastního kapitálu (VK) na celkových aktivech (A) společnosti, tedy to, kolika procenty kryje investor potřeby společnosti vlastními zdroji. Čím je tento podíl vyšší, tím obecně dražší zdroje firma využívá. Podniky pod zahraniční kontrolou využívají ve stavebnictví dlouhodobě méně vlastních zdrojů než podniky pod domácí kontrolou.

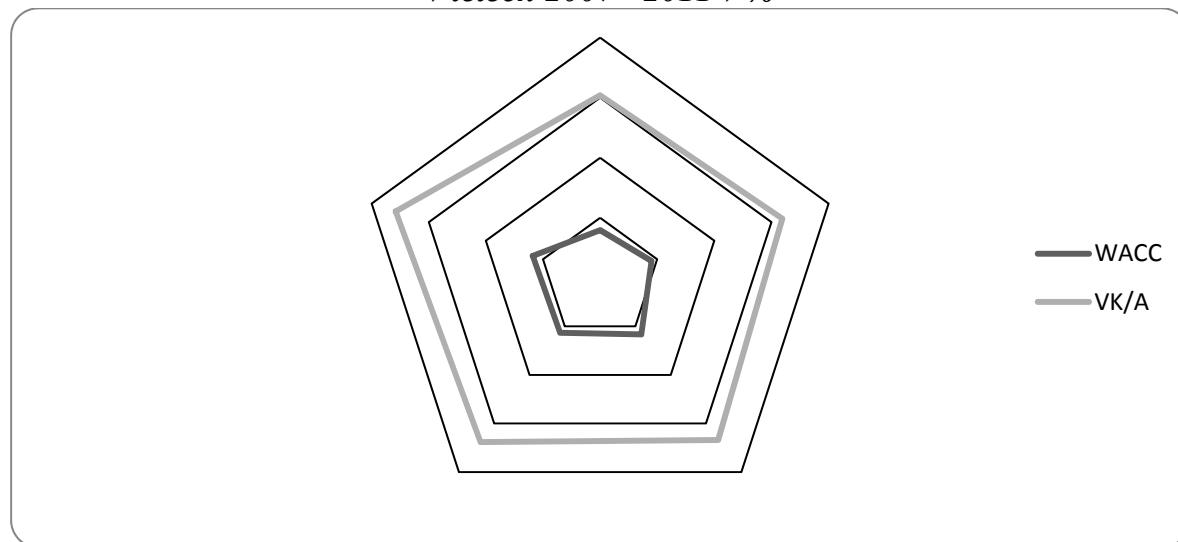
**Obr. 7: VK/A podniků pod domácí a zahraniční kontrolou v letech 2007 - 2011 v %**



*Zdroj: vlastní zpracování autora*

To, že podniky pod zahraniční kontrolou využívají levnější zdroje, potvrzuje i dlouhodobě nižší hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Náklady na kapitál domácích podniků jsou trvale minimálně o 1,5 % vyšší. Vzájemný vztah mezi využitím vlastního kapitálu a WACC vyjadřuje Obr. 8.

**Obr. 8: VK/A a WACC podniků pod zahraniční kontrolou v letech 2007 - 2011 v %**



*Zdroj: vlastní zpracování autora*



Z obrázku je vidět, že zde existuje přímá závislost mezi průměrnými váženými náklady na kapitál a výši využitého vlastního kapitálu. Vzhledem k tomu, že korelační koeficient v tomto období činil 0,92, je možné hovořit o velmi vysoké závislosti.

## Závěr

Cílem článku bylo vyhodnotit vliv příslušnosti k institucionálnímu subsektoru na vývoj rentability a zadluženosti podniků z odvětví stavebnictví. Byl proto analyzován a porovnán vývoj ukazatelů podniků se zahraničním a domácím vlastníkem od počátku roku 2007 až do poloviny roku 2011. Na základě teoretických předpokladů byly stanoveny dvě hypotézy. HYPOTÉZA I, která předpokládala, že ROE soukromých podniků pod zahraniční kontrolou bude dlouhodobě vyšší, než soukromých podniků z domácí kontrolou se nepotvrdila. Dokonce se ani neprokázalo, že by tyto podniky dlouhodobě přinášely svým vlastníkům vyšší přidanou hodnotu. Naproti tomu HYPOTÉZA II, která definovala předpoklad, že podíl vlastního kapitálu k celkovým aktivům bude u podniků pod zahraniční kontrolou dlouhodobě nižší, se jednoznačně potvrdila. Tyto podniky dlouhodobě využívají levnější finanční zdroje. Nižší cena finančních zdrojů u nich však nevede jednoznačně k vyšší rentabilitě. Vztah mezi zadlužeností a ROE představuje velmi nízkou (v podstatě nepoužitelnou) navíc negativní závislost (korelační koeficient je roven -0,13).

## Reference

- [1] CZESANÝ, S., MACHÁČKOVÁ, L. *Ekonomický vývoj z pohledu konjunkturálních a kvantitativních indikátorů* [online], Praha, 2005. [citováno 2012-03-23]. Dostupné z WWW: <http://panda.hyperlink.cz/cestapdf/pdf07c5/czesanymachackova.pdf>
- [2] DWORIN, L. Transfer pricing issues, *National Tax Journal*, no. 43, 1990, s. 285-291. ISSN 0028-0283.
- [3] *Economic Survey of Europe*, no. 1, Chapter 5, 2001. ISSN 0070-8712.
- [4] GRUBERT, H., GOODSPEED T., SWENSON, D. Explaining the low taxable income of foreign-controlled companies in the United States. In *Studies in international taxation*. Chicago: University of Chicago Press 1993, s. 237- 275. ISBN 0-226-29701-2.
- [5] *Přímé zahraniční investice za rok 2009* [online], Praha, 2010. [citováno 2012-03-23]. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_bilanc\\_stat/publikace\\_pb/pzi/PZI\\_2009\\_CZ.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilanc_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2009_CZ.pdf)
- [6] RŮČKOVÁ, P. Profitability as Basic Criterion of Efficient Management in Context of Crisis Development. *Proceedings of the 13<sup>th</sup> International Conference on Finance and Banking*. Karvina: School of Business Administration, 2011, pp. 313 – 320. ISBN 978-80-7248-753-0.
- [7] SPĚVÁČEK, V. *Sektorová analýza vývoje české ekonomiky* [online], Praha, 2010. [citováno 2012-03-23]. Dostupné z WWW: <https://is.muni.cz/do/econ/soubory/oddeleni/centrum/papers/16Spevacek.pdf>

- [8] SZANYI, M. *Foreign Direct Investments in Small Business in Transition Economies*. Warsaw: Central European University, 1998, 35 s. ISSN 1506-1639.
- [9] THOMAS, W. Firm Characteristics and the Pricing of Foreign Earnings of US Multinational Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 15, 2004, s. 145-173. ISSN 0954-1314.
- [10] *Vývoj stavebnictví do roku 2012* [online], Praha, 2012. [citováno 2012-03-23]. Dostupné z WWW: [http://www.deloitte.com/assets/DcomCzechRepublic/Local%20Assets/Documents/Real%20Estate/vyvojstavebnictvi\\_do\\_roku\\_2012\\_101021.pdf](http://www.deloitte.com/assets/DcomCzechRepublic/Local%20Assets/Documents/Real%20Estate/vyvojstavebnictvi_do_roku_2012_101021.pdf)
- [11] WHEELER, J.E. An academic look at transfer pricing in a global economy. *Tax Notes*, (July 1988), 87-96. ISSN 0270-5494

### **Kontaktní adresa**

#### **Ing. Michaela Roubíčková, Ph.D.**

Slezská univerzita v Opavě, Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné, Katedra financí

Univerzitní nám. 1934/3, 733 40 Karviná, Česká republika

E-mail: [roubickova@opf.slu.cz](mailto:roubickova@opf.slu.cz)

Tel. číslo: +420 596 398 333

Received: 01.08.2012

Reviewed: 08.11.2012

Approved for publication: 23.01.2013