

Alina Hyż*

DŹWIGNIA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTWA

1. WPROWADZENIE

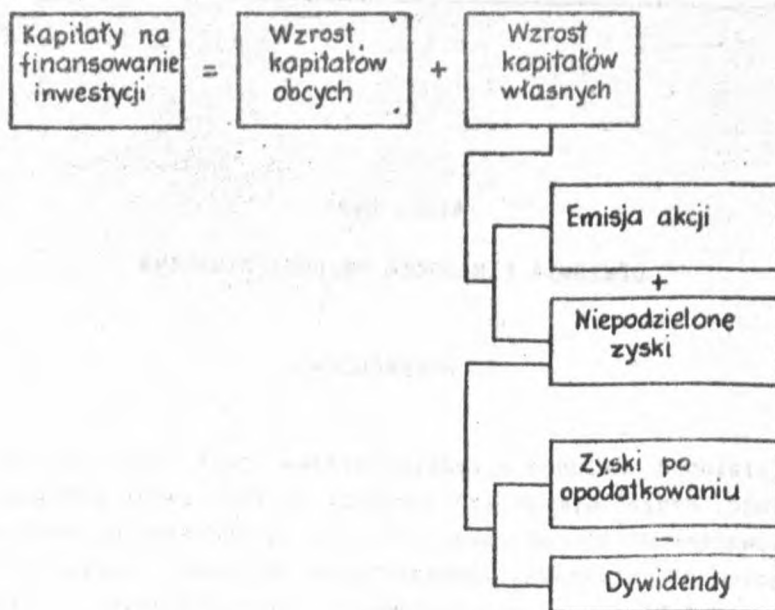
Działalność każdego przedsiębiorstwa jest zorientowana na przyszłość, która wymaga wypracowania i realizacji strategii podporządkowania doraźnych celów, decyzji i zachowań celom i przedsięwzięciom długofalowym zapewniającym osiągnięcie korzystnej pozycji przedsiębiorstwa w przyszłości. Nierozłącznym elementem strategii rozwoju przedsiębiorstw jest strategia inwestycyjna oraz racjonalna polityka finansowa.

Przedmiotem rozważań niniejszego artykułu jest określenie warunków, w jakich wzrost zainwestowanego kapitału powinien być wynikiem uzależnienia się przedsiębiorstwa od obcych źródeł finansowania w postaci kredytów bankowych, pożyczek obligacyjnych.

Podstawową metodą wykorzystywaną w wyborze strategii finansowej dla planowanego wzrostu zainwestowanego majątku jest koncepcja, tzw. dźwigni finansowej przedsiębiorstwa (financial leverage).

Przedsiębiorstwo, podejmując decyzję o wzroście zainwestowanego kapitału, może dla jego sfinansowania wykorzystać dwa podstawowe źródła, tj. obce źródła finansowania (np. kredyty bankowe, pożyczki obligacyjne) oraz fundusze pochodzące z powiększenia funduszu założycielskiego (emisja akcji lub ograniczenie redystrybucji zysku), por. rys. 1.

* Dr, adiunkt w Zakładzie Analizy i Diagnostyki Ekonomicznej Instytutu Ekonomik Stosowanych UŁ.



Rys. 1. Źródła finansowania inwestycji

Preferencje i dążenia akcjonariuszy wyraża w pełny sposób zysk przypadający na jedną akcję¹. Miernik ten liczony jest według formuły:

$$Z = \frac{(ZP - l)(1 - t)}{S}$$

gdzie:

- Z - zysk przypadający na jedną akcję,
- ZP - zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem,
- l - procenty od zaciągniętych i spłacanych kredytów,
- t - stopa opodatkowania przedsiębiorstwa,
- S - liczba akcji.

¹ Por. E. A. Helfert, Techniques of Financial Analysis, Homewood, Illinois 1963, s. 102-103. Helfert podkreśla, iż czynnikiem motywującym do działań inwestycyjnych jest otrzymanie nadwyżki finansowej bezpośrednio poprzez wzrost dochodów na jedną akcję

Zaprezentowana formuła wskazuje na to, że maksymalizacja wielkości jednostkowego zysku netto, liczonego na jedną akcję, jest uzależniona od takich elementów, jak: wielkość osiągniętego zysku globalnego przedsiębiorstwa, stopa i wielkość długów, stopa podatku dochodowego oraz ilość akcji i relacja stopy dywidendy do stopy zatrzymanych zysków.

Zarówno stopa zatrzymanych zysków, jak i zyskowność jednostkowa akcji wskazują, że zasadniczy wpływ na ich wysokość posiada m. in. zmiana wielkości sprzedaży. Zmiana wielkości sprzedaży w sposób bezpośredni kształtuje możliwości wzrostu efektywności działania przedsiębiorstwa, jak i realizację oczekiwań akcjonariuszy.. Analiza tego problemu ukazana może być m. in. przez operating leverage, który stanowi logiczną kontynuację analizy punktu zrównania przychodów z nakładami.

Operating leverage rozumiana jest w niniejszym opracowaniu jako zjawisko, w którym procentowa zmiana wolumenu sprzedaży powoduje ponadproporcjonalną zmianę w zyskach. Jest to określenie, które uznać można za najbardziej istotne i mające znaczenie dla analizy działania dźwigni finansowej.

Stopień operating leverage obrazuje wpływ procentowych zmian poziomu sprzedaży na poziom zysku przed opodatkowaniem oraz oprocentowaniem i wyrażony jest formułą²:

$$P_o = \frac{(ZP_t - ZP_{t-1}) / ZP_{t-1}}{(S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}}$$

gdzie:

ZP_t - zysk przed oprocentowaniem i opodatkowaniem w okresie t,

ZP_{t-1} - zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem w okresie

t-1,

S_t - wolumen sprzedaży w okresie t,

S_{t-1} - wolumen sprzedaży w okresie t-1.

i pośrednio poprzez wzrost rynkowej wartości akcji. W efekcie główną rolę odgrywają zyski korporacji (s. 101).

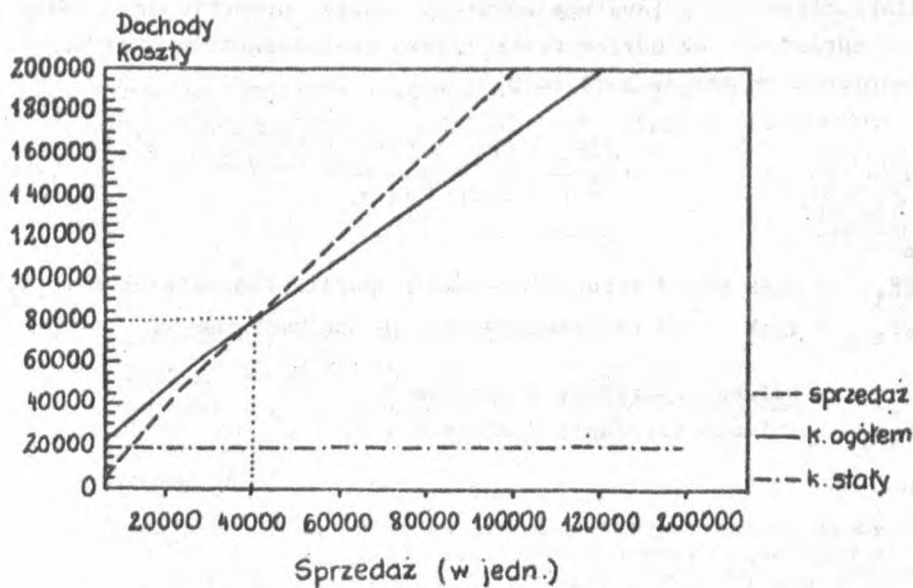
² F. K. Filippatos, P. I. Athanasopoulos, Eisagogi sti Chrimatooikonomiki Diokitiki, Ekdoseis Papazisi Athens 1985, s. 170.

T a b e l a 1

Dane liczbowe dla przedsiębiorstwa A*

Wolumen sprzedaży	Wartość sprzedaży	Koszty ogółem	Zysk
20 000	40 000	50 000	-10 000
40 000	80 000	80 000	0
60 000	120 000	110 000	10 000
80 000	160 000	140 000	20 000
100 000	200 000	170 000	30 000
120 000	240 000	200 000	40 000
200 000	400 000	320 000	80 000

* Cena sprzedaży = 2, koszt stały = 20 000, koszt zmienny = 1,50.



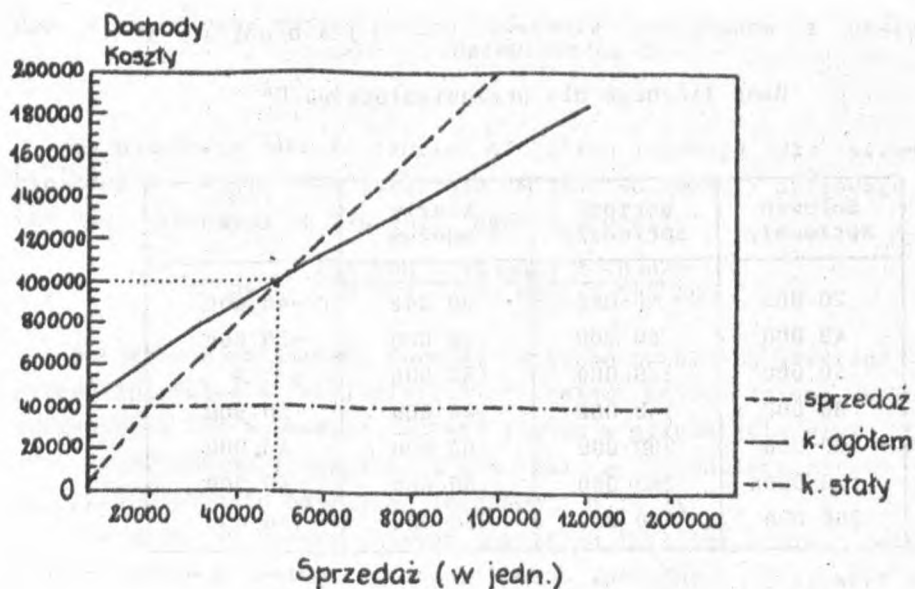
Rys. 2. Graficzny obraz punktu zrównania przychodów z nakładami dla przedsiębiorstwa A

T a b e l a 2

Dane liczbowe dla przedsiębiorstwa B*

Wolumen sprzedaży	Wartość sprzedaży	Koszty ogółem	Zysk
20 000	40 000	64 000	-24 000
40 000	80 000	88 000	-8 000
60 000	120 000	112 000	8 000
80 000	160 000	136 000	24 000
100 000	200 000	160 000	40 000
120 000	240 000	184 000	56 000
200 000	400 000	280 000	120 000

* Cena sprzedaży - 2, koszt stały - 40 000, koszt zmienny - 1,20.



Rys. 3. Graficzny obraz punktu zrównania przychodów z nakładami dla przedsiębiorstwa B

Znaczenie stopnia tejże dźwigni (degree of operating leverage) przedstawione zostało w powyższym zestawieniu. Zestawienie to ukazuje trzy przedsiębiorstwa różniące się między sobą stopniem dźwigni.

Przedsiębiorstwo A. ma stosunkowo niskie koszty stałe, ale charakteryzuje się jednocześnie wysokimi kosztami zmiennymi (por. tab. 1 i rys. 2).

Inną strukturę kosztów posiada przedsiębiorstwo B, punkt zrównania przychodów z nakładami dla tego przedsiębiorstwa znajduje się na wyższym poziomie aniżeli dla przedsiębiorstwa A (por. tab. 2 i rys. 3).

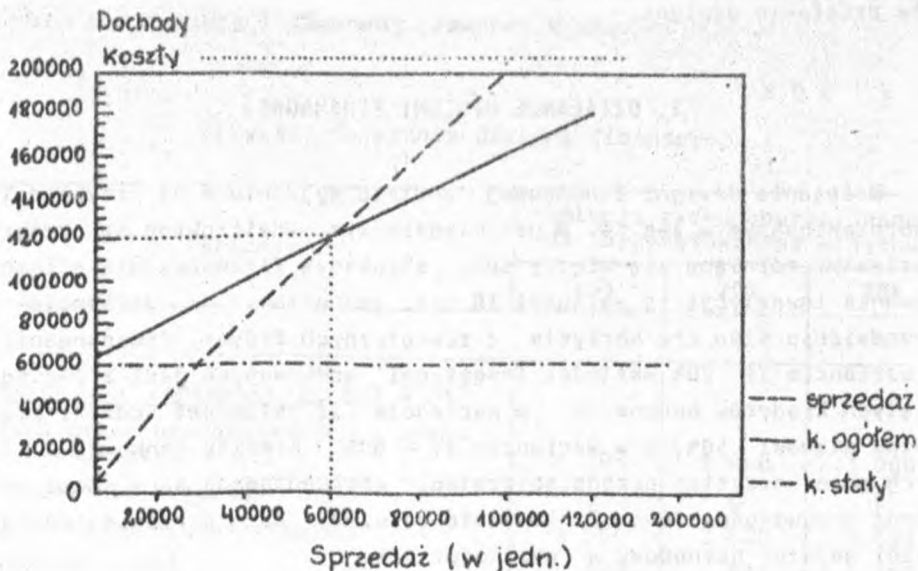
Najwyższe jednak koszty stałe charakteryzują przedsiębiorstwo C, jednocześnie dla tego przedsiębiorstwa punkt zrównania przychodów z nakładami znajduje się na najwyższym poziomie. Jednakże po przekroczeniu punktu przecięcia zyski przedsiębiorstwa C wra- stają w wyższym stopniu aniżeli w dwu pozostałych przedsiębior- stwach (por. tab. 3 i rys. 4).

T a b e l a 3

Dane liczbowe dla przedsiębiorstwa C*

Wolumen sprzedaży	Wartość sprzedaży	Koszty ogółem	Zysk
20 000	40 000	80 000	-40 000
40 000	80 000	100 000	-20 000
60 000	120 000	120 000	0
80 000	160 000	140 000	20 000
100 000	200 000	160 000	40 000
120 000	240 000	180 000	60 000
200 000	400 000	260 000	140 000

* Cena sprzedaży - 2, koszt stały - 60 000, koszt zmienny - 1.



Rys. 4. Graficzny obraz punktu zrównania przychodów z nakładami dla przedsiębiorstwa C

Na podstawie tab. 2 stopień operating leverage dla przedsiębiorstwa B (P_{OB}) przy założeniu zmiany wolumenu sprzedaży ze 100 tys. jednostek do 120 tys. będzie wynosił:

$$P_{OB} = \frac{(56\ 000 - 40\ 000) / 40\ 000}{(120\ 000 - 100\ 000) / 100\ 000} = 2,0$$

Wykorzystując tę samą formułę stopień operating leverage dla przedsiębiorstwa C wyniesie 2,5. A zatem każda zmiana wolumenu sprzedaży o 10% spowoduje wzrost zysków w przedsiębiorstwie B o 20%, w przedsiębiorstwie C o 25%, zaś w przedsiębiorstwie A, o najniższym stopniu operating leverage, o 16,7%.

Tak więc im wyższy stopień operating leverage, tym większa zmiana zysków w wyniku zmiany wolumenu sprzedaży. Przy czym można mówić o pozytywnych efektach działania dźwigni, gdy niewielki procentowy wzrost wielkości sprzedaży powoduje relatywnie duży wzrost zysków. Z kolei sytuacja, gdy relatywnie mały spadek sprzedaży

powoduje gwałtowny spadek zysków jest ilustracją negatywnych efektów działania dźwigni.

2. DZIAŁANIE DŹWIGNI FINANSOWEJ

Działanie dźwigni finansowej zostało wyjaśnione na przykładzie zaprezentowanym w tab. 4. W przykładzie tym analizowane są cztery warianty różniące się między sobą strukturą finansową dla sfinansowania inwestycji o wartości 10 tys. jednostek. W wariancie I przedsiębiorstwo nie korzysta z zewnętrznych źródeł finansowania, w wariancie II 20% wartości inwestycji pokrywanych jest z zaciągniętych kredytów bankowych, w wariancie III natomiast udział kredytów stanowi 50%, a w wariancie IV - 80%. Kredyty bankowe, z których może korzystać przedsiębiorstwo, oprocentowane są w skali rocznej w wysokości 20%. Zakłada się również, że przedsiębiorstwo płaci podatek dochodowy w wysokości 40%.

Dla pełniejszej analizy efektów dźwigni finansowej przyjęto, że analizowane przedsiębiorstwo może osiągnąć różne poziomy zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem w zależności od sytuacji ekonomicznej, jaka powstanie na danym rynku. Dane zawarte w tab. 4 ilustrują kształtowanie się zysków na jedną akcję w każdym z przyjętych wariantów. Zestawienie tychże wartości świadczy o tym, że w sytuacji, gdy relacja zysku operacyjnego do zainwestowanego majątku ukształtuje się na poziomie 15% najbardziej sprzyjającym jest wariant I, w którym założono niekorzystanie z kredytów bankowych. Przy założeniu, że zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem osiągnie poziom 2 tys. jedn., wszystkie warianty struktury finansowej charakteryzuje taka sama atrakcyjność. Natomiast w trzecim przypadku, gdy zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem wyniesie 3 tys. jedn., a jego relacja do zainwestowanego majątku 30%, najbardziej sprzyjająca jest struktura finansowa zakładająca 80-procentowy udział kredytu. Zysk na każdą akcję wynosi bowiem odpowiednio 1,8 jednostek w wariancie I, 1,95 w wariancie II, 2,4 w wariancie III i 4,2 jednostek w czwartym.

Uogólniając wyniki, stwierdzić można, iż wybór struktury finansowej zależy od kształtowania się wysokości stopy zysku. Na

zależność tę wskazuje również wykres graficzny obrazujący cztery warianty struktury finansowej zawarte w tab. 4.

T a b e l a 4

Przykład działania dźwigni finansowej

Warianty	Relacja zysku operacyjnego do zainwestowanego majątku		
	15%	20%	30%
1	2	3	4
<u>Struktura finansowa 1: B/A = 0%^a</u>			
Zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem	1 500	2 000	3 000
Odsetki od kredytów	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	1 500	2 000	3 000
Podatki (40%)	600	800	1 200
Zysk netto	900	1 200	1 800
Stopa zwrotu kapitału netto (ROE)	9%	12%	18%
Zysk na jedną akcję (1000 akcji)	0,9	1,2	1,8
<u>Struktura finansowa 2: B/A = 20%</u>			
Zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem	1 500	2 000	3 000
Odsetki od kredytów (20%)	400	400	400
Zysk przed opodatkowaniem	1 100	1 600	2 600
Podatki (40%)	440	640	1 040
Zysk netto	660	960	1 560
Stopa zwrotu kapitałów własnych (ROE)	8,25%	12%	19,5%
Zysk na jedną akcję (800 akcji)	0,825	1,2	1,95
<u>Struktura finansowa 3: B/A = 50%</u>			
Zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem	1 500	2 000	3 000
Podatek od kredytów 20%	1 000	1 000	1 000
Zysk przed opodatkowaniem	500	1 000	2 000
Podatki (40%)	200	400	800
Zysk netto	300	600	1 200

Tabela 4 (cd.)

1	2	3	4
Stopa zwrotu kapitału własnego 5000 (ROE)	6%	12%	24%
Zysk na jedną akcję (500 akcji)	0,3	1,2	2,4
<u>Struktura finansowa 4: B/A = 80%</u>			
Zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem	1 500	2 000	3 000
Odsetki od kredytów (20%)	1 600	1 600	1 600
Zysk przed opodatkowaniem	-100	400	1 400
Podatki (40%)	-	160	560
Zyski netto	-100	240	840
Stopa zwrotu kapitału własnego 2000	-5%	12%	42%
Zysk na jedną akcję (200 akcji)	-0,5	1,2	4,2

^a B - wartość kredytów, A - wartość kapitałów ogółem.

Rysunek 5 przedstawia zależność między poziomem zysku na jedną akcję a wartością zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem dla różnych wariantów struktury finansowej. Punkty wyznaczone przecięciem prostych z osią odciętych wskazują na kwoty z tytułu uzyskania kredytu (wariant II - 400, wariant III - 1000, wariant IV - 1600 jedn.).

Poziom zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem, w którym niezależnie od struktury finansowej zyski za każdą akcję są takie same, określany jest punktem obojętności (indifference point). Algebraicznie punkt obojętności można wyznaczyć za pomocą następującej formuły³:

$$\frac{(ZP - l_1)(1 - t)}{S_1} = \frac{(ZP - l_1 - l_2)(1 - t)}{S_2}$$

³ G. P. Papoulias, Chrematooikonomiki - dioikisi ke polityki (Financial Management and Policy), Interbooks Publications, Athens 1982, s. 153.

gdzie:

ZP - zyski przed opodatkowaniem i oprocentowaniem w punkcie obojętosi,

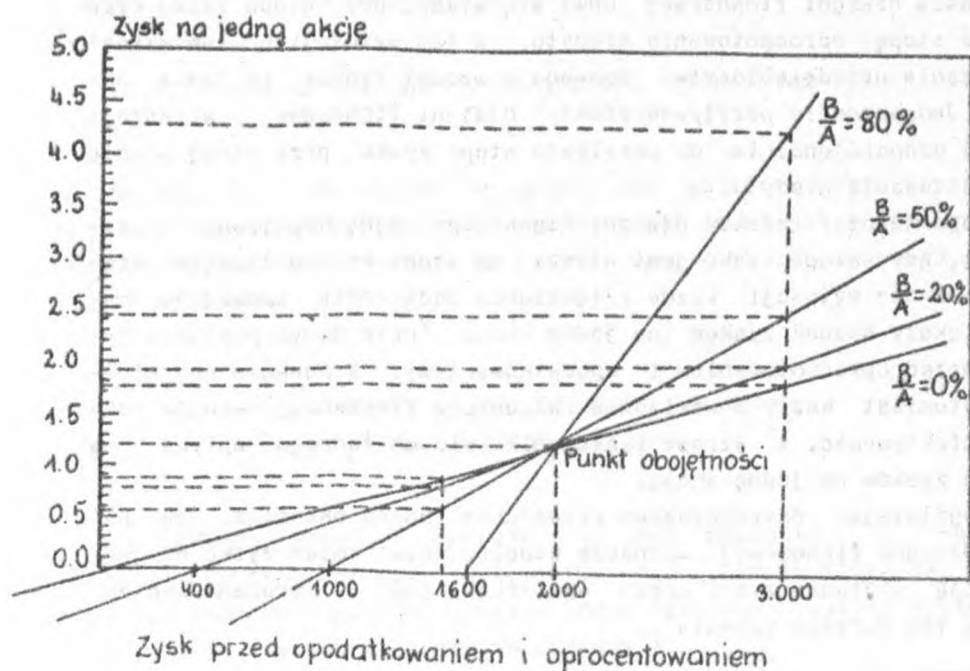
t - współczynnik opodatkowania;

S_1 - liczba akcji w obiegu, w sytuacji sfinansowania inwestycji (I) bez wykorzystania kredytów,

S_2 - liczba akcji w obiegu, w sytuacji sfinansowania inwestycji (I) z wykorzystaniem kredytu,

l_1 - kwota zapłacona tytułem obsługi wcześniej zaciągniętych kredytów,

l_2 - kwota zapłacona z tytułu obsługi kredytów nowych przeznaczonych na finansowanie inwestycji I.



Rys. 5. Zależność między zyskiem przed opodatkowaniem i oprocentowaniem a kształtowaniem zysku na jedną akcję

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo nie jest zadłużone wcześniej zaciągniętymi kredytami formuła sta ulega przekształceniu:

$$\frac{ZP(1-t)}{S_1} = \frac{(ZP - l_2)(1-t)}{S_2}$$

oznaczenia jak w formule pierwszej.

Z przedstawionego modelu wynika, że w przypadku, gdy zyski przed opodatkowaniem i oprocentowaniem przewyższą poziom punktu obojętności, wówczas występuje przewaga wariantów zakładających wykorzystanie kredytów bankowych. A zatem po przekroczeniu punktu obojętności mamy do czynienia z pozytywnymi efektami działania dźwigni finansowej, oznacza to wyższy przyrost procentowy zysków na jedną akcję przy danej zmianie zysku przed oprocentowaniem. W tej sytuacji wzrost zadłużenia przedsiębiorstwa powoduje wzrost zysków na jedną akcję. Tym samym o pozytywnych efektach działania dźwigni finansowej mówi się wtedy, gdy stopa zysku przewyższa stopę oprocentowania kredytu. W tej sytuacji bowiem wzrost zadłużenia przedsiębiorstwa spowoduje wzrost zysków na jedną akcję. Jednocześnie pozytywne efekty dźwigni finansowej wzrastają wprost proporcjonalnie do przyrostu stopy zysku przy danej stopie oprocentowania kredytu.

Odpowiednio: efekty dźwigni finansowej będą negatywne w sytuacji, gdy stopa zysku jest niższa od stopy oprocentowania kredytów. W tej sytuacji każde zwiększenie zadłużenia spowoduje coraz większy spadek zysków na jedną akcję (przy danym poziomie zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem). W punkcie obojętności natomiast każdy z wariantów struktury finansowej cechuje taka sama efektywność, a wzrost zadłużenia nie ma żadnego wpływu na zmianę zysków na jedną akcję.

Uogólniając dotychczasowe rozważania można określić, że poziom dźwigni finansowej wyznacza współczynnik zmian zysku na jedną akcję względem zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem. Poziom ten określa formuła⁴:

⁴ G. K. Filippatos, P. I. Athanasopoulos, Eisagogi sti Chrimatooikonomiki Diokitiki, Ekdoseis Papazisi, Athens 1985, s. 171.

$$P_f = \frac{(Z_t - Z_{t-1})/Z_{t-1}}{(ZP_t - ZP_{t-1})/ZP_{t-1}}$$

lub

$$P_f = \frac{\text{procentowa zmiana } Z}{\text{procentowa zmiana } ZP}$$

gdzie:

P_f - poziom dźwigni finansowej (dla dowolnego poziomu zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem oraz dowolnych kosztów obsługi kredytów bankowych),

Z_t - zysk na jedną akcję w okresie t ,

Z_{t-1} - zysk na jedną akcję w okresie $t-1$,

ZP_t - zysk przed oprocentowaniem i opodatkowaniem w okresie t ,

ZP_{t-1} - zysk przed oprocentowaniem i opodatkowaniem w okresie $t-1$.

Relacja ta oznacza, że im wyższy jest poziom dźwigni finansowej, tym większe będą zmiany w zyskach na jedną akcję przy danym, określonym poziomie zmian w zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem.

3. ZWIĄZEK MIĘDZY DŹWIGNIĄ FINANSOWĄ I OPERATING LEVERAGE

Operating leverage określana jest jako dźwignia pierwszego stopnia (first-stage leverage), natomiast dźwignię finansową jako dźwignię stopnia drugiego (second-stage leverage). Zakres występowania obydwu dźwigni przedstawia schemat 1.

Działanie dźwigni operacyjnej przejawia się w tym, że określona zmiana poziomu sprzedaży powoduje większą zmianę w zyskach przed opodatkowaniem i oprocentowaniem.

Zakres występowania operating leverage i financial leverage

Sprzedaż	300 000		375 000		
Koszty ogółem	<u>268 500</u>		<u>298 500</u>		} operating leverage
Koszty zmienne	120 000	150 000			
Koszty stałe	<u>148 500</u>	<u>148 500</u>			
Zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem (zysk operacyjny)	31 500		76 500		
Procenty	<u>1 500</u>		<u>1 500</u>		} całkowity leverage
Zysk przed opodatkowaniem	30 000		75 000		
Podatek dochodowy (40%)	<u>12 000</u>		<u>30 000</u>		} financial leverage
Zysk po odprowadzeniu podatku	18 000		45 000		
Zysk na jedną akcję 18 000/72 000 akcjonariuszy	0,25		0,625		

Związek między dźwignią finansową a operating leverage przejawia się w tym, że zmiany w zyskach przed oprocentowaniem i opodatkowaniem spowodowane działaniem operating leverage wywołują wzrost zysków na jedną akcję. Zależność tę można wyrazić z pomocą formuły obrazującej stopień całkowity działania dźwigni (degree of combined leverage)⁵:

$$P_c = P_o \times P_f$$

czyli:

$$P_c = \frac{(ZP_t - ZP_{t-1})/ZP_{t-1}}{(S_t - S_{t-1})/S_{t-1}} \times \frac{(Z_t - Z_{t-1})/Z_{t-1}}{(ZP_t - ZP_{t-1})/ZP_{t-1}}$$

inaczej:

$$P_c = \frac{(Z_t - Z_{t-1})/Z_{t-1}}{(S_t - S_{t-1})/S_{t-1}}$$

oznaczenia jak w poprzedniej formule.

A zatem, jeśli stopień operating leverage wynosi 4, a stopień dźwigni finansowej 5, to zgodnie z ostatnią formułą całkowity stopień działania dźwigni wyniesie 20. Ten bardzo wysoki poziom całkowitego stopnia oznacza, że zmiana sprzedaży o 10% spowoduje w efekcie wzrost zysków na jedną akcję o 200%.

Określony stopień całkowity działania dźwigni może być osiągnięty poprzez różne kombinacje poziomów stopnia dźwigni finansowej i operating leverage.

4. CZYNNIKI DETERMINUJĄCE WYBÓR STRUKTURY FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Określając te zależności można sformułować kilka ogólnych wniosków na temat czynników determinujących wybór struktury finan-

⁵ J. F. Weston, E. F. Brigham, Wasikes arches tis chrimatooikononikis diacheirisis kai politikis, Ekdoseis Papazisi, Athens 1982, s. 449.

sowej oraz czynników oddziałujących na kształtowanie się efektów dźwigni finansowej.

Warto tutaj jednocześnie wskazać na pojęcie i znaczenie samej struktury finansowej. Strukturę tę można wyrazić współczynnikiem zadłużenia informującym, jaka część zainwestowanego majątku jest sfinansowana funduszami powierzonymi przez współników oraz nabytymi w czasie prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwo. Z jednej strony w miarę zbliżania się tego wskaźnika do jedności maleje ryzyko związane ze strukturą finansową przedsiębiorstwa, ale jednocześnie z drugiej strony może to oznaczać niewykorzystanie wszystkich możliwości poprawy efektywności przedsiębiorstwa oraz wzrostu dochodu na jedną akcję. Oczywiście wzrost zadłużenia wpłynie zwiększająco na wymienione elementy tylko w określonych warunkach i przy działaniu określonych czynników.

Podstawowym czynnikiem jest stopa zysku⁶, jaka może być osiągnięta w wyniku wzrostu zainwestowanego majątku. Jeśli przewiduje się, iż sytuacja ekonomiczna, jaka powstanie na rynku, gwarantuje osiągnięcie stopy zysku przewyższającej bankową stopę procentową, wówczas korzystniejszym dla przedsiębiorstwa jest oparcie wzrostu zainwestowanego majątku na wykorzystaniu kredytu bankowego. Jednocześnie, zgodnie z wcześniej omówioną relacją, każdy wzrost zadłużenia przy zachowaniu wymienionych warunków spowoduje wzrost zysków na jedną akcję.

Ponieważ rozważania te dotyczą przewidywanej stopy zysku, istotnym elementem jest prawdopodobieństwo trafności prognozy. Im prawdopodobieństwo to jest mniejsze, tym większe jest ryzyko⁷. W

⁶ Stopa zysku mierzona relacją zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem do wartości majątku zainwestowanego.

⁷ Warto tutaj wskazać na dwa rodzaje ryzyka, tj. ryzyko wynikające z prowadzenia działalności gospodarczej (business risk) i ryzyka finansowego. Poziom tego ryzyka zależy zarówno od gałęzi i rodzaju działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo, jak i ogólnych warunków ekonomicznych, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Przy czym wystąpienie business risk wiąże się z samą decyzją o podjęciu inwestycji, zaś wystąpienie ryzyka finansowego związane jest z decyzją o wykorzystaniu kredytów dla sfinansowania inwestycji, a zatem wynika z działania dźwigni finansowej. Przy czym akcjonariusze przedsiębiorstwa są obciążeni zarówno finansowym ryzykiem, jak i tym wynikającym z prowadzenia działalności.

przypadku bowiem, gdy - mimo optymistycznych prognoz - rzeczywista stopa zysku będzie niższa od stopy procentowej kredytu, wystąpią negatywne efekty dźwigni finansowej. Oznacza to spadek zysków na jedną akcję i to tym większy, im wyższy będzie współczynnik zadłużenia.

Jeśli prognozy dotyczące kształtowania się stopy zysku nie są optymistyczne, a konieczne jest podjęcie inwestycji ze względu choćby na konieczność utrzymania dotychczasowej pozycji przedsiębiorstwa na rynku, wówczas najbardziej efektywną strukturą finansową będzie ta, która zakłada wzrost kapitału powierzzonego.

Analizując trafność prognozy warto wskazać na istotne elementy, które determinują możliwość dokładnych przewidywań. Jednym z nich jest stabilność sprzedaży. W sytuacji, gdy sprzedaż przedsiębiorstwa i jego zyski charakteryzuje stabilność, wówczas sfinansowanie inwestycji poprzez zaciągnięcie kredytu jest mniej ryzykowne aniżeli wtedy, gdy sprzedaż charakteryzuje okresowe wahania. W podobny sposób oddziałuje stabilność otoczenia. Generalnie zatem przedsiębiorstwa, które charakteryzuje duża stabilność dochodów, mogą z większym prawdopodobieństwem określić swoją sytuację w przyszłości. Innym ważnym czynnikiem jest stopień konkurencyjności gałęzi, w której działa przedsiębiorstwo. Wraz z jego wzrostem spada możliwość określenia rozmiarów przyszłej sprzedaży z dużym prawdopodobieństwem.

Istotnym czynnikiem wpływającym na wybór struktury finansowej przedsiębiorstwa jest faza rozwoju, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo. Przy czym przyjmuje się, że jednostki, które dopiero wchodzi na rynek i których potrzeby kapitałowe są bardzo duże częściej korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania.

Alina Myz

COMPANY'S FINANCIAL LEVERAGE

The main aim of this article is the analysis of a financial leverage phenomenon in a company. The analysis is focused on determining the conditions in which an increment of invested capital should be an outcome of a company's reliance on ex-

ternal sources of financing (mortgage loans, bank credits), and the conditions in which a more favourable solution for partners is increasing the amount of brought-in capital or restricting profit redistribution. Simultaneously, an assumption has been accepted that a measure expressing shareholders' preferences is the value of profit per one share.