

УДК 658.14/.17:658.114.1/2

**Грінченко В.О.***аспірантка кафедри корпоративних фінансів і контролінгу  
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"*

## СТРУКТУРА КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ МАЛОГО І СЕРЕДНЬОГО БІЗНЕСУ

*Узагальнено результати досліджень структури капіталу малого та середнього бізнесу та визначено особливості фінансування українських та європейських підприємств. Встановлено, що українські малі та середні підприємства мають вищий, порівняно з великими, рівень фінансового левериджу та ризику. Також проаналізовано структуру капіталу українських підприємств і виявлено існування негативної залежності між часткою статутного капіталу у структурі джерел фінансування та розміром підприємства.*

*Ключові слова: структура капіталу, малий та середній бізнес, фінансовий леверидж, торговельний кредит.*

**J E L : G32**

**Постановка проблеми.** Питання структури капіталу, її оптимізації та факторів, які на неї впливають, викликають суперечки серед науковців з часу публікації М.Міллером та Ф.Модільяні у 1958 р. праці щодо впливу структури капіталу на вартість підприємства. Традиційні теорії структури капіталу розроблялись для великих підприємств і не враховують особливостей малого та середнього бізнесу. Зважаючи на важливу роль малих та середніх підприємств у забезпеченні економічного розвитку та зайнятості населення, питання структури їх капіталу потребують детального вивчення.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій та невирішених раніше частин проблеми.** Структуру капіталу малих та середніх підприємств вивчали такі зарубіжні науковці, як А.Н.Бергер та Г.Ф.Удел, М.Харріс та А.Равів, Р.Г.Раджан та М.А.Петерсен, Дж.Стігліц та А.Вейс, Дж.Абор, А.Беніто та інші. Вивченням структури капіталу вітчизняних підприємств займалися українські вчені Р.Квасницька, Л.Матвійчук, О.Костюк, О.Гурнак та інші. Проте особливостям структури капіталу українських підприємств малого та середнього бізнесу вітчизняні вчені уваги не приділяли.

**Постановка завдання.** Метою статті є систематизація поглядів зарубіжних вчених щодо структури капіталу підприємств малого та середнього бізнесу та визначення особливостей структури фінансування українських і європейських малих та середніх підприємств.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Малий та середній бізнес відіграє важливу роль в економічному розвитку країни. У розвинених країнах підприємства малого та середнього бізнесу створюють основну частку робочих місць [1, с. 715]. Розвиток малого та середнього бізнесу підтримується урядами розвинених країн на усіх рівнях і розглядається як рушійна сила досягнення економічних та соціально-економічних цілей.

У науковій літературі, присвяченій проблемам визначення оптимальної структури капіталу, можна виділити два основні напрями. Перший напрям досліджень, як зазначалося вище, було започатковано М.Міллером і Ф.Модільяні у 1958 р. першою теоремою структури капіталу, яка базувалася на припущеннях щодо існування досконалого ринку, відсутності трансакційних витрат та податків [2, с. 263]. Цей напрям об'єднує переважно моделювання структури капіталу великих підприємств. Другий



напряг пов'язаний з емпіричними дослідженнями структури капіталу малих та середніх підприємств та особливостями їх фінансування. Акцент робиться на тому, що власник і менеджер підприємства в основному є однією особою й інформаційна асиметрія виникає не між ними – як у великих корпораціях, а між зовнішніми стейкхолдерами (банками, кредиторами) та самим підприємством.

Основні теорії структури капіталу підприємства, такі як теорія компромісу, теорія інформаційної асиметрії, теорія ієрархії джерел фінансування та теорія агентських витрат, були розроблені, зважаючи на особливості великих компаній. Однією з причин недостатнього дослідження структури капіталу малого та середнього бізнесу є відсутність або недостовірність даних для їх проведення, оскільки малі та середні підприємства не розкривають детальну інформацію в обов'язковому порядку та зазвичай не проводять аудит фінансової звітності. У цій статті зроблено спробу всебічно розглянути усі можливі дані й вивести рекомендації щодо визначення оптимальної структури капіталу підприємств малого та середнього бізнесу.

Деякі науковці доводять, що рішення щодо структури капіталу малих та середніх підприємств можна пояснити за допомогою основних теорій структури капіталу, і використовують для цього метод тестування теорій структури капіталу у малому та середньому бізнесі. Це дозволяє визначити відмінності між структурою фінансування малих та середніх підприємств і великих корпорацій [1, с. 715; 3, с. 130; ].

Також науковці досліджують суттєвість і напряг зв'язку між рівнем фінансового левериджу та різними характеристиками підприємства. Тут як основні чинники можна виділити прибутковість, можливості зростання, структуру активів, вік підприємства та вид економічної діяльності [1, с. 721; 4, с. 174].

Загальновідомим є факт, що малий та середній бізнес відрізняється від великого не тільки меншими обсягами діяльності, а й структурою управління та функціонування, у тому числі особливостями фінансування своєї діяльності. Зарубіжні вчені, аналізуючи фінансування малого та середнього бізнесу розвинених країн, встановили особливості структури капіталу малих та середніх підприємств, першою з яких є менші, порівняно з великими підприємствами, можливості залучення позичкового капіталу, через що власники МСП змушені звертатись за короткостроковим позичковим фінансуванням, зокрема торговельним кредитом [5, с. 362]. А другою особливістю є вищий, ніж у великих корпорацій, рівень інформаційної асиметрії, а отже, традиційні шляхи зменшення останньої для малих та середніх підприємств не є ефективними. Інформаційна асиметрія у малому і середньому бізнесі в основному проявляється між власником, який часто є й менеджером, і позикодавцями [6, с. 313].

Ще однією особливістю малих та середніх підприємств є значний вплив моделі корпоративного управління та структури власності на структуру капіталу. Малі та середні підприємства в основному є сімейними, з одним власником. Власники МСП схильні до вищого рівня ризику і більше позичають, що також пояснюється обмеженими можливостями зростання та бажанням зберегти контроль над бізнесом [7, с. 55].

Бухгалтерська та фінансова практика малих та середніх підприємств простіша, МСП ведуть спрощений бухгалтерський облік порівняно з великими підприємствами. С.Коулман та Р.Кон зазначають, що багато проблем малого та середнього бізнесу, таких як недостатня капіталізація та надмірний рівень позичкового капіталу, пов'язані з низьким рівнем фінансової обізнаності підприємців [8, с. 90].

Також дослідники структури капіталу визначили, що підприємствам малого та середнього бізнесу притаманні:

- 1) нижча частка основних засобів у активах порівняно з великими підприємствами;
- 2) вища частка дебіторської заборгованості;
- 3) набагато вищий рівень поточних зобов'язань;

4) вищий рівень фінансування діяльності із внутрішніх джерел, а саме нерозподіленого прибутку;

5) вищий рівень ризику, що проявляється у вищому рівні фінансового левериджу та банкрутства [6, с. 305; 9, с. 1165].

У табл. 1 згруповано дослідження структури капіталу зарубіжними вченими починаючи з 2000-х років.

*Таблиця 1*

**Узагальнення останніх досліджень структури капіталу підприємств малого та середнього бізнесу**

Автор	Роки	Країна	Період	Основні результати дослідження
А. Беніто	2003	Іспанія, Велика Британія	1985–2000	Отримані результати узгоджуються з теорією ієрархії джерел фінансування у обох країнах, незважаючи на існування відмінностей у макроекономічному середовищі країн
Г.Сазар, С.Холмс	2003	Австралія	1995–1998	Структура активів, прибутковість та можливості зростання є важливими факторами структури капіталу. Результати узгоджуються із теорією ієрархії джерел фінансування
Г.С.Холл, П.Дж.Хаткінсон, Н.Мікаелас	2004	Бельгія, Німеччина, Іспанія, Ірландія, Італія, Нідерланди, Португалія та Велика Британія	1995	Знайдена значна варіація структури капіталу та факторів, які на неї впливають, залежно від досліджуваної країни. Визначено, що наявність застави має найбільший вплив на структуру капіталу малого та середнього бізнесу, тоді як можливості зростання – найменший
Дж.Санчес-Відал, Дж.Ф.Мартін-Угедо	2005	Іспанія	1994–2000	Отримані результати підтверджують теорію ієрархії джерел фінансування для малого та середнього бізнесу, а також для підприємств з високим рівнем зростання
Г.Тровато, М.Альфо	2006	Італія	1989–1994	Рівень ризику має суттєвий негативний зв'язок із рівнем позичкового капіталу, у той час як прибутковість не впливає на рівень фінансового левериджу
Дж.Абор	2007	Гана, Південна Африка	1998–2003	Дослідження виявило існування негативного зв'язку між рівнем довгострокового позичкового капіталу та результативністю діяльності підприємств
Н.Даскаласкіс, М.Псіллакі	2008	Греція, Франція	1997–2002	Структура активів та прибутковість мають негативний зв'язок із структурою капіталу малих та середніх підприємств, у той же час розмір підприємства має позитивний зв'язок зі структурою капіталу
К.Ліу, Г.Г.Тіан	2009	Китай	2005–2008	Дослідження виявило, що малі та середні підприємства формують структуру капіталу відповідно до теорії ієрархії джерел фінансування та мають нижчий відсоток банківського кредитування у структурі джерел фінансування



Продовження табл. 1

Автор	Роки	Країна	Період	Основні результати дослідження
С. Айбар-Аріас, А. Касіно-Мартінес, Дж. Лопес-Гарсія	2012	Іспанія	1995–2005	Дослідження виявило, що структура капіталу малих та середніх підприємств формується залежно від розміру підприємства, можливостей зростання і рівня фінансової гнучкості
Д. Форте, Л. А. Баррос, В. Т. Накамура	2013	Бразилія	1994–2006	Виявлено існування суттєвого негативного зв'язку між прибутковістю та рівнем позичкового капіталу та позитивного зв'язку між можливостями зростання та рівнем позичкового капіталу
Я. Донг, Ч. Мен	2014	119 країн, що розвиваються	2002–2010	У результаті дослідження виявлено, що малі та молоді підприємства невиробничого сектора фінансують діяльність в основному із внутрішніх джерел

Джерело: складено автором за матеріалами [9, с. 1171; 10, с. 355].

Як бачимо з табл. 1, багато дослідників структури капіталу малих та середніх підприємств знайшли підтвердження теорії ієрархії у формуванні структури капіталу. Відповідно до неї підприємства фінансують свою діяльність насамперед із нерозподіленого прибутку. За його недостатнього розміру використовуються облігаційні позики та банківське кредитування, а рішення щодо нової емісії приймаються в останню чергу [11, с. 98]. Також більшість дослідників виявили існування зв'язку між такими характеристиками малих та середніх підприємств, як структура активів і прибутковість та рівнем фінансового левериджу.

Питання оптимізації структури капіталу українських підприємств розглядало багато вітчизняних учених. Так, Л. Безгінова займалася дослідженням управління капіталом та оптимізації його структури на підприємствах роздрібною торгівлі, тоді як О. Гурнак вивчав структуру капіталу та можливості її оптимізації на промислових підприємствах [12, 13]. О. Костюк досліджував питання управління структурою капіталу з метою покращення фінансового стану підприємства, а Л. Матвійчук – оптимізацію структури капіталу у системі фінансової безпеки [14, 15].

Питанням фінансування підприємств малого та середнього бізнесу присвячено праці таких українських учених, як Ю. Лупенко, Т. Яворська, О. Грицино, Л. Барбакова, В. Сердюк та інші. Л. Барбакова, розглядаючи фінансові інструменти залучення фінансування підприємствами малого та середнього бізнесу, визначила такі основні джерела фінансових ресурсів, як кредитування, акціонування, бюджетне фінансування та лізинг [16, с. 105]. Такі науковці, як В. Подплетній та Т. Яворська зазначають, що основним напрямом покращення стану фінансового забезпечення малого та середнього бізнесу є розвиток мікрофінансування банками та небанківськими фінансово-кредитними установами [17, с. 221; 18, с. 271].

Аналізуючи структуру фінансування малого та середнього бізнесу, спочатку визначимо, які підприємства відносяться до малих та середніх відповідно до законодавства – українського та Європейського Союзу. Згідно з Господарським кодексом України малим вважається підприємство, середня кількість працівників якого за звітний період не перевищує 50 осіб та річний дохід не перевищує 10 млн євро, тоді як середнім вважається підприємство з чисельністю персоналу не більше 250 осіб та річний дохід якого не перевищує 50 млн євро [19]. Критерії визначення підприємств за розмірами відповідно до законодавства України та Європейського Союзу наведено у табл. 2.

Критерії визначення підприємств малого та середнього бізнесу в Україні є наближеними до стандартів ЄС за показниками кількості працівників та річного доходу. Однак законодавство ЄС передбачає застосування альтернативного критерію до річного доходу – річної сукупної вартості активів.

*Таблиця 2*
**Критерії визначення підприємств відповідно до їх розміру**

Розмір підприємства	Україна		ЄС		
	Кількість працівників, осіб	Річний дохід, млн євро	Кількість працівників, осіб	Річний дохід, млн євро*	Річна сукупна вартість активів, млн євро*
Малі підприємства	<50	<10	<50	<10	<10
Середні підприємства	<250	<50	<250	<50	<43
Великі підприємства	>250	>50	>250	>50	>43

\*Підприємство має відповідати хоча б одному з цих критеріїв.

Джерело: складено автором за матеріалами [19, 20].

Основні показники діяльності українських підприємств відповідно до їх розміру наведено у табл. 3.

*Таблиця 3*
**Основні показники діяльності українських підприємств залежно від розміру за 2010–2014 роки, % до загальної кількості підприємств**

Розмір підприємства	2010	2011	2012	2013	2014	Середнє
<b>Кількість підприємств</b>						
Малі підприємства	94,3	94,3	94,3	95,0	95,2	94,6
Середні підприємства	5,5	5,5	5,5	4,8	4,7	5,2
Великі підприємства	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>Кількість зайнятих працівників</b>						
Малі підприємства	27	27	27	27	27	26,9
Середні підприємства	43	42	41	41	43	41,8
Великі підприємства	30	31	32	32	30	31,3
<b>Витрати на оплату праці</b>						
Малі підприємства	14	16	16	16	15	15,5
Середні підприємства	41	39	39	38	41	39,7
Великі підприємства	45	45	45	46	43	44,9
<b>Обсяг реалізованої продукції (товарів, послуг)</b>						
Малі підприємства	17	15	16	17	17	16,3
Середні підприємства	41	40	42	41	41	41,2
Великі підприємства	42	44	42	42	42	42,4
<b>Капітальні інвестиції</b>						
Малі підприємства	16	18	16	18	16	16,7
Середні підприємства	39	42	34	34	35	36,8
Великі підприємства	45	40	50	48	49	46,5
<b>Фінансові результати до оподаткування, прибуток</b>						
Малі підприємства	15	14	16	19	21	17,0
Середні підприємства	46	34	45	39	44	41,7
Великі підприємства	39	51	39	42	35	41,3
<b>Фінансові результати до оподаткування, збиток</b>						
Малі підприємства	32	31	28	33	28	30,4
Середні підприємства	34	41	37	37	38	37,4
Великі підприємства	34	28	35	31	34	32,2

Джерело: складено автором за матеріалами [21, с. 61–62].

З табл. 3 можемо побачити, що великі компанії становлять менше 1% від загального числа підприємств в Україні, тоді як малі є найбільшою за чисельністю категорією підприємств – у середньому 95% усіх суб'єктів господарської діяльності протягом аналізованого періоду. Малий та середній бізнес є основним джерелом створення



робочих місць – кількість зайнятих працівників на малих та середніх підприємствах протягом 2010–2014 рр. становила близько 70% усіх працівників. Водночас оплата праці значно вища на великих підприємствах: на 31% зайнятих там у середньому припадає 45% витрат на оплату праці.

Понад половини обсягу реалізованої продукції та капітальних інвестицій припадає на МСП. Проте треба зауважити, що на малі підприємства, чисельність яких становить близько 95% усіх українських підприємств, упродовж 2010–2014 рр. припадає лише 16% обсягу всієї реалізованої продукції та 17% капітальних інвестицій – ці показники значно нижчі, ніж у середнього та великого бізнесу.

Дані щодо прибутковості діяльності великих, середніх та малих підприємств за 2010–2014 рр. представлені у табл. 4.

Таблиця 4

**Показники прибутковості діяльності українських підприємств залежно від розміру за 2010–2014 рр.**

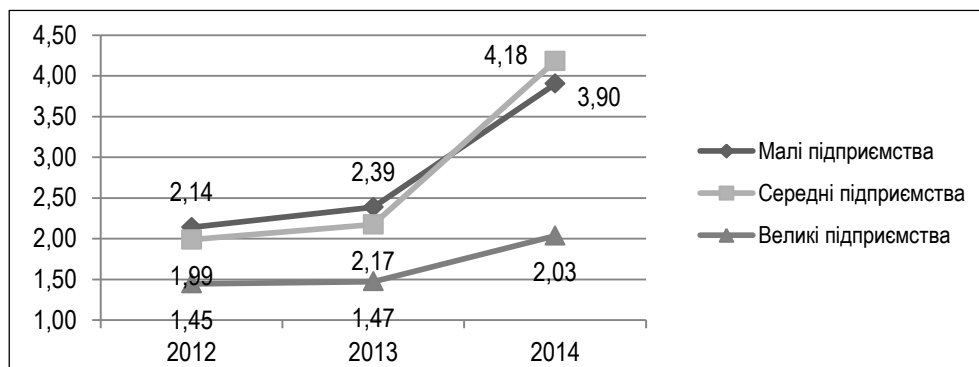
Розмір підприємства	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Чистий прибуток (збиток), млн грн</b>					
Малі підприємства	-19 661	-10 594	-14 748	-29 421	-179 298
Середні підприємства	30 743	19 245	34 612	-1 568	-206 223
Великі підприємства	2 825	59 147	15 204	8 149	-204 546
<b>Рентабельність усієї діяльності, %</b>					
Малі підприємства	-5,7	-2,5	-3,3	-6,2	-26,5
Середні підприємства	2,3	1,2	2,2	-0,1	-12,5
Великі підприємства	0,2	3,3	0,9	0,6	-11,1

Джерело: складено автором за матеріалами [21, с. 119–121, с. 123].

З табл. 4 можемо побачити, що малі підприємства були збитковими протягом усього аналізованого періоду, тоді як великі відзначалися рентабельністю протягом 2010–2013 рр., а середні – протягом 2010–2012 рр. У 2014 р. усі українські підприємства зазнали збитків через кризовий стан економіки.

Отже, малі та середні підприємства становлять близько 99% усіх підприємств та акумулюють близько 70% усіх зайнятих працівників. Проте їх прибутковість є нижчою порівняно з великими.

Для аналізу структури капіталу українських підприємств малого та середнього бізнесу використано дані з офіційного сайту Державної служби статистики України [21, 22]. Визначимо коефіцієнт фінансового левериджу українських підприємств за період 2012–2014 рр., який розраховується як співвідношення позичкового капіталу до власного. Результати розрахунків представлено на рис. 1.



**Рис. 1. Коефіцієнт фінансового левериджу українських підприємств за період 2012–2014 рр. (станом на кінець року)**

Джерело: складено автором за матеріалами [21, с. 79–82; 22, с. 75–78].

Коефіцієнт фінансового левериджу протягом аналізованого періоду був позитивним на всіх українських підприємствах, що означає переважання позичкового капіталу у фінансуванні українських підприємств, незалежно від їх розміру. З рис. 1 простежується негативна залежність між розміром підприємства та рівнем фінансового левериджу. Протягом 2012 та 2013 рр. найвищий рівень фінансового левериджу спостерігався у малих підприємств і становив 2,14 та 2,39 відповідно, тоді як у 2014 р. найвищий рівень фінансового левериджу був притаманний середньому бізнесу і становив 4,18. Також можемо спостерігати тенденцію до різкого зростання рівня фінансового левериджу у 2014 р. на підприємствах усіх розмірів, що спричинене погіршенням умов для ведення бізнесу. Отримані результати відповідають висновкам С.С.Мішри та Д.Л.МакКонахі, згідно з якими малим та середнім підприємствам властивий вищий рівень позичкового фінансування, що пояснюється бажанням власників зберегти контроль над бізнесом [7, с. 61].

Для аналізу власного капіталу українських підприємств малого та середнього бізнесу було визначено частку його основних складових частин протягом 2012–2014 рр. у табл. 5. Дані щодо структури власного капіталу великих підприємств подано з метою порівняння.

*Таблиця 5*

**Структура власного капіталу українських підприємств  
за період 2012–2014 рр. (станом на кінець року), %**

Роки	Статутний капітал	Додатковий капітал	Резервний капітал	Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	Неоплачений та вилучений капітал	Усього власний капітал
<b>Малі підприємства</b>						
2012	86	43	3	-16	-15	100
2013	96	41	3	-24	-16	100
2014	169	38	4	-84	-26	100
<b>Середні підприємства</b>						
2012	46	49	3	7	-4	100
2013	51	48	3	3	-5	100
2014	72	70	7	-43	-6	100
<b>Великі підприємства</b>						
2012	28	55	2	16	0	100
2013	47	38	2	14	0	100
2014	52	62	2	-16	0	100

*Джерело:* складено автором за матеріалами [21, с. 93–95; 22, с. 75–78].

Основними складовими власного капіталу українських підприємств протягом аналізованого періоду незалежно від їх розміру були статутний та додатковий капітал, причому їхня частка у 2014 р. порівняно з 2012 р. суттєво збільшилась завдяки різкому зростанню накопиченого збитку через збитковість діяльності підприємств у 2014 р.

Можемо простежити негативну залежність між часткою статутного, неоплаченого та вилученого капіталу у структурі джерел фінансування та розміром підприємства. Оскільки рівень непокритого збитку становить значну частину власного капіталу малих підприємств протягом 2012–2013 рр., суб'єкти малого бізнесу у фінансуванні своєї діяльності покладались на статутний капітал, який представляє собою внески засновників. Це спричинене високою вартістю обслуговування та меншими можливостями залучення позичкового капіталу суб'єктами малого та середнього бізнесу. Наші висновки корелюють із результатами дослідження А.Н.Бергер та Г.Ф.Удель щодо особливостей фінансування підприємств малого та середнього бізнесу [5, с. 356].

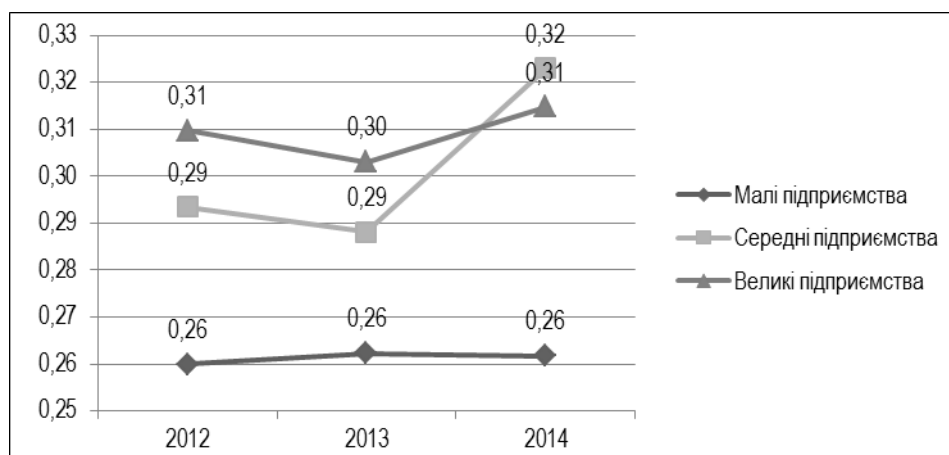
Українські науковці О.Рудченко та С.Клименко вважають, що основним джерелом фінансування українських підприємств малого бізнесу є власний капітал, бо банківська система не в змозі забезпечити малому бізнесу достатній рівень кредиту-



вання. Аналізуючи структуру власного капіталу малих підприємств Миколаївської області за 2005 р., науковці відзначили існування непокритого збитку на підприємствах більшості видів економічної діяльності через збитковість діяльності підприємств малого бізнесу, що не дало їм змогу сформувати необхідний розмір внутрішніх джерел фінансування [23, с. 58]. Отже, недостатність внутрішніх джерел фінансування на українських підприємствах малого та середнього бізнесу, яка є однією з основних причин високого рівня фінансового левериджу та ризику, – тенденція довгострокова, що підтвердили також і наші дослідження.

Також слід звернути увагу на низький рівень резервного капіталу у структурі власного капіталу українських підприємств незалежно від їх розміру. Недостатній рівень резервного капіталу зумовлений низьким рівнем прибутковості українських підприємств та є причиною зниження фінансової стійкості бізнесу через неможливість покривати непередбачені збитки.

При аналізі структури позичкового капіталу українських підприємств малого та середнього бізнесу було розраховано коефіцієнт структури позичкового капіталу – як відношення довгострокового позичкового капіталу до короткострокового. Результати розрахунків за 2012–2014 рр. представлено на рис. 2.



**Рис. 2. Коефіцієнт структури позичкового капіталу українських підприємств за період 2012–2014 рр. (станом на кінець року)**

*Джерело:* складено автором за матеріалами [21, с. 79–82; 22, с. 75–78].

Протягом 2012–2014 рр. короткострокові джерела позичкового фінансування значно переважають над довгостроковими на українських підприємствах усіх розмірів. Упродовж 2012–2013 рр. спостерігалась позитивна залежність між рівнем довгострокового позичкового фінансування та розміром підприємства. Ця тенденція відповідає висновкам дослідження М.Харріса і А.Равіва та М.Л.Леммона і Дж.Ф.Зендера, згідно з яким менші можливості залучення позичкового капіталу спричиняють те, що МСП звертаються до короткострокового позичкового фінансування [6, с. 321; 9, с. 1180].

Аналіз короткострокових зобов'язань українських підприємств за період 2013–2014 рр. представлено у табл. 6. Такий період обрано через відсутність співставних даних за 2012 р.

Із табл. 6 можемо побачити позитивну залежність між рівнем кредиторської заборгованості та негативну – між іншими поточними зобов'язаннями і розміром підприємства. Короткострокові кредити банків становлять невелику частку поточних зобов'язань на підприємствах усіх розмірів – від 12 до 16% короткострокових зобов'язань протягом 2013–2014 рр. Низький рівень банківського кредитування пов'язаний із



високими витратами з обслуговування кредиту, що змушує підприємства шукати альтернативні джерела фінансування.

Таблиця 6

**Структура короткострокового позичкового капіталу українських підприємств за період 2013-2014 рр. (станом на кінець року), %**

Роки	Короткострокові кредити банків	Кредиторська заборгованість	Поточні забезпечення	Інші поточні зобов'язання	Всього поточні зобов'язання і забезпечення
<b>Малі підприємства</b>					
2013	13	40	0	47	100
2014	16	39	0	45	100
<b>Середні підприємства</b>					
2013	15	57	0	28	100
2014	13	56	0	30	100
<b>Великі підприємства</b>					
2013	13	71	1	15	100
2014	12	69	4	15	100

Джерело: складено автором за матеріалами [21, с. 96–98; 22, с. 92–94].

Результати нашого дослідження співпадають з висновками І.Неделько, яка зазначає, що українські МСП мають проблеми з отриманням банківського кредитування через небажання банків працювати з новими підприємствами, що становлять значну частку підприємств малого та середнього бізнесу [24, с. 94].

Аналізуючи фінансування малого та середнього бізнесу в Україні, Ю.Лупенко та В.Фещенко також визначили, що доступ МСП до банківського кредитування та грошових ресурсів кредитних спілок ускладнений. Саме тому ці вітчизняні науковці пропонують підприємствам малого та середнього бізнесу звернутись до можливостей ринку капіталів, а саме цільових облігацій, векселів та кредитних нот [25, с. 65].

Проаналізувати складові інших поточних зобов'язань українських підприємств неможливо через відсутність даних, тоді як складові поточної кредиторської заборгованості представлено у табл. 7.

Таблиця 7

**Структура поточної кредиторської заборгованості українських підприємств за період 2013–2014 рр. (станом на кінець року), %**

Роки	За товари, роботи, послуги	За розрахунками з бюджетом	Зі страхування	З оплати праці	Інша кредиторська заборгованість	Кредиторська заборгованість усього
<b>Малі підприємства</b>						
2013	86	3	1	1	10	100
2014	79	3	0	1	17	100
<b>Середні підприємства</b>						
2013	74	2	1	1	23	100
2014	70	2	1	1	26	100
<b>Великі підприємства</b>						
2013	67	2	1	1	29	100
2014	58	3	1	1	37	100

Джерело: складено автором за матеріалами [21, с. 99–101; 22, с. 95–97].

Існує негативна залежність між часткою кредиторської заборгованості за товари, роботи, послуги у структурі усієї кредиторської заборгованості та розміром підприємства. Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги по суті є торговельним кредитом і становить 86% кредиторської заборгованості малих підприємств у 2013 р. та 79% у 2014 р. – отже, до торгового кредиту як джерела фінансування МСП вдаються частіше.



Проаналізуємо структуру капіталу підприємств країн Європейського Союзу та порівняємо її зі структурою фінансування українського бізнесу. Дані щодо структури капіталу підприємств європейських країн взято з бази даних BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized), що акумулює інформацію нефінансових підприємств ЄС, та представлено у табл. 8.

Таблиця 8

**Структура капіталу європейських підприємств залежно від розміру (середнє значення за 2012–2014 роки)\*, %**

Країна	Розмір підприємств	Власний капітал	Довгострокові зобов'язання	Поточні зобов'язання
Бельгія	Малі	50	22	28
	Середні	44	23	33
	Великі	45	29	26
Іспанія	Малі	51	21	28
	Середні	41	25	34
	Великі	38	32	30
Італія	Малі	26	24	50
	Середні	32	17	51
	Великі	32	23	45
Нідерланди	Малі	57	23	20
	Середні	52	22	26
	Великі	45	18	37
Німеччина	Малі	35	33	32
	Середні	38	32	30
	Великі	33	33	34
Польща	Малі	46	19	35
	Середні	48	19	33
	Великі	51	16	33
Португалія	Малі	28	29	42
	Середні	28	33	38
	Великі	32	32	36
Словаччина	Малі	27	22	51
	Середні	34	25	41
	Великі	42	26	32
Франція	Малі	34	33	34
	Середні	34	30	36
	Великі	31	36	33

\* 2012–2013 рр. для Нідерландів, Німеччини та Польщі.

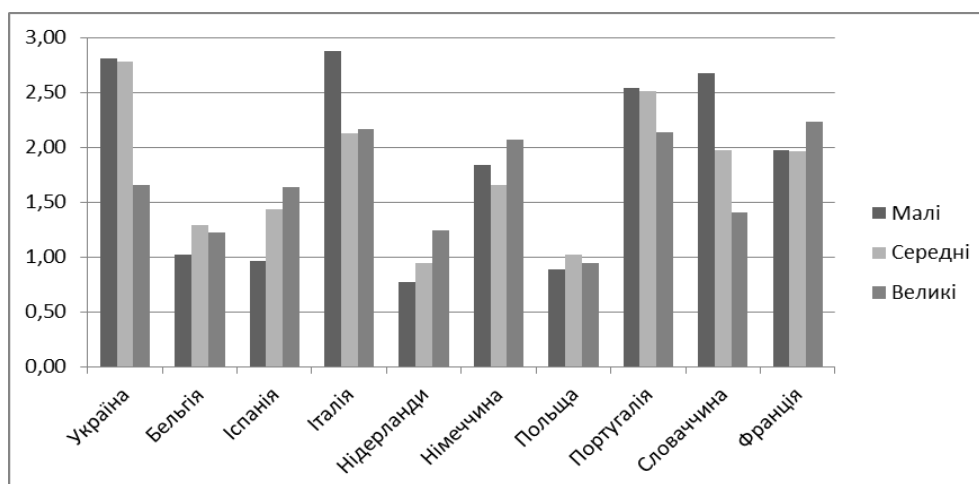
Джерело: складено автором за матеріалами [26].

Як бачимо з табл. 8, у підприємств переважної кількості аналізованих європейських країн частка позичкового капіталу є більшою, ніж власного. Проте структура капіталу підприємств у аналізованих європейських країнах значно відрізняється. Найвища частка власного капіталу – у підприємств Бельгії, Іспанії, Нідерландів та Польщі, у той час як найнижча – Італії та Португалії. Високим рівнем поточних зобов'язань характеризуються підприємства Італії та Словаччини, а довгострокових зобов'язань – Німеччини та Франції.

Можемо спостерігати у цих країнах відсутність спільної залежності між розміром підприємства та структурою капіталу. Тоді як структура капіталу підприємств Бельгії, Нідерландів та Франції характеризується наявністю негативної залежності між розміром підприємства та часткою власного капіталу у його структурі, для підприємств Італії, Польщі, Португалії та Словаччини характерним є існування позитивної залежності між розміром підприємства та часткою власного капіталу. У Бельгії, Іспанії та Словаччині існує позитивна залежність між часткою довгострокових зобов'я-

зань та розміром підприємства, тоді як у Польщі, Португалії та Словаччині – негативна залежність між поточними зобов'язаннями та розміром підприємства.

Для порівняння рівня фінансового левериджу та ризику українських та європейських малих та середніх підприємств, визначимо коефіцієнт фінансового левериджу, який представлено на рис. 3.



**Рис. 3. Коефіцієнт фінансового левериджу українських та європейських підприємств (середнє значення за 2012–2014 рр.)\***

\* 2012–2013 рр. для Нідерландів, Німеччини та Польщі

Джерело: складено автором за матеріалами [21, с. 79–82; 22 с. 75–78; 26].

На рис. 3 можемо побачити, що рівень фінансового левериджу українських малих та середніх підприємств є вищим, ніж усіх аналізованих європейських країн, крім Італії, де коефіцієнт фінансового левериджу малих підприємств трохи перевищує аналогічний показник українських підприємств. Порівнюючи значення коефіцієнта фінансового левериджу європейських та українських підприємств, відзначимо, що рівень фінансового левериджу та ризику малого та середнього бізнесу Італії, Португалії та Словаччини є наближеним до українських підприємств. Також виявлена позитивна залежність між часткою власного капіталу та негативна залежність між часткою поточних зобов'язань і розміром підприємства є спільною для підприємств України, Італії, Португалії та Словаччини.

Аналізуючи структуру капіталу малих та середніх українських та європейських підприємств, було виявлено, що високий рівень фінансового левериджу українських компаній в основному спричинений високою часткою кредиторської заборгованості, яка у середньому становить 30% всього капіталу протягом 2012–2014 рр., у той час як позичковий капітал підприємств більшості європейських країн в основному становлять зобов'язання перед банківськими установами та іншими фінансовими кредиторами. Проте кредиторська заборгованість підприємств Італії та Словаччини є важливим джерелом фінансування діяльності бізнесу та протягом аналізованого періоду становить близько 20% капіталу. Високий рівень кредиторської заборгованості є ще одним доказом того, що структура капіталу італійських та словацьких підприємств подібна до структури капіталу українських компаній. Ще однією особливістю структури фінансування українських підприємств, яка відрізняє її від європейських, є високий рівень непокритих збитків і низький рівень резервного капіталу у структурі власного капіталу через збитковість діяльності, що є однією з причин високого рівня фінансового левериджу українських підприємств.



### **Висновки**

У результаті узагальнення дослідження структури капіталу малого та середнього бізнесу та аналізу структуру капіталу українських та європейських підприємств, було виокремлено такі особливості:

– українським малим та середнім підприємствам притаманний вищий, порівняно з великими, рівень фінансового левериджу та ризику. Зважаючи на показники прибутковості та рентабельності діяльності малого та середнього бізнесу, можемо зробити висновок про вищий рівень збитковості та ймовірності банкрутства цих підприємств;

– існування негативної залежності між часткою статутного капіталу у структурі джерел фінансування українських підприємств та розміром підприємства, що свідчить про значну частку внесків засновників у структурі фінансування малого та середнього бізнесу. Причиною такої структури фінансування є менші можливості залучення МСП позичкового капіталу та неспроможність фінансувати діяльність із внутрішніх джерел через відсутність нерозподіленого прибутку;

– висока частка непокритого збитку у структурі власного капіталу українських МСП призводить до зменшення можливостей фінансування діяльності з внутрішніх джерел, які характеризуються найнижчою вартістю та рівнем ризику. Це, у свою чергу, негативно впливає на розвиток малого та середнього бізнесу в Україні. Також низька частка резервного капіталу не дає змогу покривати непередбачені збитки та знижує фінансову стійкість українських підприємств;

– у структурі позичкових джерел фінансування українських підприємств усіх розмірів переважають короткострокові, що зумовлено зверненням до використання торгового кредиту через високу вартість обслуговування банківських кредитів. Для розвитку малого та середнього бізнесу в Україні необхідно підвищити рівень банківського кредитування, що дозволить отримати доступ до необхідних ресурсів, брак яких покривається за рахунок кредиторської заборгованості і свідчить про низьку платіжну дисципліну;

– підприємствам аналізованих європейських країн притаманний нижчий рівень фінансового левериджу, ніж українським. Проте у структурі капіталу підприємств більшості європейських країн незалежно від їх розміру переважає позичковий капітал, що зумовлено високим рівнем банківського кредитування, тоді як висока частка позичкових джерел фінансування українських підприємств зумовлена широким використанням кредиторської заборгованості. Також було відмічено, що структура фінансування МСП Італії, Португалії та Словаччини дуже схожа на структуру капіталу українських підприємств.

### **Список використаних джерел**

1. *Hall G. C., Hutchinson P. J., Michaelas N.* Determinants of the Capital Structures of European SMEs // *Journal of Business Finance and Accounting*. – 2004. – Vol. 31, No. 5/6. – P.711–728.
2. *Modigliani F., Miller M.H.* The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment // *American Economic Review*. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P.261–297.
3. *Cassar G., Holmes S.* Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence // *Accounting and Finance*. – 2003. – Vol. 43. – P. 123–147.
4. *Trovato G., Alfo M.* Credit Rationing and the Financial Structure of Italian Small and Medium Enterprises // *Journal of Applied Economics*. – 2006. – Vol. 9, No. 1. – P. 167–184.
5. *Berger A. N., Udell G. F.* Relationships Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance // *Journal of Business*. – 1995. – Vol. 68. – P. 351–382.
6. *Harris M., Raviv A.* The Theory of Capital Structure // *Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46, No. 1. – P. 297–355.



7. *Mishra C. S., McConaughy D. L.* Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt // *Entrepreneurial Theory and Practice*. – 1999. – Vol. 23. – P. 53–64.
8. *Coleman S., Cohn R.* Small Firms' Use of Financial Leverage // *Journal of Business Entrepreneurship*. – 2000. – Vol. 12, No. 3. – P. 81–98.
9. *Lemmon M. L., Zender J. F.* Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2010. – Vol. 45, No. 5. – P.1161–1187.
10. *Forte D., Barros L. A., Nakamura W. T.* Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises // *Brazilian Administration Review*. – 2013. – Vol. 10, No. 3. – P. 347–369.
11. *Грінченко В.О.* Концептуальні засади оптимізації структури капіталу українських підприємств / В.О. Грінченко // *Формування ринкових відносин в Україні*. – 2013. – № 8. – С. 97–100.
12. *Безгінова Л.І.* Формування оптимальної структури капіталу в підприємствах роздрібно-торгівлі : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук: спец. 08.07.05 "Економіка торгівлі та послуг" / Л.І. Безгінова. – Харків, 2004. – 22 с.
13. *Гурнак О.В.* Формування оптимальної структури капіталу промислових підприємств : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук: спец. 08.04.01 "Фінанси, грошовий обіг та кредит" / О.В. Гурнак. – Донецьк, 2005. – 20 с.
14. *Костюк О.М.* Покращання фінансового стану підприємства на базі менеджменту структури капіталу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук: спец. 08.04.01 "Фінанси, грошовий обіг та кредит" / О.М. Костюк. – Суми, 2001. – 21 с.
15. *Матвійчук Л.О.* Формування та оптимізація структури капіталу в системі фінансової безпеки підприємства : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук: спец. 08.00.04 "Економіка та управління підприємствами" / Л.О. Матвійчук. – Хмельницький, 2011. – 20 с.
16. *Барбакова Л.В.* Фінансові інструменти і проблеми залучення фінансових засобів в малий і середній бізнес / Л.В. Барбакова // *Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі*. – 2008. – № 4 (4). – С. 102–110.
17. *Подплетній В.В.* Фінансове забезпечення мікрокредитування малого та середнього бізнесу в Україні / В.В. Подплетній // *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. – 2009. – № 16 (2). – С. 218–222.
18. *Яворська Т.І.* Вдосконалення фінансово-кредитного забезпечення малого бізнесу в сільському господарстві / Т.І. Яворська // *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки*. – 2010. – № 25 (1). – С. 268–273.
19. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV [Електронний ресурс] / офіц. веб-сайт Верховної Ради України. – Доступний з : <http://rada.gov.ua/>
20. European Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises 2003/361/EC // *Official Journal of the European Union*. – 6th May 2003. – P. 36–41.
21. Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва за 2014 рік : стат. зб. [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Доступний з : [http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat\\_u/publ9\\_u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/publ9_u.htm).
22. Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва за 2013 рік : стат. зб. [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Доступний з : [http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/Arhiv\\_u/09/Arch\\_dmp\\_bl.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/Arhiv_u/09/Arch_dmp_bl.htm)
23. *Рудченко О.Ю.* Формування власного капіталу як складова розвитку малого підприємництва / О.Ю. Рудченко, С.О. Клименко // *Фінанси України*. – 2008. – № 6. – С. 54–62.
24. *Неделько І.Г.* Фінансування розвитку сектору малого бізнесу / І.Г. Неделько // *Фінанси України*. – 2007. – № 1. – С. 93–98.
25. *Лупенко Ю.О.* Ринки капіталу для фінансування малого та середнього бізнесу в аграрному секторі економіки / Ю.О. Лупенко, В.В. Фещенко // *Фінанси, облік і аудит*. – 2014. – № 2. – С. 65–78.
26. Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH) [Електронний ресурс]. – Доступний з : <https://www.bach.banque-france.fr>

Надійшла до редакції 13.01.2016 р.



**Гринченко В.А.**

аспірантка кафедри корпоративних фінансов и контролінга

ГВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

#### **СТРУКТУРА КАПИТАЛА СУБ'ЄКТОВ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА**

Обобщены результаты исследований структуры капитала малого и среднего бизнеса и определены особенности финансирования украинских и европейских предприятий. Установлено, что украинские малые и средние предприятия имеют более высокий, по сравнению с крупными, уровень финансового левериджа и риска. Также проанализирована структура капитала украинских предприятий и выявлено существование отрицательной зависимости между долей уставного капитала в структуре источников финансирования и размером предприятия.

**Ключевые слова:** структура капитала, малый и средний бизнес, финансовый леверидж, торговый кредит.

**Viktoriiia Grinchenko**

PhD student of corporate finance and controlling department

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

#### **CAPITAL STRUCTURE OF SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES**

The article analyzes the results of a research on the capital structure of small and medium business and identifies the financing peculiarities of Ukrainian and European enterprises. The author calculates the financial leverage of Ukrainian companies and shows that Ukrainian SMEs have higher level of financial leverage and risk compared with large enterprises. Structure of equity and debt financing was analyzed. It was determined that small and medium enterprises have a higher proportion of authorized capital in the structure of financial resources due to the lower possibility of attracting debt financing. The high level of retained losses of Ukrainian small and medium enterprises demonstrates the failure to finance their activities from internal sources, as well as a higher probability of bankruptcy.

The author analyzed the debt structure of Ukrainian firms and revealed a significant prevalence of short-term debt in the debt structure of enterprises of all sizes due to intensive usage of trade credit. At the same time, it was found that a high level of financial leverage of European SMEs was mainly caused by intensive usage of bank lending, but not accounts payable. It was identified that the capital structure of SMEs in Italy, Portugal and Slovakia are similar to Ukrainian enterprises.

**Keywords:** capital structure, small and medium enterprises, financial leverage, trade credit.

#### **References**

1. Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5/6), 711–728 [in English].
2. Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297 [in English].
3. Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, 43, 123–147 [in English].
4. Trovato, G., & Alfo, M. (2006). Credit Rationing and the Financial Structure of Italian Small and Medium Enterprises. *Journal of Applied Economics*, 9(1), 167–184[in English].
5. Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationships Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *Journal of Business*, 68, 351–382 [in English].
6. Harris, M. and Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355 [in English].
7. Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurial Theory and Practice*, 23, 53–64 [in English].
8. Coleman, S., & Cohn, R. (2000). Small Firms' Use of Financial Leverage. *Journal of Business Entrepreneurship*, 12(3), 81–98 [in English].
9. Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161–1187 [in English].



10. Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises. *Brazilian Administration Review*, 10(3), 347–369 [in English].
11. Hrinchenko, V.O. (2013). Conceptual bases of capital structure optimization of Ukrainian enterprises. *Formation of market relations in Ukraine*, 8, 97–100 [in Ukrainian].
12. Bezghinova, L.I. (2004). *Formation of an optimal capital structure in retail enterprises* (Abstract of dissertation). Retrieved from <http://irbis-nbuv.gov.ua> [in Ukrainian].
13. Hurnak, O.V. (2005). *Formation of an optimal capital structure of industrial enterprises* (Abstract of dissertation). Retrieved from <http://irbis-nbuv.gov.ua> [in Ukrainian].
14. Kostiuk, O.M. (2001). *Improving the financial standing of an enterprise based on the management of capital structure* (Abstract of dissertation). Retrieved from <http://irbis-nbuv.gov.ua> [in Ukrainian].
15. Matvijchuk, L.O. (2011). *Formation and optimization of capital structure in the system of financial security of an enterprise* (Abstract of dissertation). Retrieved from <http://irbis-nbuv.gov.ua> [in Ukrainian].
16. Barbakova, L.V. (2008). Financial instruments and problems of fund raising to SMEs. *Economics and management of engineering enterprises*, 4(4), 102–110 [in Ukrainian].
17. Podprietnij, V.V. (2009). Financial support for micro-credit for small and medium business in Ukraine. *Scientific works of Kirovograd National Technical University*, 16(2), 218–222 [in Ukrainian].
18. Yavors'ka, T.I. (2010). Improving the financial and credit support of small business in agriculture. *Collection of scientific papers of Cherkasy State Technological University. Series: Economics*, 25(1), 268–273 [in Ukrainian].
19. Economic Code of Ukraine from 16<sup>th</sup> January 2003, 436-IV. Retrieved from <http://rada.gov.ua> [in Ukrainian].
20. European Commission. (2003). European Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises 2003/361/EC. *Official Journal of the European Union*, 6th May 2003, 36-41 [in English].
21. Statistical publication of State Statistics Service of Ukraine "Activity of large, middle-size, small and micro-entrepreneurship entities" for 2014. Retrieved from [http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat\\_u/publ9\\_u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/publ9_u.htm) [in Ukrainian].
22. Statistical publication of State Statistics Service of Ukraine "Activity of large, middle-size, small and micro-entrepreneurship entities" for 2013. Retrieved from [http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/Arhiv\\_u/09/Arch\\_dmp\\_bl.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/Arhiv_u/09/Arch_dmp_bl.htm) [in Ukrainian].
23. Rudchenko, O.Yu., & Klymenko, S.O. (2008). Formation of equity as a component of small business development. *Finance of Ukraine*, 6, 54–62 [in Ukrainian].
24. Nedel'ko, I.H. (2007). Financing of small business development. *Finance of Ukraine*, 1, 93–98 [in Ukrainian].
25. Lupenko, Yu.O., & Feschenko, V.V. (2014). The capital market for financing SMEs in the agricultural sector. *Finance, accounting and audit*, 2, 65–78 [in Ukrainian].
26. Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH). Retrieved from <https://www.bach.banque-france.fr> [in English].