

Дългосрочният дълг, като фактор на пазарната възвръщаемост

Дългът е крайъгълен камък, който от една страна намира сериозно място в икономическите теории и модели а от друга присъствува непосредствено и значимо в реалната икономика. Дългът стои в основата на отворената до днес тема за капиталовата структура, където намира връзка с риска и доходността. Свързва се с финансовите кризи а след тази от есента на 2007 година се използва и като инструмент за борба с тях. Отговорът на въпроса за влиянието, което оказва дългосрочния дълг на пазарната възвръщаемост всъщност е и отговор на въпроса до колко безпрецедентните количествени облекчения за справяне с кризата са адекватния и отговор. Не на последно място дългът е сред най-толерираните източници за финансиране. Докато брутната и капиталова печалба, дивиденда, дохода от лихва и др. се облагат с данък, лихвите по дълга са данъчно признат разход.

1. Теоретична постановка

Изследването на причинността между дългосрочния дълг и пазарната възвръщаемост изисква да се разгледат функциите и задачите на капиталовия пазар, както и основните теории и модели, които го засягат. Теоретично капиталовия пазар би трябвало да привлече, концентрира и пренасочи свободния финансов ресурс към бизнеса, като отговори на неговите предпочитания за риск и ликвидност. На така дефинираните функции и задачи в достатъчна степен отговаря първичния пазар, чийто размер съпоставен с вторичния пазар е относително малък, което поставя редица въпроси.

Автори, като Ross Levine, Zervos, Sule и Momoh определят капиталовия пазар, като основен канал за икономически напредък, чрез който компаниите финансират дългосрочните си инвестиционни цели.

Sule и Momoh твърдят, че чрез механизма за формиране и разпределение, капиталовият пазар осигурява ефективно разпределение на оскъдните ресурси за оптимизиране на икономиката, като така се намалява потребността дългосрочни проекти да се финансират от краткосрочни източници.

Ако зависимостта между дългосрочния дълг и пазарната възвръщаемост се разгледа през призмата на матуритета би трябвало да се обърне внимание на теорията за предпочитание към ликвидност. Последната е предложена от Джон Мейнард Кейнс и предполага, че лихвата е цената за раздяла с ликвидността. Колкото по – дълъг е матуритета толкова по – висока би трябвало да е цената. Според Теорията за предпочитание за ликвидност

инвеститор, изправен пред два актива, предлагащи една и съща норма на възвръщаемост, винаги би избрал по-ликвидния актив.

Изборът на подходящи източници за финансиране е в основата не само на пазарния но и на дългосрочния икономически растеж. Стимулирането и на двата вида ръст изисква финансиране за срок много по-дълъг от срока, за който спестителите са готови да се разделят със свободните си пари. Или тук се сблъскваме с основен проблем на дълга: матуритета на спестяванията е много по-кратък от матуритета на кредита. Освен през призмата на матуритета на капиталовия пазар вътрешните и външните източници не са перфектни заместители, което прави решенията за финансиране, инвестиции и разпределение на дивиденди свързани.

От една страна интерес представляват теории и модели свързани с изследваната зависимост на ниво определяне на цените на отделните финансови инструменти, които безспорно оказват влияние на стойността на пазара. От друга, интерес представляват теории и модели, които се опитват да обяснят директно пазарните тенденции и зависимости.

Теорията, която стои в основата на повечето основни концепции за финансовите пазари е хипотезата за ефективните пазари предложена от Юджийн Фама през 1970 година. Хипотезата предполага наличието на голям брой рационални, търсещи печалба инвеститори, които реагират бързо при предоставяне на нова за пазара информация. При поява на такава инвеститорите преценяват стойността на акциите и ако се налага коригират цената. Следователно във всеки един момент цената на акциите е безпристрастно отражение на цялата налична информация и представлява най – добра оценка за справедливата стойност на ценните книжа.

Фама посочва три форми на ефективност на пазара: а) слаба форма; б) полусилна форма; в) силна форма. Последната - силна форма гласи, че цените на акциите отразяват цялата налична информация включително личната такава. В изследванията на повечето учени обаче попада полусилната форма на ефективност.

С свой по – късен труд Фама посочва, че макроикономическите сили влияят върху очакваните бъдещи парични потоци на корпорациите, изплащането на дивиденди и дисконтовите ставки, следователно косвено определят цените на акциите на фирмено ниво.

Цените на акциите отразяват очаквания за парични потоци, печалба, дивидент, лихва и др. По този начин в решенията на инвеститорите се отразяват бъдещи стойности на променливите а не настоящата реалност.

Формирането на стойността на ценните книжа на капиталовия пазар в значима степен е подчинено на закона за търсене и предлагане. Ако търсенето надвишава предлагането на

пазара би се формирал възходящ тренд в следствие, на което цените на повечето книжа ще нарастват и то без значение, какви активи и резултати стоят зад тях. Какво е необходимо за да може търсенето да надхвърли предлагането. Нужен е свободен финансов ресурс (спекулативно би могло и дълг) и желание за покупка в следствие на положителни очаквания. Съществуват теории, според които свободния финансов ресурс се колебае между паричния и капиталовия пазари в зависимост от съотношението на риск и доходност. На съвременния развит финансов пазар много на брой инвеститори управляват огромни финансови ресурси с помоща на многообразие от инструменти. Това прави измерването на определен сегмент от ресурса изключително трудно. Още по-трудно се оказва да измерим втория фактор – желание за покупка и позитивните очаквания. Така описания сценарий за формиране на цените срещайки търсенето и предлагането по – скоро се допълва отколкото противоречи на теорията за блуждаещите цени и с вълновите теории а отразяването на човешкия фактор ни насочва към поведенческите теории.

В основата на теориите за пазарните вълни стои твърдението, че движенията на пазарите на са хаотични а биха могли да се наблюдават зависимости под формата на цикли. Наличието на пазарни цикли може да се приеме за факт, въпросът е доколко последните могат да бъдат прогнозирани. Едно от основните имена, с които се свързва теорията е това на Ралф Нелсън Елиът, който разработва трудовете си в 20 – те, 30 – те години на миналия век. На вълновите теории науката гледа критично, към което се въздържам да се присъединя. Причината е, че днес множеството „признати“ теории и модели работят в най – добрия случай ограничено ако въобще някога са работили. На този фон, теорията на Елиът е ключов инструмент за технически анализ до днес. Ако всички, които го ползват в практиката губеха от това то теорията отдавна да е история. Тук интерес представлява изказването пред Economist 1994г. на Нобеловия лауреат Мъртън Милър, който признава, че класическата икономика не успява да обясни как се формират цените на активите.

Точно противоположни на вълновите теории са твърденията на теорията за блуждаещите цени известна още като теория за случайната разходка. Последната постулира, че новата за пазара информация се разпространява на случаен принцип във времето. Следователно промените в цените са случайни и нямат връзка с предишни такива. Тази хипотеза е задълбочено апробирана, както в развити, така и в нововъзникващи капиталови пазари. Доказателствата уви са не достатъчно убедителни и до някъде смесени..

Теорията на поведенческите финанси е коренно различна от посочените до тук теории, като твърди, че инвестиционния процес на капиталовия пазар съдържа важни психологически и поведенчески променливи, които осигуряват възможност на интелигентните инвеститори да печелят. Например когато цената на определен актив започне да прегрява без съществена промяна във фундамента на компанията, теоретичите на поведенческите финанси биха квалифицирали това, като масова психоза или ефект на стадото. Привържениците на тази теория намират обяснение в промените на капиталовия пазар в психологията на инвеститорите а не в статистическите показатели.

Някои автори посочват, че различните инвеститори построяват така наречената справедлива – за тях стойност на различно ценово отстояние от номиналната, емисионната, счетоводната и пазарната стойност. Освен това теорията на поведенческите финанси доказва, че инвеститорите не винаги действуват рационално. В моменти на несигурност влияние оказва психологията на масовите инвеститори. Следователно промени в пазарното поведение биха могли да причинят внезапен спад или ръст на пазара.

Според анализ на Лондонската фондова борса цените на акциите биха могли да растат или спадат по най – различни технически причини, които може да нямат нищо общо с действителната прогноза за съответна компания или пазар. Цените на акциите биха могли да бъдат засегнати от решения на инвеститори управляващи портфейлите си на база технически анализ, както и от пазарните действия на маркетмейкърите. Техническите показатели са доста популярни, тъй като са бързи, лесно разбираеми и вдъхват увереност. Пазарни сътресения или тяхното мултиплициране са възможни и в следствие на автоматизирана търговия, когато решенията за сключване на сделка са функция заложена в софтуер. Друг фактор в тази посока, като при това се свързва пряко с дълга е, че при висока пазарна волатилност е възможно да се разпродадат позиции, които са гаранция по репо сделки. Последното би могло да е автоматизирано или не но и в двата сценария допълнително задълбочава отклоненията.

Виждаме, че съществуват теории, които обясняват промените в цените на акциите чрез промени в очакванията на участниците на пазара. Уви все още не е построен математически модел или теория, които да оценят, обяснят, измерват и прогнозират успешно човешките чувства и емоции. Теориите приемат, че инвеститорите са рационални, като задължително допускане но в живота не винаги е така. Основното допускане в хипотезата за рационалните очаквания е, че индивидите са рационални и вземат интелигентни икономически решения след като претеглят цялата налична информация използвайки я в свой икономически интерес.

За да изследват рационалността в поведението на пазара Russel и Torbey използват тестове за нестабилност. Емпиричните доказателства осигурени от въпросните тестове показват, че движенията на цените на акциите не могат да бъдат причислени единствено към рационалните очаквания на инвеститорите а съдържат и ирационален компонент.

Дори инвеститорите да бяха винаги рационални, самият пазар далеч не е свършен, просто по добър модел за определяне на стойността все още не е предложен. Като основна причина за пазарното несвършенство би могло да се посочи човешкия фактор. Обръщайки внимание на последния, от една страна липсата на рационалност ни насочва към поведенческите теории а от друга място намират теорията за асиметричната информация и теорията за агентските отношения. Последните ще разгледаме по – късно, тъй като намират отражение в зависимостта между дълга и пазарната възвръщаемост на ниво компания.

На ниво компания зависимостта между дълга и възвръщаемостта намира отражение в отворената до днес тема за капиталовата структура. През годините темата за капиталовата структура е получила много внимание във финансовата литература. Решението за типа капиталова структура се определя, като едно от най – важните финансово – управленски решения. Според Pandey това е така защото решението оказва влияние върху риска и възвръщаемостта на акционерите.

Капиталовата структура изразява величината и съотношението на дългосрочните източници за финансиране на компанията, като играе решеваща роля по отношение успешното съществуване, растеж и резултати на компанията. Според Дамодаран капиталовата структура е сместа на дълга и собствения капитал, която компаниите използват за финансиране на своята дейност. Ако тази структура е добре организирана, цената на капитала намалява, което може да увеличи стойността на компанията.

Най – често капиталовата структура се измерва с помоща на съотношението дълг – капитал. Тук е важно да се отбележи, че съотношението би могло да се промени, както поради нарастване на дълга, така и при промени в пазарната оценка на собствения капитал.

Традиционната теория е една от първите, които заемат отношение към капиталовата структура. Тя предполага, че с нарастването на дела на дълга среднопретеглената цена на капитала намалява, от където нараства стойността на компанията, респективно стойността на акцията. Традиционната теория се основава на три основни допускания:

- ✓ Цената на дълга е по – ниска от тази на собствения капитал.
- ✓ Липсват данъци.
- ✓ Употребата на дълг не води да промяна на риска за инвеститорите.

Ако твърдението на традиционалистите беше абсолютно вярно то всяка компания би се стремела към максимално ползване на дълг, което би довело съотношението дълг – капитал до единица. Уви при такова съотношение компанията е фалирала а неин собственик е банката. Според традиционният възглед за капиталовата структура среднопретеглената цена на капитала притежава U-образно графично изображение, от което следва, че съществува оптимален микс между дълг и капитал, при който стойността на компанията е максимална. С помоща на така наречената критична точка или точка на безразличие традиционната теория може да изведе от кой момент дълга е в полза на компанията. Проблемът е, че няма инструмент, който да посочи до къде да се ползва дълга. Като основна слабост на традиционната теория може да се посочи, че не отразява влиянието на риска.

Друга теория за капиталовата структура е така наречената теория за компромисите, която разглежда избора на капиталова структура, като компромис между ползите и разходите за дълга. Сред основните ползи на дълга са по – ниската му цена, както и икономията на

данък с която е свързан – лихвените плащания са данъчно признат разход. Разходите за дълга включват разходите в случай на фалит и ликвидация, както и агентските разходи.

Разходите свързани с фалита и ликвидацията се делят на преки и непреки. Преки са тези, които са свързани директно със самия процес. Непреки разходи не са парични разходи за самия процес, а са резултат от фалит. Примери за непреки разходи са загубите на ключови служители след фалита на компанията и продажбите, с които се свързват загуби по време и след фалита.

Разходите за несъстоятелност за големите компании са по-малко важни при вземането на решение за структурата на капитала, отколкото за по-малките компании, тъй като преките разходи за фалит намаляват, когато размерът на дружеството се увеличи.

Теорията за компромиси обяснява защо типовте капиталова структура могат да се различават в отделните отрасли. За технологичните компании например е присъщ висок растеж а обикновено имат много рискови и голямо количество нематериални активи. Всичко това не им дава възможност да привличат евтин дълг. Такива компании най-често финансират дейността им чрез висок дял на собствения капитал спрямо дълга.

Теорията за компромиса е в съответствие с традиционната гледна точка, че съществува оптимален микс между дълга и собствения капитал. В потвърждение традиционалисти, като Линтнър и Гордън твърдят, че съществува оптимално съотношение на ливъридж, което се достига, когато ползата от дълга под форма на икономия на данък се изравни с разходите свързани с фалита и ликвидацията.

Мертън отбелязва простия факт, че собственият капитал и дългът са условни вземания върху активите на една и съща фирма. И двата стават по-малко ценни, когато активите на фирмата намаляват, както и двата стават по-ценни, когато активите на фирмата нарастват. И двата са свързани със стойността на активите на фирмата. По този начин, ако има определени фактори, които водят до промени в стойността на активите на фирмата, същите тези фактори ще доведат до промени във възвръщаемостта на дълга и собствения капитал на тази фирма. Това означава, че има положителна връзка между възвръщаемостта на дълга и възвръщаемостта на собствения капитал в една и съща фирма.

Теорията за капиталовата структура, която е залегнала най-сериозно в съвременните корпоративни финанси е тази на Франко Модилиани и Мъртън Милър, представена през 1958 година. Основното твърдение на двамата Нобелови лауреати е, че стойността на компанията е ирелевантна към структурата на капитала. Според Моделиани и Милър нарастването на дела на дълга не води до намаляване на среднопретеглената цена на капитала а до повишаване на риска и от там до по-висока изискуема норма на възвръщаемост от акционерите. В първоначалния си вариант теорията е доказана при следните допускания:

- ✓ Ценните книжа се търгуват на напълно ефективен капиталов пазар, където липсват транзакционни разходи.
- ✓ Всички пазарни субекти имат равен достъп до дълга, който е на цената на безрисковата доходност.
- ✓ Всички пазарни субекти са рационални, имат равен достъп до информация и еднакви пазарни очаквания.
- ✓ Пренебрегва се наличието на данъци.

По – късно Модилиани и Милър преразглеждат теорията си отново, като отчитат влиянието на данъка. В резултат на това вземат под внимание факта, че лихвите са данъчно признат разход, от където възниква икономия на данък. С отчитане на влиянието на данъка теорията звучи така: стойността на компания ползваща дълг е равна на стойността на същата компания, която е финансирана без дълг плюс настоящата стойност на данъчната защита от лихвите. Последната е позната още като данъче щит.

Теоретичното влияние на предложената от Модилиани и Милър теория за корпоративните финанси е безспорно значима но оригиналната извадка за емпиричната си работа е много ограничена. По нататъчна емпирична работа се позовава на много по – големи проби но получените резултати са смесени. Някои автори, като Hamada, Bhandari и др. посочват, че с финансовия лост възвръщаемостта нараства. Резултатите на Kortweg, Dimitrov&Jain, Penman и др. не подкрепят това твърдение.

В основата на теорията за асиметричната информация стои допускането за наличие на информационна асиметрия между заинтересованите страни. Наличието на асиметрична информация би принудило компаниите да изграждат капиталовата си структура с помоща на така нареченото йерархично финансиране. Последното е известно още, като теория на йерархичния ред и е разработена от Майерс. При йерархично финансиране първото предпочитание на компаниите е финансиране с вътрешни източници - нетния паричен поток. Последните сравнени с дълга не са носители на риск и нямат транзакционни разходи а сравнени с емитирането на акции не подават отрицателен сигнал към инвеститорите. Съществуват редица емпирични доказателства, които доказват, че издаването на нов собствен капитал води до намаление на цените на акциите. Следващ по предпочитание източник би бил дълга, следван от привилигировани акции. Финансиране с помоща на обикновенни акции би се използвало само при изчерпване на всички други алтернативи. Когато компанията търси външно финансиране, те винаги предпочитат дълг пред издаване на нов собствен капитал.

Според теорията за асиметричната информация, компанията би трябвало да се придържа към структура на капитала позволяваща при необходимост да се ползува допълнително финансиране за реализиране на нови инвестиции. Последното се онагледява с възможността, компанията да реализира проект, който не е известен на инвестиционната общност и съответно стойността му не е отразена в цената на акциите. В този случай

финансиране с емисия на акции би било скъпо и неефективно, така че компанията би трябвало да го реализира с дълг а след това, когато ефекта се отрази на цената на акциите да се върне към целевата си капиталова структура.

Според теорията за асиметричната информация компаниите реализиращи висока норма на печалба биха могли да осигурят значима част от нужното им финансиране от вътрешни източници. Последното би довело до по – ниски нива на дълга. В практиката е установено, че факторът асиметрична информация има по – значима тежест от данъчните изгоди.

Друга теория, близка до тази за асиметричната информация и разглеждаща дълга е теорията за кълвящите поръчки позната още като хипотеза на кълващия ред. Последната се основава на предположението, че има степен на информационна асиметрия между мениджъри и инвеститори. Тоест мениджърите знаят повече за стойността, рисковете и бъдещето на техните компании от инвеститорите. Доказателство за това е, че цените на акциите често се повишават след обявяване на увеличаване на идването изплащане на дивиденди. Асиметричната информация има влияние и върху изборът за финансиране на компанията. Финансирането може да се извърши вътрешно или външно и чрез издаване или дълг, или собствен капитал. Според хипотеза на кълващия ред компанията предпочита вътрешното финансиране пред външно а в случаите, когато външното финансиране е единствената налична възможност дългът се предпочита пред собствения капитал.

Теорията на кълващите нареждания предполага, че компанията трябва да търси външно финансиране само когато няма достатъчно вътрешни средства.

В подкрепа на това е изследване на Miao, в чийто фокус е капиталовата структура на индустрията. Авторът заключава, че индустрии с висок растеж имат по – ниско ниво на ливъридж.

През призмата на теорията за асиметричната информация и тази за кълвящите поръчки и имайки предвид заявеното и в двете предпочитание на вътрешни пред външни източници би могло да се открие наличие на обратнопропорционална зависимост между дълга и финансовия резултат.

Изборът на финансов ливъридж е компромис между риска и възвръщаемостта. Рискът от фалит ще се увеличава с увеличаване на дълга, което ще доведе до по-висока необходима норма на възвръщаемост за акционерите. Следователно капиталовата структура на компанията определя нейните резултати. При определяне на общата възвръщаемост на дадена компания често е важно да се разгледат промените в капиталовата структура и финансовите резултати.

Хипотезата за пазарния график е теория за това как корпорациите финансират инвестициите си с капитал или с дългови инструменти. Хипотезата за пазарният график е

много стара и понякога се класифицира като част от литературата на поведенческите финанси. Основната идеята е че фирмите обръщат внимание на пазарните условия.

Изследване на Греъм и Харви показва, че по-голямата част от запитаните финансови директори заявяват, че се съобразяват с пазара при издаване на собствен капитал.

Според изследване на Masulis и Korwar и тези на Asquith и Mullin, фирмите обикновено издават повече собствен капитал, когато цената на акциите се повиши.

Теорията за агентските отношения разглежда конфликта на интереси между собствениците на компанията и нейния мениджмънт, като през призмата на капиталовата структура хвърля светлина относно мотивацията и решенията на двете страни. По принцип нарастването на дела на дълга води до нарастване на риска, което в един момент би могло да коства на мениджмънта лишаване от сигурност и комфорт а дори загуба на позицията. През тази призма мениджмънта с оглед собствения си комфорт не би поел излишен за него риск, което би могло да коства на компанията нереализирани проекти или пропуснати ползи. Според теорията за агентските разходи дългът има дисциплиниращо влияние. Майерс и Щулц посочват, че дългът би могъл да повлияе върху стойността на фирмата положително или отрицателно, тъй като функционира като инструмент за управление на агентурните разходи в посока недостатъчно инвестиране и надинвестиране.

Съществуват два вида разходи: агенционни разходи свързани със собствен капитал и агенционни разходи свързани с дълг. Разходите за собствения капитал на агенцията възникват, защото собственикът на компания има по – висок стимул за работа от служителя. Същото отношение съществува, ако притежавате голям процент от компанията в сравнение с малък процент.

Агентските разходи възникват също, когато има конфликт между акционери и облигационери. Когато дадено предприятие увеличи дълга си в капиталовата структура, облигационерите ще започнат да поемат все по-голяма част от риска и дейността на компанията, но акционерите и собствениците все още имат цялостния контрол върху инвестиционните и оперативните решения на компанията. Това ще предостави на мениджърите различни начини за прилагане на егоистични стратегии, които ще увеличат собственото си богатство за сметка на притежателите на облигации.

Това кога коя теория намира по – задълбочено потвърждение е резултат на редица променливи. По – значими от тях са: рентабилност на компанията – фактор оказващ влияние в две посоки от една страна компании с висока рентабилност биха се стремили към високи нива на дълга с цел данъчна изгода – според статичната теория, според теорията за асиметричната информация компаниите с висока норма на печалба биха могли да осигурят голяма част от нужното им финансиране от вътрешни източници; матуритет

на дълга; данъчното облагане – кореспондира с множество теории; условията на капиталовите пазари - кореспондира с хипотезата за пазарния график или срокове; структурата на активите – компании с висок дял на ликвидни материални активи биха могли да заемат повече дълг; стабилност на продажбите – компании с предвидими и сигурни продажби биха могли да се придържат към ползуване на повече дълг; контрол на мениджмънта върху компанията и неговите предпочитания – кореспондира както с теорията за агентските отношения, така и с теорията за асиметричната информация; оперативен ливъридж; финансова гъвкавост и резервен заемаен капацитет – кореспондира с теорията за агентските отношения; нивото на бизнес риска; потенциал за растеж; мащаб на компанията и др.

Съществуващите теории за капиталова структура се фокусират или върху вътрешни фактори, или върху външни фактори, но не успяват включат и двата аспекта. Например, компромисната теория основно се занимава с вътрешни аспекти, т.е. влиянието на разходите за несъстоятелност на компанията и нейните данъчни изгоди. От друга страна, теорията на кълващите поръчки се занимава основно агентски конфликти между компаниите и техните акционери и влиянието на тези конфликти във връзка с финансовия избор на компанията. По този начин теорията на кълващите поръчки включва аспекти на външната капиталова структура, но пренебрегват вътрешните. По същия начин теорията за агентските отношения и теорията за пазарни срокове се съсредоточават главно върху вътрешни или външни аспекти на избора на капиталова структура но нито една не включва и двете в единна рамка.

2. Литературен обзор

Някои изследвания показват, че капиталовата структура определя доходността на акциите. Автори, като Kheradynar и Ibrahim, Fama и French, Kothari и Shanken заявяват, че съотношението дълг - собствен капитал е особено ефективно при прогнозиране фондова възвръщаемост. Освен това последните твърдят, че съотношението притежава определено ниво на „мощност“ което позволява да се прогнозира ефективно възвръщаемостта в бъдеще на над 36 международни пазара.

По-новите проучвания се стремят да тестват съотношението дълг - собствен капитал в пазари като САЩ, Китай и Канада, където резултатите показват, че съотношението се приема за съществуващ „силен прогнозатор“ по отношение на предсказуемостта на възвръщаемостта на акциите.

Прегледът на литературния обзор показва многообразие от различни, понякога изключващи се позиции и гледни точки спрямо зависимостта дългосрочен дълг пазарна възвръщаемост. На този фон прегледът на емпиричните разработки е още по – богат. Някои автори откриват положителна или отрицателна зависимост, други достигат до

смесени резултати, трети не откриват зависимост а има такива, които твърдят, че възвръщаемостта оказва влияние на дълга.

2.1 Наличие на положителна зависимост между дългосрочния дълг и пазарната възвръщаемост

Двата най-важни инструмента на фискалната политика са нивата на държавните разходи и данъчното облагане. Увеличение в държавните разходи има стимулиращ ефект върху икономиката като цяло или конкретни нейни сегменти, като цени на акции докато намаляването на разходите има обратен ефект.

Различни проучвания подкрепиха мнението, че има силна водеща позиция връзка между промените в предлагането на пари и цени на акции. Подобни резултати предполагаха, че промените в темпът на растеж на паричното предлагане може да служи като водещ индикатор за промяна на цените на акциите.

Даррат изследва дали промените във фискалната политика (държавен дълг) оказват ефект върху фондова борса и доходност на капитала. Емпиричните му резултати показват, че фискалната политика играе важна роля за определяне на цените на акциите в Съединени щати през периода на оценяване. Авторът твърди, че борсата може да бъде разглеждат като важен канал „предаване на влиянието на фискалната политика към реалната икономиката.

Strong и Xu проучиха връзката между очакваната възвръщаемост на акциите в Обединеното кралство и няколко екзогенни променливи за периода от 1973 г. до 1992 г. Те откриха, че очакваната възвръщаемост се влияе положително от бета, собствения капитал и пазарния ливъридж.

Jaramillo и Schiantarelli изследват дългосрочния дълг върху ефекта на фирмите в Еквадор. Откриват положителна връзка между дълга и възрастта на фирмите. По-старите фирми имат лесен достъп до финанси и подобряват работата си. Наличието на положителна връзка между дълга и производителността и увеличаването на дълга водят до увеличаване на производителността.

Редица учени откриват положителна връзка между капиталовата структура и възвръщаемостта на акциите.

Бхандари твърди, че има положителна връзка между капиталовата структура и възвръщаемостта на акциите. Автора доказва, че очакваните месечни доходи от акция корелират положително с годишните съотношения на дълга към собствения капитал. Връзката се наблюдава по отношение на фирмите от всички сектори.

Хамада използва теоретичен подход за изследване, с което да провери модела на Модилиани и Милър. Заключениеето му е, че нормата на възвръщаемост се увеличава с нарастването на дълга. В по-късно проучване с използване на данни на американски фирми, той доказва, че има положителна връзка между лоста и пазарната възвръщаемост.

Резултатите на Масулис са в съответствие с тези на Хамада. В своето проучване от 1983 г. той изследва промените на ливъриджа върху възвръщаемостта на акциите. Резултатите му подсказват, че цените на акциите се свързват положително с промените в съотношението на дълга.

Twaïresh изследва връзката между капиталова структура и представянето на фирми, котирувани на фондовата борса на Саудитска Арабия между 2004 г. и 2012 г., извеждайки, че ливъриджа оказва силно влияние върху представянето на ценните книжа.

Други автори, като Джавид, Хасан, Азеем, Асиф, Азиз изследвали фирми, регистрирани на фондовата борса в Карачи са съгласни, че структурата на капитала има значителен положителен резултат с фирмената стойност.

Според Champion: ливъриджът е начинът да се подобри работата на компаниите. Финансирането на външния дълг играе важна роля за повишаване на бъдещата производителност на фирмите и е важно за бъдещия растеж.

Ливъриджът може да осигури данъчни ползи от дългове, като по този начин подобри стойността на фирмата Zou.

2.2 Наличие на отрицателна зависимост между дългосрочния дълг и пазарната възвръщаемост

Редица автори твърдят, че наличието на дълг в капиталовата структура оказва негативно влияние върху възвръщаемостта на акциите.

Хол и Вайс се натъкват на отрицателна връзка между лоста и възвръщаемостта при изследване на връзката между размера на фирмата и рентабилността. Те сондират 500-те най-големи индустриални фирми и определят възвръщаемостта на акциите като възвръщаемост на собствения капитал след данъци.

Adami проуват наличието на връзка между капиталовата структура и пазарната възвръщаемост в периода 1980 - 2008 г. на Лондонската борса. Емпиричните им резултати показват, че финансирането с дълг влияе отрицателно върху възвръщаемостта на акциите.

Заклученията на Penman, Richardson и Tuna са в съответствие с Adami и др. Според авторите пазарният ливъридж корелира отрицателно с възвръщаемостта на акциите.

George и Hwang намират отрицателна връзка между възвръщаемостта на акциите и ливъриджа. Те обясняват отрицателната връзка наличието на други видове риск освен финансовия, като посочват че по-високата възвръщаемост на фирмите с нисък дълг би могло да ги компенсира.

Vo и Елис достигат до извода, че само компании с нисък дълг могат да създадат акционерна стойност. Те изследват връзката между капиталовата структура и стойността на акциите във Виетнам, като откриват, че цената на финансирането с дълг е по - висока от получените ползи, което предполага, че ливъриджът има неблагоприятно въздействие върху стойността на Виетнамски компании.

Umar и др. изследват зависимостта между капиталовата структура и пазарната възвръщаемост на борсата в Карачи. Откриват обратна зависимост между дълга и резултатите на компаниите. В заключение предлагат на мениджмънта да използват повече собствен капитал за сметка на дълга а проектите да бъдат финансирани от вътрешни източници, като неразпределена печалба.

Zeitun и Tian правят оценка на връзката между производителността и капиталовата структура на компаниите в Йордания. Данните са събрани от финансовите отчети на Аманската фондова борса. Резултатите показат, че е налице обратна връзка между дълга и резултатите на фирмата. Размерът на компанията също има положителен ефект върху резултатите от компанията, тъй като големите фирми имат ниски разходи за фалит.

Dada изследва връзката между рентабилността и дълга на големи компании в Нигерия. Използваните показатели за измерване на резултатите на компаниите са ROA и ROE, докато краткосрочния и дългосрочен дълг в изследването са използвани, като независими променливи. Резултатите показват, че нарастване на дълга има за резултат спад на рентабилността.

Gabrijelešić и др. изследват връзката между ливъриджа и резултатите на фирмата. Резултатите от това проучване показват, че увеличаването на ливъридж причинява намаляване на ефективността. Проучването предлага, че фирмите трябва да използват чуждестранно финансиране за подобряване на резултатите, но не твърде много, което може да повлияе негативно на фирмените резултати.

Muradoglu и Sivaprasad изграждат портфейли, използвайки съотношението на дълга като основа за инвестиционна стратегия и за наличие на положителна връзка между възвръщаемостта на акциите и ливъриджа. Авторите достигат до извода, че портфейлите с нисък ливъридж дават по-висока възвръщаемост в дългосрочен план.

Ардати изследва връзката между финансовия лост и геометричната средна стойност на възвръщаемост за индустриални, железопътни и комунални фирми. Той намира отрицателна връзка между променливите, но тя е статистически незначителна.

2.3 Наличие на смесена зависимост между дългосрочния дълг и пазарната възвръщаемост

Наблюдават се все повече изследвания, че структурата на капитала влияе върху възвръщаемостта на акциите и резултатите са смесени.

Javed и др. оценяват въздействието на структурата на капитала върху резултатите на дружествата. Проучването достига до заключението, че има смесена връзка между представянето на компаниите и капиталовата структура.

Cecchetti и Schoenholtz изследват ефектите на дълг върху компаниите и заключават, че умереното ниво на дълга подобрява благосъстоянието и повишава растежа, но високите нива могат водят до спад в растежа на фирмата.

Rainhart и Rogoff твърдят, че дълга влияе положително на растеж на фирма само когато е в рамките на определени нива. Когато съотношението надхвърля определени нива финансовата криза е много вероятно. Аргументът се поддържа и от Stern Stewart, който твърди, че високото ниво на дълга увеличава вероятност фирма да бъде изправена пред финансови затруднения.

2.4 Наличие на други зависимости между дългосрочния дълг и пазарната възвръщаемост

Gomes и Schmid изследват връзката между финансовия ливъридж и фондова възвръщаемост, като откриват, че връзката е по-сложна в сравнение с тази в статичен учебник. Авторите твърдят, че връзката между ливъридж и възвръщаемостта на акциите зависи от инвестиционните възможности на компанията.

Съществуват и проучвания, които показват, че възвръщаемостта на акциите и структурата на капитала едновременно влияят взаимно.

Други автори изследват противоположната зависимост и твърдят, че възвръщаемостта на акциите определя структурата на капитала.

Според редица изследвания структурата на капитала силно зависи от индустрията, в която дадена фирма работи. По този начин характеристиките на индустрията са един от основните фактори, които променят структурата на капитала.

Някои изследвания установяват, че ливъриджът не оказва влияние върху стойността на фирмата. Jiraporn и Liu са съгласни, че ако ливъриджът е твърде висок, няма значителен ефект върху стойността на фирмата. Elkelish и Marshall проведоха подобни изследвания в Обединените арабски емирства за хранителните фирми през 1996 - 2000г. Изводът, до който достигат е, че съотношението дълг собствения капитал не влияе върху стойността на фирмата.

Подобна гледка се подчертава от Kodongo, Mokoaleli Mokoteli и Maina в своето проучване за регистрирани фирми в Кения. Изследването показва, че ливъриджът не влияе стабилно върху стойността на компанията.

3. Зависимост между дългосрочния дълг и пазарната възвръщаемост

Проведохме изследване за наличие на причинност между дългосрочния публичен дълг и пазарната възвръщаемост на страните от ОИСР 15. Данните за изследването са взети от

сайта на Световната банка и International Monetary Fund Database. Обхващат периода 2001 - 2017 година. За целта използвахме модел на Гренджър, като бяха търсени зависимости на разглежданите променливи с времеви интервал от една до четири години. Според използвания модел причинност е на лице, когато получената стойност е по – малка от 0,1. Резултатите са показани в Таблица 1.

Таблица 1

	<i>Debth/M.Cap 1:4</i>	<i>Debth/M.Cap 1:3</i>	<i>Debth/M.Cap 1:2</i>
<i>AUT</i>	0.0709	0.2959	0.05287
<i>BEL</i>	0.08229	0.2628	0.8775
<i>DNK</i>	0.02766	0.06092	0.09845
<i>FIN</i>	0.7406	0.3598	0.2911
<i>DEU</i>	0.545	0.2032	0.9549
<i>GRC</i>	0.3973	0.201	0.4979
<i>IRL</i>	0.3043	0.1506	0.4569
<i>ITA</i>	0.1153	0.1731	0.3508
<i>LUX</i>	0.2456	0.06978	0.8626
<i>NLD</i>	0.3747	0.347	0.1965
<i>PRT</i>	0.1787	0.5693	0.9883
<i>ESP</i>	0.02973	0.1614	0.1726
<i>SWE</i>	0.3147	0.1759	0.2439
<i>FRA</i>	0.01538	0.05584	0.02493
<i>GBR</i>	0.1609	0.1469	0.3554

Източник : Собствено изследване

4. Анализ на получените резултати

Прегледа на получените от изследването резултати показва, че не може да се открие значима и еднопосочна за всички изследвани пазари зависимост. При някои от изследваните пазари, като тези на Дания и Франция дълга оказва влияние на пазарната възвръщаемост и за трите от изследваните времеви отрязъци. При австрийската икономика тази зависимост се открива между първата и втората и между първата и четвъртата години. При пазарите на Белгия и Испания зависимостта се открива между първата и четвъртата а при Люксембург между първата и третата години. При всички останали изследвани пазари не се открива изследваната зависимост. Получените резултати в най – значима степен подкрепят твърденията на учени, които са достигнали до смесени резултати. Последното вероятно е следствие на фактори, които са останали извън обхвата

на изследването а включването им би позволило по – задълбочено тълкуване на зависимостта.