**ВЛИЈАНИЕ НА ЛИВЕРИЏОТ НА КОМПАНИЈАТА ВРЗ НЕЈЗИНАТА ПРОФИТАБИЛНОСТ НИЗ ПРИМЕРОТ НА МАКЕДОНСКИТЕ КОМПАНИИ**

**Проф. д-р Сашо Арсов, Економски факултет**

**Универзитет ,,Св.Кирил и Методиј“ во Скопје**

**Апстракт**

Во досегашниот развој на теоријата за структурата на капиталот трошоците на задолжувањето, генерално, е прифатено дека предизвикуваат намалување на добивката, иако поради дејството на даночниот штит, плаќањето на каматата на кредитите може да има и позитивно дејство врз просечната цена на капиталот. Иако оваа релација се чини едноставна и еднонасочна, треба да се има предвид дека задолжувањата се прават со цел да се реализираат одредени деловни потфати, па доколку остварените придобивки од нив го надминуваат трошокот на долгот ефектот на задолжувањето врз профитабилноста би бил позитивен. Со цел да испитаме какви се ефектите врз ливериџот кај македонските компании, составивме примерок од 47 акционерски друштва и со финансиските податоци за периодот 2009-2013 година спроведовме истражување во форма на панел-регресија. Сумарната статистика на примерокот недвосмислено покажува дека ливериџот на компаниите се движи во просек околу 35%, што не е високо ниво, додека профитабилноста во анализираниот период значајно опаѓа. Резултатите на регресијата покажуваат дека вкупниот ливериџ има негативно влијание врз профитабилноста, но истите не се потврдени кога ги користиме долгорочните кредити или вкупните банкарски кредити како зависни варијабли. Од останатите вклучени променливи, позитивна врска е откриена уште во случајот на големината на компанијата и профитабилноста, додека вкупните инвестиции во последните три години, стапката на данок на добивка и порастот на продажбите немаат статистички значајно влијание.

Клучни зборови: ливериџ, структура на капиталот, профитабилност, цена на капиталот.

**Вовед**

Едно од клучните полиња на одлучување на финансискиот менаџмент претставува изборот на оптималната финансиска структура, т.е. изборот на таква комбинација на извори на финансирање која ќе ма оптимален одраз врз работењето на компанијата, т.е. ќе ги минимизира трошоците поврзани со изворите на финансирање. На ова поле, од критично значење е придонесот на нобеловците Модиљани и Милер, но ниту шест децении по појавата на нивниот капитален труд ,,Цената на капиталот“ (1958), науката за финансиите не успеа да даде единствен на горното прашање. Интересот за оваа проблематика останува мошне жив особено поради фактот што се работи за прашање кое нема само академско, туку и големо практично значење за компаниите, кои имаат потреба од решенија што би им помогнале да ја остварат својата конечна цел – максимизација на сопствената вредност.

Во досегашниот развој на теоријата за структурата на капиталот препознаваме два глобални периоди. Во првите неколку децении доминираат истражувањата со нормативистички пристап, кои имаат за цел да откријат единствена, оптимална, таргетирана структура на капиталот, која би важела за сите компании. Најпрво Модиљани и Милер ја поставуваат сопствената теза за ирелевантноста на структурата на капиталот, за подоцна самите да ја побијат истата со тврдењето за оптималност на структурата во која 100% учествува долгот. Незадоволни од ова, пропонентите на теоријата за компензирачки ефекти укажуваат дека преголемата задолженост натпропорционално ги зголемува трошоците на задолжувањето, поради што оптималната структура е некаде помеѓу нултата и максималната задолженост. Теоријата за редолсед во финансирањето, пак, смета дека, поради ефектот на сигнализирање, односно асиметријата во информираноста помеѓу менаџерите и инвеститорите, компаниите не вопоставуваат целна структура на капиталот, туку се придржуваат до еден редослед во финансирањето, при што најпрво ги користат сопствените средства, потоа се задолжуваат, а екции емитуваат само по исклучок. Вториот правец или период во развојот на оваа теорија се карактеризира со напуштање на нормативизмот и наместо да се бара единствено решение кое би им се препорачало на практичарите, сега се користат податоци од практиката и врз основа на нив се истражуваат факторите кои влијаат врз формирањето на структурата на капиталот. Со други зборови, сега вниманието е насочено кон утврдување на факторите кои во реалноста влијаеле врз менаџерите и притоа се бараат сличности и разлики во нивното однесување со цел да се утврди што е тоа што во одредени ситуации и околности најмногу влијаело врз формирањето на структурата на капиталот.

Во овој труд ние отвораме едно прашање кое е поврзано со оваа теорија, но не е директно дел од неа. Имено, според теоријата за структурата на капиталот (компензирачки ефекти), степенот на задолженост на компаниите (ливериџот) влијае врз трошоците на работењето. Од друга страна, според т.н. Дипон-формула, но и поради т.н. даночен штит, повисоката задолженост влијае позитивно врз профитабилноста, мерена преку стапката на поврат на сопствениот капитал. Тоа ја отвора дилемата околу тоа каков е конечниот ефект на ливериџот врз профитабилноста, т.е. дали поголемата задолженост ја зголемува или намалува профитабилноста на компаниите. Ние си поставивме како цел да истражиме каква е ситуацијата кај македонските компании, т.е. дали степенот на задолженост на македонските компании е таков што влијае негативно врз нивната профитабилност. Ова истражување е ограничено на јавно поседуваните акционерски друштва, во најголем дел котирани на Македонската берза, пред сé, поради расположливоста на податоците. Користејќи примерок од самостојно прибрани податоци, применуваме панел-регресија, при што во моделот вклучуваме повеќе варијабли, согласно примерите од литературата што ги користиме.

Трудот има стандардна концепција: во првиот дел правиме осврт кон постоечката литература на оваа тема, а потоа го опишуваме формирањето на примерокот и равивањето на регресиониот модел. Во третиот дел се содржани резултатите од регресијата, а во делот по него е дадена дискусија на добиените резултати. Последната точка ги сумира заклучоците од истражувањето.

**Осврт кон литературата**

Влијанието на трошоците што ги предизвикува задолжувањето врз профитабилноста е предмет на обработка уште во првите трудови кои ја истражуваат оптималната структура на капиталот. Интересно, првите заклучоци на ова поле одат во прилог на задолжувањето, преку воведувањето на т.н. даночен штит што го создаваат трошоците за камати (Модиљани и Милер, 1963). Подоцна, Јенсен и Меклинг (1976) ги вклучуваат директните и индиректните трошоци на задолжувањето (растечки каматни стапки, агенциски трошоци, опасност од банкрот и сл.).

Во поново време се среќаваат повеќе студии кои преку реални податоци го испитуваат ефектот на ливериџот врз профитабилноста. Маџумдар и Чибер (1999) на примерок од индиски компании утврдуваат дека степенот на задолженост влијае негативно врз нивната профитабилност. Нунес и др. (2009) доаѓаат до сличен заклучок за португалскиот услужен сектор. Цајтун и Тиан (2007), на примерок од јордански компании утврдуваат дека вкупната задолженост има негативно влијание врз профитабилноста, но краткорочната задолженост има спротивен ефект. Во оваа група спаѓаат и делата на Годар и др. (2005) и Рао и др. (2007). Од друга страна, Маргаритис и Псилаки (2007) користат примерок од новозеландски компании и доаѓаат до спротивен заклучок, како и Кебевар (2013).

Покрај наведените, беа консултирани и стидии во кои се истражуваат други фактори и нивното влијание врз финансиските перформанси, како што се Корнет и др. (2008), кои ги вклучуваат управувањето со добивката и корпоративното управување, Делуф (2003), кој го вклучува управувањето со обртниот капитал, потоа корпоративната општествена одговорност (Берд и др., 2012) и др.

**Примерок и регресионен модел**

За потребите на истражувањето неопходно беше да се приберат финансиски податоци за поголем број компании. Со оглед на тоа што овие податоци не се директно расположливи, формиравме сопствен примерок преку самостојно прибирање податоци од нивните ревидирани финансиски извештаи. Поради тоа, примерокот е ограничен на компаниите за кои овие податоци се јавно достапни, а тоа во најголем дел се котирани компании и јавно поседувани друштва. Прибраните податоци се однесуваат на периодот од 2009 до 2013 година, а примерокот се состои од вкупно 47 компании. Во трудовите во кои се анализира ливериџот, по правило, не се земаат финансиските компании поради нивната специфична структура на изворите на финансирање.

Следниот чекор е развивањето на регресиониот модел. Како зависна променлива ја земаме *профитабилноста*, но потребно е да се избере соодветен показател кој ќе ја претставува оваа големина. Ние ќе ги користиме стандардните показатели на профитабилноста, како стапките на поврат на вкупниот и на сопствениот капитал, а првата ќе ја употребиме во две варијанти и тоа со оперативната добивка и со нето-добивката во броителот. Оперативната добивка се смета за подобро мерило на успешноста отколку нето-добивката поради тоа што нето-добивката, иако е тоа крајниот сметководствен финансиски резултат, трпи влијание од фактори кои се надвор од контрола на компанијата, како каматните стапки и стапките на данок на добивка.

Списокот на зависни променливи го започнуваме со показателите на *ливериџот*, т.е. задолженоста. И тука постојат неколку варијанти. Првата е да се употреби вкупниот долг на компанијата, кој ги опфаќа краткорочните и долгорочните кредити, но и обврските кон добавувачите и други субјекти. Ова е најширокиот показател и ние го сметаме за најсоодветен, од причина што тој ги опфаќа вкупните средства од туѓи извори што ги користи компанијата, имајќи предвид дека дел од компаниите повремено вршат ,,покривање“ на краткорочните потреби од средства со зголемување на своите обврски кон добавувачите. Втора варијанта е показателот на долгорочна задолженост, кој се однесува само на долгорочните кредити, а третиот е вкупна банкарска задолженост (долгорочни и краткорочни кредити од банки). Оправданоста на овие два показатели се наоѓа во фактот дека тоа се извори на финансирање поврзани со плаќање камати, кои претставуваат трошок на работењето. Секој од овие показатели го добиваме како однос помеѓу соодветната големина од пасивата на билансот на состојба и вкупните средства.

*Големината* на компанијата е уште една варијабла која редовно е присутна во ваквите модели. Иако профитабилноста ја пресметуваме како релативна големина, односно добивка по единица вложени средства, сепак потребно е да се испита дали постои систематска разлика во поглед на профитабилноста помеѓу поголемите и помалите компании. Големината се претставува како природен логаритам од вкупните средства или од вкупните приходи од продажба. Ние се определивме за првата варијанта.

Стапката на пораст на приходите од продажба ја користиме како *мерило на растежот* на компанијата. Неа ја добиваме како процентуален пораст на приходите во тековната година во однос на претходната.

Нормално е да се очекува компаниите што повеќе инвестираат да бидат и попрофитабилни. Поради тоа, ја воведуваме и независната променлива *инвестиции*. Со оглед на тоа што е потребно да помине извесно време додека инвестициите почнат да даваат резултати, не ги користиме инвестициите од тековната година, туку вкупните инвестиции на компанијата во претходниот тригодишен период. Овој износ го ставаме во однос со вкупните средства за да добиеме релативен показател. Големината на направените инвестиции ја земаме од извештаите за готовински текови и тоа само ставката на нови инвестиции во постојани средства намалени за износот на продадените постојани средства.

Следната променлива се однесува на *допирливоста*, т.е. *материјалноста* на средствата. Ова, практично претставува одраз на големината на фиксни средства со кои работи компанијата, исклучувајќи ги недопирливите постојани средства (патенти, гудвил и сл.). Логиката на вклучувањето на оваа променлива е да се провери дали компаниите што работат со повеќе постојани средства, наспроти обртни (на пример производствена наспроти трговска компанија) имаат повисока профитабилност или е обратно. Оваа променлива ја пресметуваме како учество на материјалните постојани средства во вкупните средства.

Данокот на добивка е уште една големина која има влијание врз профитабилноста, но само врз нето-добивката. За таа цел, го вклучуваме и него, но не како номинална стапка од 10% во набљудуваниот период, туку како ефективна стапка што компаниите ја плаќаат, пресметана врз основа на податоците од нивните финансиски извештаи.

Очекуваните знаци на употребените променливи во регресијата се:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Променлива** | **Ознака во моделот** | **Очекуван знак на променливата** |
| Левериџ | LEVER | - |
| Големина | SIZE | +/- |
| Пораст на приходите | REVGR | + |
| Инвестиции | INV | + |
| Материјалност на средствата | TANG | +/- |
| Данок на добивка | TAX | - |

Основната спецификација на моделот би гласела:



Каде што со *i* е претставува конкретна компанија, *t* се однесува на годината, а ** е елементот на грешка во моделот. Врз основа на основната спецификација, моделот ќе го примениме во неколку варијанти.

*Табела 1 – Збирна статистика*

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **Вкупен ливериџ** | **Долг. кредити** | **Кратк. кредити** | **Обврски кон добав.** | **ПВС (опер. добивка)** | **ПВС (нето-добивка)** | **ПСК** | **НПМ** |
| **2009** | 0,3305 | 0,0477 | 0,1119 | 0,1756 | 0,0860 | 0,0831 | 0,1241 | 0,0942 |
| **2010** | 0,3459 | 0,0511 | 0,1161 | 0,1901 | 0,0741 | 0,0685 | 0,1047 | 0,0721 |
| **2011** | 0,3480 | 0,0515 | 0,1246 | 0,1869 | 0,0755 | 0,0698 | 0,1071 | 0,0500 |
| **2012** | 0,3701 | 0,0454 | 0,1260 | 0,1983 | 0,0544 | 0,0490 | 0,0778 | 0,0493 |
| **2013** | 0,3531 | 0,0464 | 0,1336 | 0,1710 | 0,0416 | 0,0368 | 0,0568 | 0,0416 |

Табела 1 содржи сумарни податоци за анализираните компании, по години. Ќе направиме кус осврт на нив. Вкупниот ливериџ (делот од изворите на финансирање кој не е сопствен, т.е. подлежи на обврска за враќаање) е прилично стабилен и изнесува околу 35% во целиот набљудуван период. Она што е интересно е структурата на овие извори. Имено, во вкупните извори на финансирање, долгорочните кредити учествуваат со околу 5%, кратккорочните банкарски кредити учествуваат со околу 12-13%, а најголемо учество имаат обврските кон добавувачите и тоа помеѓу 17 и 20%. Тоа ја потврдува нашата теза дека како мерило на задолженоста треба да се земе вкупниот ливериџ, бидејќи компаниите очигледно во голема мера се потпираат на поевтините извори на финансирање, како обврските кон добавувачи.

Показателите на профитабилноста покажуваат опаѓање на профитабилноста во набљудуваниот период. Сите мерила (приносот на вкупни средства, принос на сопствениот капитал и нето-профитната маржа) се преополовени во 2013 во однос на 2009 година. Очигледно е дека вкупната добивка на компаниите опаѓа во овој период, што има негативни последици на повеќе полиња, вклучувајќи го и пазарот на капитал. Намалувањето на нето-профитната маржа покажува дека ослабува конкурентската позиција на компаниите, но може да е и резултат на засилената конкуренција. Во секој случај, тоа го намалува просторот на компаниите за намалување на цените како средство во борбата на пазарот.

Треба да се им предвид дека во примерокот се вклучени само акционерски друштва, најголемиот дел од нив котирани на Македонската берза. Од една страна, тоа значи дека се анализирани најголемиот дел од значајните македонски компании, но и дека податоците не можат да се генерализираат и пренесат на малите и средните претпријатија.

**Резултати од регресијата**

Со оглед на тоа што располагаме со податоци за 47 компании, за период од 5 години, имаме можност да примениме панел-регресионен модел. Горната основна спецификација на моделот, како што најавивме, ја модифициравме со примена на неколку од можните коефициенти за одделните променливи. Резултатите од регресијата се дадени во табела 2.

*Табела 2 – Резултати од регресијата*

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Променлива** | **Модел 1**  **(НД-ПВС)** | **Модел 2**  **(НД-ПВС)** | **Модел 3**  **(НД-ПВС)** | **Модел 4**  **(ОД-ПСК)** | **Модел 5**  **(ПСК)** |
| **C (пресечна точка)** | -1,4525\*\*\*  (0,3555) | -1,422\*\*\*  (0,3606) | -1,351\*\*\*  (0,358) | -1,436\*\*\*  (0,360) | -3,464\*\*\*  (0,841) |
| **LEVER** | -0,1322\*\*  (0,0551) |  |  | -0,134\*\*  (0,056) | -0,580\*\*\*  (0,130) |
| **LT** |  | -0,068  (0,0503) |  |  |  |
| **LSLOAN** |  |  | -0,084  (0,111) |  |  |
| **TANG** | -0,0582  (0,0916) | -0,0491  (0,0933) | -0,0577  (0,0935) | -0,042  (0,093) | -0,120  (0,217) |
| **SIZE** | 0,1588\*\*\*  (0,0356) | 0,1516\*\*\*  (0,0359) | 0,1449\*\*\*  (0,0356) | 0,157\*\*\*  (0,036) | 0,386\*\*\*  (0,084) |
| **REVGR** | -0,0278\*  (0,0163) | -0,0026  (0,0293) | -0,026  (0,0165) | -0,021  (0,017) | -0,082\*\*  0,038 |
| **INV** | 0,0027  (0,0306) | -0,0206  (0,0293) | -0,0198  (0,0295) | 0,003  (0,031) | -0,104  (0,072) |
| **TAX** | 0,0115  (0,0239) | 0,0122  (0,0242) | 0,0107  (0,0243) |  | 0,024  (0,057) |
| **Adj R2** | 0,447 | 0,435 | 0,431 | 0,423 | 0,339 |
| **AIC** | -2,054 | -2,033 | -2,026 | -2,023 | -0,33 |
| **F-Statistic** | 4,607 | 4,447 | 4,382 | 4,340 | 3,294 |
| **Prob F-Stat.** | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| **Модел (фиксни/случајни ефекти)** | Фиксни ефекти | Фиксни ефекти | Фиксни ефекти | Фиксни ефекти | Фиксни ефекти |
| **Хаусман тест**  **(верој. на *Х*2)** | 0,004 | 0,011 | 0,01 | 0,003 | 0,000 |

Стандардните грешки се дадени во загради. LEVER = вкупна задолженост, LT = долгорочни кредити, LSLOAN = вкупни банкарски кредити.

\*-значајно на ниво од 10%; \*\*-значајно на ниво од 5%; \*\*\*-значајно на ниво од 1%

Моделите од 1 до 3 како зависна променлива ја користат стапката на принос на вкупни средства пресметана од нето-добивката (НД-ПВС), моделот 4 ја користи стапката на принос на вкупни средства од оперативната добивка (ОД-ПВС), а моделот 5 ја користи стапката на принос на сопствен капитал пресметана од нето-добивката (ПСК). Бидејќи моделот 4 не ја користи нето-добивката како зависна променлива, туку оперативната добовка, во него не е вклучена променливата данок на добивка, од причина што данокот на добивка не влијае врз оперативната добивка.

Кај користењето на панел-регресијата едно од клучните прашања е примената на модел со фиксни или варијабилни ефекти. Како индикатор за соодветноста на моделот го користиме тесот на Хаусман. Кај сите варијанти на моделот Хаусман тестот покажува дека соодветна е примената на модел со фиксни ефекти, чиишто резултати и се прикажани во табелата. Последниот ред од табелата 2 ги содржи коефициентите на веројатност кај Хаусман тестот. Доколку овие големини се пониски од 5%, тогаш соодветна е примената на фиксните ефекти.

**Анализа на добиените резултати**

Прилагодениот коефициент на детерминација кај сите модели се наоѓа над нивото од 30%, што може да се смета за задоволително. Според овој коефициент, а и според AIC, се чини дека моделот 1 најдобро ја отсликува меѓузависноста на вклучените варијабли.

Како и да е, дискусијата околу добиените резултати не остава простор за многу дилеми. Очигледно е дека ливериџот, односно задолженоста негативно влијае врз профитабилноста, но интересно е дека тоа се гледа дека само доколку ливериџот се набљудува како вкупен, но не и како долгорочен кредит или како збир на банкарските кредити. Тоа ни зборува дека проблемот веројатно не е во висината на каматата, туку, генерално, позадолжените компании остваруваат полоши финансиски резултати Тоа може, покрај каматата, да е предизвикано од помалата доверба на потрошувачите, полоши услови на набавка што ги добиваат од добавувачите или генерално, од полошата организација на работењето, што и довело до тоа да имаат повисока вкупна задолженост.

Уште еден очигледен заклучок е дека големината на компанијата позитивно влијае на нејзината профитабилност. Тоа значи дека поголемите компании се во принцип, попрофитабилни од помалите, но треба да се има предвид дека целиот примерок што го употребуваме ги содржи поголемите компании во Македонија, така што за поцелосни заклучоци би требало да се користи поголем примерок.

Еден изненадувачки резултат е негативното влијание на порастот на приходите врз профитабилноста. Тоа би можело да се објасни со недоволната ефективност на маргиналните продажби, т.е. како ситуација во која компаниите го зголемуваат обемот на продажба, но тоа го прават по пониски цени или полош однос помеѓу продажните цени и цената на чинење. Впрочем, опаѓањето на нето-профитната маржа прикажано во табела 1 оди во прилог на ова тврдење, кое, сепак, треба да се земе со резерва, поради ниското ниво на сигнификантност и фактот дека не се јавува кај сите варијанти на моделот.

Останатите променливи не се јавуваат како значајни, што не изненадува во случајот на стапката на данок на добивка, бидејќи како антикризна мерка во овој период во Македонија се применуваше оданочување на непризнаените расходи, а не на добивката, така што данокот честопати беше многу низок и немаше директн поврзаност со големината на бруто-добивката. Помалку изненадува ирелевантноста на инвестициите како големина, додека материјалноста на средствата ретко има одраз врз профитабилноста, што и тука се покажа.

**Заклучок**

Во овој труд направивме анализа на факторите кои влијаат врз профитабилноста, со посебен акцент на влијанието на ливериџот, на примерок од 47 македонски акционерски друштва, претежно котирани на Македонската берза. Користејќи панел регресија, дојдовме до заклучок дека задолженоста има негативно влијание врз профитабилноста, но само доколку се набљудува како вкупен ливериџ, а не и како долгорочни кредити или вкупни банкарски кредити. Од ова фактички заклучуваме дека компаниите што се позадолжени имаат пониска профитабилност, а останува и можноста за повратно влијание на профитабилноста врз задолженоста, т.е. компаниите што помалку заработуваат имаат и помалку сопствени средства, поради што мораат и повеќе да се задолжуваат. Од ова не треба да се сфати дека компаниите што се повеќе задолжени остваруваат пониски добивки од оние што се помалку задолжени, туку дека релативно, дополнителното задолжување што го прават не ѝм носи соодветно повисока добивка. Тоа може да е резултат на погрешна селекција на проекти во кои се вложени средства или компанијата ја надминала точката до која се зголемува маргиналната добивка од дополнителните продажби, поради што натамошното оптоварување со позајмени средства за да се зголеми обртот на работењето не носи соодветно зголемување на добивката. Друг фактор со влијание врз профитабилноста е големината на компанијата, кај која утврдуваме позитивен знак, додека останатите фактори немаат значајно влијание.

Покрај ова, во трудот е утврдено дека, во просек, ливериџот на македонските котирани акционерски друштва се движи на нивото од околу 35% и не бележи значајни промени во последнве неколку години. Од друга страна, кај профитабилноста забележуваме значајно опаѓање. Мерено преку релативните показатели, таа се преполовува во период од околу 5-6 години.

На крајот, би навеле некои од ограничувањата на ова истражување. Имено, примерокот со кој работиме е релативно мал и иако ги опфаќа поголемите котирани и некотирани акционерски друштва, за посигурни резултати неопходно би било да се употреби поголем примерок од компании. Во истиот контекст, и периодот за кој се прибрани финансиски податоци е пожелно да биде подолг. Конечно, моделот би можел да се дополни и со нови променливи како што се траењето на оперативниот циклус, нето-готовинските текови на компанијата или да се вклучат и некои макроекономски варијабли со цел да се зголеми неговата објаснувачка валидност.

ЛИТЕРАТУРА

Baird, Philip L., Pinar Celikkol Geylani and Jeffrey A. Roberts, (2012). Corporate Social and Financial Performance Re-Examined: Industry Effects in a Linear Mixed Model Analysis, *Journal of Business Ethics*, Vol. 109, No. 3: 367-388.

Cornett, M., Marcus, A., Tehranian, H. (2008). Earnings Management, Corporate Governance, and Financial Performance. Journal of Financial Economics, 87: 357-373.

Deloof M. (2003), ‘Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?’, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3) & (4),

Goddard J., Tavakoli M. and Wilson J. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: Evidence from a dynamic panel data, *Applied Financial Economics (15)*: 1269–1282.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling. 1976. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, Journal of Financial Economics, 3: 305-360.

Kebewar, Mazen (2013), The Effect of Debt on Corporate Profitability : Evidence from French Service Sector, *Cahiers économiques de Bruxelles* 56(1):43-59

Lazaridis, I., Tryfonidis, D., 2006, ‘Relationship Between Working Capital Management and Profitability Of Listed Companies In The Athens Stock Exchange’, *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19, No.1: 26-35.

Majumdar, Sumit K., Pradeep Chhibber (1999). "Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance." *Public Choice* 98 (3-4): 287-305.

Margaritis D. and Psillaki M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency, *Journal of Business Finance & Accounting* (Vol. 34): 1447-1469.

Modigliani, F. and M. Miller. 1958. “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, American Economic Review, vol. 48: 261–297.

Modigliani, F. and M. Miller. 1963. “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, American Economic Review 53 (3): 433-443.

Nunes, P.M., Z. Serrasqueiro, T. Sequeira (2009), Profitability in Services Portuguese Firms: A Panel Data Approach, *Service Industries Journal*, 29(5), 693-707.

Rao N. V., Al-Yahyaee K. H. M. and Syed L. A. M. (2007): «Capital structure and financial performance: evidence from Oman», *Indian Journal of Economics and Business (7),* pp. 1-14.

Zeitun R. and Tian G. (2007). Capital structure and corporate performance evidence from Jordan, Australasian Accounting Business & Finance Journal (1): 40-53.

**Summary**

**IMPACT OF LEVERAGE ON THE PROFITABILITY OF THE MACEDONIAN COMPANIES**

The capital structure theory in its current state, generally accepcts that the leverage induced costs lower the company net-earnings, although the interest payments, through the tax-shield, could have a positive impact on the average cost of capital. Although this relationship might at first glance seem simple and intuitively clear, one must have in mind that the borrowings are normaly made to implement various business ventures. If the net-benefits from these ventures outweigh the costs of debt, the impact of the borrowings on the company profitability would be positive. In order to investigate the impact of the leverige on the profitability of the Macedonian companies, we have created a sample of 47 large public companies, predominantly listed on the Macedonian Stock Exchange. We have gatherred detailed financial data for these companies for the period 2009-2013 and on the basis of these data we have applied a panel regression. The summary statistics of the sample shows that the average total leverage among the analyzed companies is moderate, at the level of 35%, while their profitability drops significantly during the period in question. The regression results show that the total leverage has a negative impact on profitability, but they are not confirmed when long-term debt and total bank borrowings are taken as dependent variables. Among the remaining independent variables, there is a positive relationship between the size of the company and profitability, while the impact of the total fixed asset investments in the previous period, the income tax and the revenue growth are not statistically significant.

Keywords: leverage, capital structure, profitability, cost of capital