

Efektivní financování rozvoje podnikání

Mária Režňáková

jaký vliv má strategie financování na hodnotu podniku

jak ovlivňuje finanční systém způsob financování podniku

kdy podnik potřebuje externí zdroje financování

co přinášejí podniku business angels a venture capital

kdy je vhodnější využít bankovní úvěr a kdy leasing

jak na emisi akcií a dluhopisů

co jsou náklady kapitálu a jak je určit

pozitivní i negativní zkušenosti podniků s využíváním zdrojů financování



Efektivní financování rozvoje podnikání

Mária Režňáková



Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována ani šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude trestně stíháno.

Edice Finanční řízení

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Efektivní financování rozvoje podnikání

Vydání odborné knihy schválila Vědecká redakce nakladatelství Grada Publishing, a.s.

Recenzenti: doc. Dr. Ing. Anna Polednáková, doc. Ing. Lubomíra Gertler, PhD.

TIRÁŽ TIŠTĚNÉ PUBLIKACE.

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7 jako svou 4866. publikaci

Realizace obálky Jan Dvořák

Sazba Jan Šístek

Odpovědná redaktorka Ing. Michaela Průšová

Počet stran 144

První vydání, Praha 2012

Vytiskla Tiskárna v Ráji, s.r.o., Pardubice

© GRADA Publishing, a.s., 2012

ISBN 978-80-247-1835-4

GRADA Publishing: tel.: 234 264 401, fax 234 264 400, www.grada.cz

ELEKTRONICKÉ PUBLIKACE.

ISBN 978-80-247-8092-4 ve formátu PDF

ISBN 978-80-247-8093-1 ve formátu EPUB

ISBN 978-80-247-8094-8 ve formátu MOBI

Obsah

Úvod	7
1 Podnik a jeho cíle	9
1.1 Zisk a rentabilita	9
1.2 Hodnota podniku a její měření	15
1.2.1 Model volného cash flow	17
1.2.2 Model ekonomické přidané hodnoty	19
1.2.3 Hodnota podniku: model FCF nebo EVA?	21
1.2.4 Generátory hodnoty	22
2 Možnosti financování podnikových činností	24
2.1 Zdroje financování podniku	24
2.1.1 Vlastní a cizí zdroje financování	24
2.1.2 Možnosti financování podniku v závislosti na životním cyklu	27
2.1.3 Kdy podnik potřebuje externí kapitál?	30
2.2 Finanční systém a jeho typologie	31
2.3 Typ finančního systému a způsob řízení podniku	34
2.3.1 Informační asymetrie	34
2.3.2 Finanční systém a systém řízení společnosti	35
3 Financování rozvoje podniku vlastními externími zdroji	38
3.1 Financování podniků soukromým kapitálem	38
3.1.1 Business angels	39
3.1.2 Význam institucionalizovaného soukromého kapitálu v ekonomice	41
3.1.3 Faktory úspěšnosti a kritéria rozhodování investorů soukromého kapitálu	44
3.1.4 Proces financování soukromým kapitálem	46
3.1.5 Soukromý kapitál v zemích střední a východní Evropy	56
3.1.6 Přínos financování soukromým kapitálem pro podnik	58
3.1.7 Jak budou fungovat fondy private equity dál?	59
3.2 Financování podniků emisí akcií	60
3.2.1 Způsob vydání akcií	62
3.2.2 Veřejná emise akcií	63
3.2.3 Stanovení emisního kurzu	64
3.2.4 Informační povinnost emitenta	67
3.2.5 Proč se společnost rozhoduje emitovat akcie na veřejných trzích?	68
3.2.6 Odkup akcií	70
3.2.7 Podmíněně zvýšení základního kapitálu	71
4 Dluhové financování	72
4.1 Náklady dluhového financování	72
4.1.1 Kdy využít dluhové financování?	76
4.1.2 Náklady úpadku	79
4.1.3 Náklady finanční tísně bez úpadku	80
4.2 Bankovní úvěry	81
4.2.1 Kontokorentní úvěr	86
4.2.2 Eskontní úvěr	86
4.2.3 Akviziční úvěr	87
4.2.4 Syndikovaný a klubový úvěr	88

4.3	Leasing	88
4.4	Faktoring a forfaiting	95
4.5	Emise dluhopisů	98
4.5.1	Výnos z dluhopisů	100
4.5.2	Druhy dluhopisů	102
5	Faktory ovlivňující strukturu zdrojů financování	104
5.1	Strategie financování	106
5.2	Náklady kapitálu	109
5.3	Náklady dluhu	111
5.3.1	Náklady kapitálu bankovního úvěru	113
5.3.2	Náklady na finanční leasing	114
5.3.3	Náklady kapitálu získaného emisí dluhopisů	115
5.4	Náklady vlastního kapitálu	120
5.4.1	Náklady vlastního kapitálu na základě analýzy tržního rizika	120
5.4.2	Náklady vlastního kapitálu na základě analýzy rizika podniku	125
5.5	Struktura kapitálu	126
6	Použitá literatura	133
	Shrnutí	139
	Summary	140
	Rejstřík	141

Úvod

Publikace *Efektivní financování rozvoje podnikání* je věnována dílčí oblasti finančního řízení podniků a jsou v ní prezentovány jednak teoretické přístupy k rozhodování o způsobech financování podniků, jako i pozitivní a negativní zkušenosti podniků se získáváním a využíváním konkrétních zdrojů financování.

Podnikání je vnímáno ve dvou základních významech. Jednak jako činnost, jejímž smyslem je tvorba přidané hodnoty k stávajícím statkům a tvorba zisku. Na podnikání však lze nahlížet i jako na způsob chování člověka, který má zájem vytvářet nové hodnoty, hledat originální způsoby dosažení cílů. K tomu je ochoten nasadit vlastní zdroje i čas, přebírat odpovědnost a nést přiměřené riziko. Podnikatel není jen *homo oeconomicus*, který se chová čistě ekonomicky, je i součástí sociálního systému, který svým působením ovlivňuje.

Uvedené vnímání podnikání se promítá i do dvou konceptů řízení hodnoty podniku – vlastnického a participačního, kterým odpovídají i dva přístupy k určování hodnoty podniku – model ekonomické přidané hodnoty a model volného cash flow. Tyto přístupy k měření výkonnosti podniku jsou některými autory prezentované jako zcela odlišné. Nelze s tím však souhlasit, protože při dodržení stejných principů konstrukce modelů vedou oba dva ke stejným výsledkům. Odpovídá to i přesvědčení, že podstata podnikání je stejná a růst hodnoty podniku se dosahuje stejnými cestami.

Předpokladem úspěšného podnikání je existence produktu, který má své zákazníky. V silném konkurenčním prostředí je podnik nucen svůj produkt neustále inovovat a lépe, tj. kvalitněji, uspokojovat potřeby zákazníků, kteří pak budou produkt opakovaně nakupovat a poskytovat pozitivní reference. K rozvoji podnikání může přispět i způsob financování, může jej však také zkomplikovat. V publikaci vysvětlují, jak může zvolená strategie financování ovlivňovat výsledek podnikání.

Ekonomická teorie zdůrazňuje pozitivní vliv dluhového financování na růst výnosnosti vlastníků z důvodu snižování daňového základu a úspory daně z příjmů. To je však jen jeden pohled na vliv zdrojů financování na rozvoj podnikání. Často zůstávají opomenuta rizika spojená s dluhovým financováním, která je zejména v současnosti potřebné zdůrazňovat: nejde jen o hrozbu bankrotu, ale i o vznik tzv. nákladů finanční tísně, které vysvětlují nutnost optimalizace míry zadluženosti.

Podnikatel, resp. finanční manažer podniku při rozhodování o způsobu financování musí vycházet v první řadě ze znalosti svého podnikání. Potřeba zdrojů financování je dána jednak strukturou majetku, který podnik potřebuje k provozování své činnosti (zejména podíl dlouhodobého majetku nutného k podnikání na celkovém majetku), ale i charakterem zákazníka, pro kterého je produkt určen. Jinak musí financovat svou činnost podnik nabízející běžné spotřební zboží, jinak podnik zabývající se výrobou investičních celků na základě individuálních požadavků zákazníka, jinak podnik založený na výzkumu (např. podnik působící v odvětví farmacie nebo biotechnologií). U všech podniků však platí, že základním zdrojem financování jsou zdroje vytvořené vlastním podnikáním, tj. zisk. Externí zdroje „pouze“ doplňují vlastní zdroje financování a umožňují rychlejší rozvoj podnikání. Dluhové financování si může dovolit pouze podnik, který bude schopen v budoucnu vytvořit tak vysoký provozní zisk, aby z něj byl schopen část reinvestovat, část

vyplatit vlastníkům jako výnos z podnikání, a hlavně část použit na splácení existujících dluhů a výnosů věřitelů.

Podnikání je ve velké míře založeno na důvěře. Platí to i při získávání finančních zdrojů: mnohem lepší možnosti financování bude mít podnik, který má za sebou již několik let úspěšného podnikání, než začínající podnikatel. Fáze životního cyklu podniku je proto považována za velice významný faktor ovlivňující rozhodování o způsobu financování podnikových činností.

Dalším faktorem, ovlivňujícím rozhodování o způsobu financování, je typ finančního systému. V České republice je finanční systém založený na bankách, ve kterých je soustředěna převážná část volných finančních zdrojů. Banky se pak stávají rozhodujícím poskytovatelem zdrojů financování pro podniky. Ostatní formy, jako je leasing nebo emise cenných papírů, zůstávají pouze doplňkovými zdroji.

V publikaci jsou prezentovány i přístupy k určování nákladů kapitálu jednotlivých zdrojů financování. Náklady kapitálu jsou ekonomickou teorií považovány za jedno z významných kritérií rozhodování o struktuře kapitálu.

Knihou *Efektivní financování rozvoje podnikání* navazují na svou předešlou publikaci *Řízení platební schopnosti podniku*. Věřím, že tato kniha obohatí nabídku odborné literatury o další pohledy a přístupy k rozhodování o struktuře zdrojů financování a stane se inspirací pro čtenáře z řad podnikatelů a finančních manažerů, jako i pro studenty vysokých škol.

Děkuji oponentkám za cenné rady a připomínky, které mi pomohly text upravit do výsledné podoby. Mé poděkování patří i spolupracovníkům za technickou pomoc při zpracování publikace a zejména mému synovi za povzbuzování i pomoc při finalizaci textu.

Předem děkuji za veškeré připomínky a náměty čtenářů, které přispějí k diskusi o tématu a rozvoji znalostí o efektivním řízení podniků.

autorka

1. Podnik a jeho cíle

Podnikání je v legislativě, konkrétně v obchodním zákoníku i v živnostenském zákoně, definováno jako soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku. Toto vnímání podnikání vychází z neoklasické ekonomické teorie, podle které je jednání člověka racionální, založené výhradně na ekonomickém myšlení. Z toho je odvozen i cíl podnikání, a to maximalizace zisku. Od zisku jsou pak odvozeny i ukazatele používané k hodnocení úspěšnosti podniku, tj. ukazatele rentability investovaného kapitálu, které se používají k měření úrovně plnění cílů podnikání a hodnocení jeho výkonnosti.

1.1 Zisk a rentabilita

Zisk představuje kladný rozdíl mezi dosahovanými výnosy a náklady vynaloženými na jejich dosažení. V účetnictví je označován jako výsledek hospodaření a vede k němu stupňovitý výpočet. Od výkonů se na první úrovni odpočítají náklady na nakupované vstupy, označované jako výkonová spotřeba. K tomuto dílčímu výsledku se připočítá rozdíl mezi tržbami za prodané zboží a náklady vynaloženými na prodané zboží (tj. obchodní marže) a je k dispozici první důležitý ukazatel hodnotící výsledky činnosti podniku, označovaný jako přidaná hodnota.

Ukazatel přidaná hodnota je velice důležitý pro posuzování vytvořené hodnoty podnikem: podniky tvořící vysokou přidanou hodnotu jsou schopné získat a udržet si iniciativní zaměstnance a motivovat je k výkonnosti a tvořivosti, vytvářet zdroje na investice do nových technologií, vytvářet vhodné pracovní podmínky, včas platit své závazky, vyplácet i adekvátní odměny poskytovatelům finančních zdrojů (věřitelům a vlastníkům) i platit daně státu, který vytváří podmínky pro podnikání.

Dalším důležitým ukazatelem hodnotícím výkonnost podniku je provozní výsledek hospodaření (taktéž provozní zisk), jehož hodnota se získá po odečtení provozních nákladů (vyjma nakupovaných vstupů) od přidané hodnoty, případně připočítáním ostatních provozních výnosů. Provozní výsledek hospodaření je považován za nejdůležitější z hlediska hodnocení provozní výkonnosti podniku a je mu přisuzován čím dál větší význam zejména v novodobých ukazatelích hodnocení výkonnosti podniku. Výše dosahovaného provozního zisku je závislá zejména na velikosti a růstu trhu, stabilitě poptávky, možnosti nahrazení výrobku substituty, vyjednávací síle zákazníků a dodavatelů (neboli tržním postavením podniku), která ovlivňuje ceny a poptávku po produktech a ceny vstupů. Jsou to faktory označované společným jménem, a to intenzita konkurence.

Uznání provozního zisku za nejdůležitější kategorii zisku podporuje i fakt, že ostatní položky zvyšující, resp. snižující provozní zisk, nemusí souviset se zaměřením podniku (zpravidla vyjádřeným v jeho poslání a vizi). Mohou být dosaženy výjimečně a nejsou projevem schopnosti podniku dlouhodobě fungovat a udržovat perspektivu pro investory, zaměstnance a ostatní subjekty podílející se na podnikání. Udržitelný rozvoj podniku (*going concern principle*) je jedním z principů ekonomické teorie, který se promítá téměř do všech úvah modelujících fungování podniku, jeho peněžní toky, rozdělování výnosů, získávání zdrojů financování, investování apod., vyjádřené souhrnně jako schopnost tvořit hodnotu.

Další výnosy a náklady, které jsou k provoznímu výsledku hospodaření připočítány (resp. odpočítány) v rámci stupňovitého výpočtu, již souvisí se způsobem financování, řízením kurzových ztrát, finančním investováním (do obchodovatelných cenných papírů, případně podílů v jiných podnicích) apod. Souhrnně tvoří položku finanční výsledek hospodaření. Součet provozního a finančního výsledku hospodaření je označován jako výsledek hospodaření za běžnou činnost. Výsledek hospodaření, o jehož rozdělení rozhodují vlastníci, se pak získá po odečtení daně z příjmů od výsledku hospodaření za běžnou činnost a po přičtení mimořádného výsledku hospodaření. Podle českých účetních standardů je označován jako výsledek hospodaření za účetní období (tj. za hospodářský rok, také označován jako zisk po zdanění) a přenáší se do rozvahy podniku, kde tvoří součást disponibilního vlastního kapitálu.

Absolutní hodnota vytvořeného zisku není postačujícím ukazatelem pro vyjádření míry zhodnocení investovaného kapitálu. Lepší vypovídací schopnost mají relativní ukazatele, označované jako rentabilita investovaného kapitálu (*return on investment capital*).

Podnik má zpravidla několik skupin investorů, jejichž postavení v podniku (právo zasahovat do řízení podniku a podílet se na výsledku podnikání) je rozdílné. To vede i k výpočtu několika mír zhodnocení (výnosnosti) investovaného kapitálu. Společnými znaky všech ukazatelů jsou:

- způsob jejich konstrukce: poměr konečného efektu dosaženého podnikáním ke vstupům (případně výstupům) do podnikání;
- interpretace výsledku: dosažený zisk na jednotku investovaného zdroje, případně výstupu (zpravidla tržeb).

Nejvíce rozšířené jsou následující ukazatele rentability:

Rentabilita aktiv (*return on assets, ROA*) poměřuje dosažený výsledek hospodaření (taktéž zisk) s celkovou hodnotou zdrojů použitých v podniku k financování aktiv. I tento ukazatel může mít několik variant:

$$ROA = \frac{EAT}{A}$$

$$ROA = \frac{EBT}{A}$$

$$ROA = \frac{EBIT}{A}$$

$$ROA = \frac{EBITDA}{A}$$

$$ROA = \frac{OP}{A}$$

Význam použitých symbolů je následující:

A – celková aktiva,

EAT – zisk po odečtení daně z příjmů (*earnings after taxes*), tj. výsledek hospodaření za účetní období,

- EBT* – zisk před daní z příjmů (*earnings before taxes*),
EBIT – zisk před daní z příjmů + nákladové úroky (*earnings before interest and taxes*),
EBITDA – zisk před daní z příjmů + nákladové úroky + odpisy (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*),
OP – provozní zisk (*operating profit*),
NOPAT – zisk z provozní činnosti po daní z příjmů (*net operating profit after taxes*),
NOA – kapitál použitý na financování čistých provozních aktiv (*net operating assets*).

Ve jmenovateli všech variant ukazatele je použita hodnota celkových aktiv, to znamená, že není rozlišován způsob získání kapitálu a postavení investorů v podniku. Z uvedeného důvodu by se v čitateli ukazatele měl používat zisk vygenerovaný s použitím všech disponibilních zdrojů před jeho rozdělením pro platby jednotlivých poskytovatelů. Podle mezinárodních účetních postupů se jedná o zisk před daní z příjmů a nákladovými úroky (*EBIT*), tj. třetí varianta; podle českých účetních postupů se jedná o provozní zisk (varianta 5). To potvrzuje i význam ukazatele provozního výsledku hospodaření, na který bylo poukázáno v předešlém textu. V literatuře je tento ukazatel často označován jako produkční síla podniku (*basic earnings power*).

Velice rozšířený je výpočet ukazatele rentability aktiv s využitím zisku před daní z příjmů a nákladovými úroky (*EBIT*), kterému odpovídá třetí varianta výpočtu. Vychází to zřejmě z překladů anglosaské literatury, která však vychází z mezinárodních účetních postupů a v českém prostředí má tento ukazatel umělý charakter. Lze jej tedy doporučit k používání v případech, že jsou výsledky podniku vykazované dle těchto postupů.

Je potřebné poznamenat, že při výpočtu ukazatele se vyskytují i varianty, kde se v ukazateli *EBIT* neuvažuje s nákladovými úroky, ale s čistým úrokovým výnosem, což je rozdíl mezi výnosovými a nákladovými úroky. Tato skutečnost může komplikovat interpretovatelnost výsledků při mezipodnikové komparaci.

Zajímavou variantou výpočtu je použití zisku před daní z příjmů, nákladovými úroky a odpisy (*EBITDA*) k výpočtu rentability (varianta 4). Tento ukazatel nahrazuje ukazatel provozní cash flow, tj. peněžní tok, který by měl podnik dosáhnout z běžné (provozní) činnosti. Z těchto příjmů pak může financovat další investice, splácet dluhový kapitál (v našich podmínkách převážně bankovní úvěry), platit daně a odměny vlastníkům (podíly ze zisku, dividendy). To předurčuje jeho význam pro řízení platební schopnosti podniku.

Rentabilita investovaného kapitálu (*return on capital employed, ROCE*) má podobný charakter i způsob výpočtu jako ukazatel rentabilita aktiv, tj.

$$ROA = \frac{EBIT}{CE} \dots \text{resp.} \dots ROA = \frac{OP}{CE}$$

Rozdíl je v definování jmenovatele (*CE*). Pojem **kapitál** označuje zpravidla dlouhodobé zdroje financování, které podnik používá k financování svého majetku a své činnosti. To by znamenalo, že zahrnuje položky vlastní kapitál, dlouhodobé závazky, dlouhodobé bankovní úvěry a dlouhodobé rezervy.

Lze však v literatuře najít i jiné způsoby definice této položky, a to tzv. **zpoplatněný (úplatný) kapitál**, tj. finanční zdroje, u nichž je možné stanovit cenu (*cost of capital*). U dlouhodobých rezerv je problematické stanovení ceny, proto by měly být ze jmenovatele vyloučeny. Na druhé straně je potřebné připočítat hodnotu krátkodobých bankovních úvěrů a výpomocí, které jsou explicitně úročeny. *Zpoplatněný kapitál je tedy součtem vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu*. Tento způsob definování ukazatele kapitál je používán i v nejrozšířenějších modelech určování hodnoty podniku (viz např. Mařík, 2011, s. 168) a měl by být preferován.

Další variantou tohoto ukazatele je **rentabilita čistých provozních aktiv** (*return on net operating assets, RONA*):

$$RONA = \frac{NOPAT}{NOA}$$

Kde:

NOA – čistá provozní aktiva (*net operating assets*), resp. kapitál, použitý k jejich pořízení,

NOPAT – čistý zisk z provozní činnosti po dani z příjmů (*net operating profit after taxes*).

U tohoto výpočtového tvaru ukazatele se zdůrazňuje, že podnik by neměl plýtvat finančními zdroji (kapitálem), výše používaného kapitálu by měla být zdůvodněna provozními účely. Přitom je současně potřebné do výpočtu zahrnout všechny majetek, který podnik používá k dosahování výnosů, a to bez ohledu na to, jestli podnik tento majetek vlastní nebo ne. To znamená, že do této položky je zahrnutý i pronajatý majetek, pokud je používán k dosahování provozního zisku. Současně musí být respektována zásada, že se jedná o zpoplatněný kapitál.

Obdobně je potřebné přistupovat i k vymezení položky provozního zisku po zdanění: rozumí se jím efekt dosažený pouze z provozní činnosti s použitím čistého provozního majetku. Takto definovaný výsledek činnosti neodpovídá účetnímu pojetí provozního výsledku hospodaření, ale vyžaduje vyloučení všech tzv. neprovozních výnosů a nákladů (např. leasingové úročení), jako i další úpravy, které povedou k dosažení souladu mezi kvantifikovaným výsledkem a kapitálem použitým k jeho dosažení.

Rentabilita vlastního kapitálu (*return on equity, ROE*) měří výnosnost, kterou dosahují vlastníci z vloženého kapitálu. Základní výpočtový tvar tohoto ukazatele je:

$$ROE = \frac{EAT}{E}, \text{ kde } E \text{ představuje hodnotu vlastního kapitálu.}$$

Ukazatel rentabilita vlastního kapitálu je sledován zejména vlastníky, kteří se na základě míry zhodnocení investovaného kapitálu rozhodují o dalším ponechání vytvořeného (i vloženého) kapitálu v podniku, případně o vyplacení vytvořeného zisku formou podílu (dividend), případně o odprodeji svého podílu. Vlastníci zpravidla vložili do podniku pouze část vlastního kapitálu, která odpovídá základnímu kapitálu, případně emisnímu ážiu. To by mohlo vést k modifikaci ukazatele tím způsobem, že by ve jmenovateli byla pouze hodnota základního kapitálu. Vlastní kapitál kromě základního kapitálu a emisního ážia

obsahuje i zisk vytvořený v minulosti a ponechaný k podnikání, fondy ze zisku, kapitálové fondy, dary, které podnik získal, což je účetním vyjádřením hodnoty vlastního kapitálu. Je to jeden ze způsobů vyjádření hodnoty vlastního kapitálu, z níž by se odvozovala cena případného prodeje podílu (i když s nízkou vypovídací schopností). K této ceně by pak případný investor poměřoval vytvořený zisk a hodnotil míru jeho zhodnocení. Proto je pro výpočet ukazatele ROE vhodné použít hodnotu vlastního kapitálu.

Rentabilita tržeb (*return on sales, ROS*) je dalším ukazatelem, měřícím efektivnost využití disponibilních zdrojů podnikem. Vyskytuje se ve třech variantách, a to:

$$ROS = \frac{EAT}{S} \quad (1)$$

$$ROS = \frac{EBIT}{S} \quad (2)$$

$$ROS = \frac{OP}{S} \quad (3)$$

Položka tržby (S) zahrnuje tržby z prodeje zboží a tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Již z předešlého textu je zřejmé, že varianty (2) a (3) se liší způsobem výpočtu výsledného efektu z provozní činnosti. Pro české prostředí je vhodnější použití provozního výsledku hospodaření, tj. varianty (3). První varianta výpočtu (1) poměřuje vygenerovaný zisk za účetní období (za hospodářský rok), označovaný i jako čistý zisk k tržbám, tj. měří čistou efektivnost dosahovaných tržeb (marži).

Ukazatelé rentability patří do kategorie souhrnných ukazatelů, jejichž hodnota je však ovlivněna efektivností všech činností v podniku. Výstižně to vyjadřují tzv. Du Pontovy rovnice, s jejichž pomocí lze ukazatele rentability „rozložit“ na dílčí ukazatele, měřící efektivnost řízení aktiv (tj. majetku), spotřeby zdrojů (nákladů) a řízení zadluženosti.

Ukazatel **rentability aktiv** je možné rozložit následujícím způsobem:

Z uvedené rovnice plyne, že rentabilita aktiv je závislá na dvou základních faktorech, a to na:

- ziskovosti tržeb ($\frac{EBIT}{S}$), přesněji řečeno na nákladovosti činností podniku a
- obrátkovosti majetku ($\frac{S}{A}$), tj. jak rychle dokáže podnik „točit“ investovaný kapitál: čím rychleji se peníze vynaložené na nákup vstupů vrátí ve formě tržeb, tím vyšší je rentabilita aktiv.

Při analýze činitelů ovlivňujících **výnosnost vlastního kapitálu (ROE)** vystupují ještě dva důležité faktory, a to:

- míra zadlužení a výše nákladových úroků;
- míra zdanění zisku.

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{S} \cdot \frac{S}{A} \cdot \frac{A}{E}$$

Efekt zadlužení je identifikovatelný z poměru zisku před daní z příjmů a zisku před nákladovými úroky a daní ($\frac{EBT}{EBIT}$), který je označován jako úrokové břemeno a z poměru aktiv a vlastního kapitálu ($\frac{A}{E}$),

který je označován jako multiplikátor vlastního kapitálu, případně finanční páka. Z matematického zápisu je zřejmé, že čím vyšší část majetku je financována dluhem (za předpokladu $A = E + D$, kde D je hodnota cizích zdrojů použita k financování majetku), tím vyšší hodnota ukazatele ROE by se měla dosahovat. Tato přímá matematická závislost však nemusí platit, pokud se zvyšují nákladové úroky placené věřitelům, tj. roste úroková sazba. Součin uvedených dvou ukazatelů (označený jako ziskový efekt finanční páky) je pak relevantnějším vyjádřením vlivu zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu.

Z hlediska analýzy vývoje ukazatelů výnosnosti (či už aktiv nebo vlastního kapitálu) je důležité identifikovat faktory, které způsobily jejich změnu. K tomu je vhodné použít metody analýzy odchylky souhrnného ukazatele a dekompozici odchylky na dílčí činitele. Na výše uvedené Du Pontovy rovnice je vhodné aplikovat např. logaritmickou metodu, či metodu dílčích změn nebo postupného dosazování (viz např. Zalai a kol. 2010, Synek, Kopkanč, Kubálková, 2009).

Použití ukazatelů rentability k hodnocení výkonnosti podniku je velice rozšířené, má však určité nedostatky, které je možné shrnout následovně:

- Dosahovaný výsledek hospodaření lze ovlivňovat účetními postupy, zejména metodami oceňování zásob, odepisování dlouhodobého majetku, tvorby a čerpání rezerv.
- Výnosy a v důsledku jejich růstu i zisk může podnik dosahovat i z prodeje vlastního majetku (zařízení, budov, pozemků), přičemž nemusí docházet k uspokojování potřeb zákazníků, ale naopak může docházet k likvidaci majetkové podstaty podniku a ohrožení jeho perspektivy.
- Obdobně může podnik dosahovat zisk úsporou nákladů, která může vést ke ztrátě klíčových zákazníků, zaměstnanců, případně omezení inovačního potenciálu podniku a k celkové stagnaci podniku.
- V důsledku inflace může podnik dosahovat zisk i při poklesu objemu prodeje. Není zaručeno, že tento zisk dosáhne i v dalším období a očekávání investorů nemusí být splněna.
- Zisk je možné dosahovat i z důvodu spekulací na trhu např. s finančními instrumenty. Riziko spekulování na finančních trzích může neúměrně zvyšovat celkové riziko podnikání a dosažený zisk nemusí odpovídat míře podstupovaného rizika. V tradičních ukazatelích rentability není míra podstupovaného rizika zohledněna.
- Investovaný kapitál a výsledek hospodaření jsou rozdílně oceněné. Výsledek hospodaření (nebo i cash flow) je v účetnictví evidován v běžných cenách, které se v daném