

3. Marketing.spb.ru. 2018. Floryda R. Kreatyvnyj klass. Lyudy, kotorye sozdayut budushhee. [online] Available at: http://www.marketing.spb.ru/lib-around/Creative_class.htm [Accessed 9 Jan. 2018].
4. Henley, J. (2018). *We can take it almost anywhere: how Brexit threatens the UK's creative industries*. [online] the Guardian. Available at: <https://www.theguardian.com/politics/2017/oct/19/we-can-take-it-almost-anywhere-how-brex-it-threatens-the-uks-creative-industries> [Accessed 9 Jan. 2018].
5. Hokyns, J. YouTube. 2018. Vystuplenie na TED "Kreatyvnaya ekonomyka". [online] Available at: https://www.youtube.com/watch?v=rCqhnlpQ_Xw [Accessed 9 Jan. 2018].
6. Scott, A.J., 2005. On Hollywood. The Place, the Industry, Princeton, Princeton.
7. Cooke, P., 2002. Knowledge Economies. Clusters, learning and cooperative advantage, Routledge Studies in International Business and the World Economy.
8. Cooke P., and Lazzeretti L. (eds.), 2008. Creative cities, cultural clusters and local economic development, Cheltenham, UK, Edward Elgar.
9. Florida R., 2008. Who's Your City?: How the Creative Economy Is Making Where You Live the Most Important Decision of Your Life, Basic Books, Random House.
10. Boix, R., and Lazzeretti, L., 2012. Las industrias creativas en España: unapanorámica, Investigaciones Regionales, vol. 22, pp. 181-206.
11. Maskell P., and Lorenzen M., 2004. The cluster as market organization, in Urban Studies, vol. 41 (5-6), 991-1009.
12. Florida R., 2002. The Rise of the Creative Class, New York, Basic Books
13. De Propris, L., Chapain, C., Cooke, P., MacNeill S., and Mateos-Garcia, J., 2009. The geography and creativity, Report 27, NESTA, UK.
14. Méndez, R., Michelini, J.J., Prada J., and Tebar, J., 2012. Economía creativa y desarrollo urbano en España: una aproximación a suslógica espacial", EURE, Santiago [online]. 2012, vol. 38, núm. 113, pp. 5-32.
15. Ministerio de Cultura, 2014. Anuario de estadísticas culturales, Madrid, Ministerio de Educación, Cultura y Empleo.
16. Aguiar Losada, E., 2014. Las industrias culturales y creativas en España, UAM-Accenture Working Paper.
17. Emilia, T., Vergil, V., & Monica, T., 2008. *The impact of cultural-creative industries on the economic growth-a quantitative approach*. Annals of the University of Oradea, Economic Science Series, 17(2).
18. Bakhshi, H., Lee, N., & Mateos-Garcia, J. (2013). *Capital of culture? An econometric analysis of the relationship between arts and cultural clusters, wages and the creative economy in English cities* (pp. 190-216). Brookings Institution Press.
19. Serra, D., 2018. Location determinants of creative industries: An application to Local Labour Systems. [online] Available at: <https://goo.gl/DL94tR> [Accessed 9 Jan. 2018].
20. 5 channel. 2018. *Hlobalnyj indeks kreatyvnosti: Ukrayina stala 45-yu zi 139 krayin*. [online] Available at: <http://www.5.ua/suspilstvo/Hlobalnyi-indeks-kreatyvnosti-Ukraina-stala-45iu-zi-139-krain-95726.html> [Accessed 9 Jan. 2018].
21. Zhylynska, O.(ed.) and others, 2017 *Ukrayina 2030: Doktryna zbalansovanoho rozvytku*. Lviv, Kalvariya.
22. Skavronska, I.V., Honcharuk, A.O., 2016. Tendenciyi rozvytku kreatyvnykh industrij v krayinax Yevropejskoho Soyuzu. *Molody vchenyj*, (4), 201-204. [online] Available at: <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2016/4/48.pdf>. [Accessed 9 Jan. 2018].
23. UNCTAD. <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>
24. Zhurovskiy M., 2016 Forsajt ta pobudova stratehiyi socialno-ekonomichnoho rozvytku Ukrayiny na serednostrokovomu (do 2020 roku) i dovhostrokovomu (do 2030 roku) chasovykh horizontax. Kyiv, NTUU "KPI imeni Ihorya Sikorskoho", Politehnika.
25. Ey.com. 2018. *Cultural times. The first global map of cultural and creative industries* December 2015. [online] Available at: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-cultural-times-2015/\\$FILE/ey-cultural-times-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-cultural-times-2015/$FILE/ey-cultural-times-2015.pdf) [Accessed 9 Jan. 2018].
26. World Creative. 2018. *The Cultural and Creative Industries Study*. [online] Available at: <http://www.worldcreative.org/> [Accessed 9 Jan. 2018].
27. Gov.uk. 2018. *Creative Industries Economic Estimates*. January 2016. [online] Available at: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/523024/Creative_Industries_Economic_Estimates_January_2016_Updated_201605.pdf [Accessed 9 Jan. 2018].
28. Wwf3.weforum.org. 2018. *Factors for enabling the creative economy*. [online] Available at: http://www3.weforum.org/docs/WEF_2016_WhitePaper_Enabling_the_Creative_Economy.pdf [Accessed 9 Jan. 2018].
29. Creative.novascotia.ca. 2018. *Creative economy: literature review*. [online] Available at: <https://creative.novascotia.ca/sites/default/files/files/CreativeEconomyLiteratureReview.pdf> [Accessed 9 Jan. 2018].
30. Creative.novascotia.ca. 2018. *The Creative Economy: Key Concepts and Literature Review Highlights*. [online] Creative.novascotia.ca. Available at: https://cch.novascotia.ca/sites/default/files/inline/documents/creative-economy-synthesis_201305.pdf [Accessed 9 Jan. 2018].
31. Skavronska, I.V., 2017. *Creative Industries in Ukraine: Analysis and Prospects of the Development*, Economics and Sociology, Vol. 10, No. 2, pp. 87-106. DOI: 10.14254/2071-789X.2017/10-2/7

Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics, 2018; 1(196): 84-92

УДК 658.14+336.647.648

JEL classification: G32

DOI: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2018/196-1/12>

Д. Черненко, асп.

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ

СТРУКТУРА КАПІТАЛУ УКРАЇНСЬКИХ НЕФІНАНСОВИХ ПІДПРИЄМСТВ В ІСТОРИЧНІЙ ПЕРСПЕКТИВІ

Досліджено динаміку структури капіталу вітчизняних підприємств в історичній перспективі. Показано, що динаміка фінансування з 1990 р. була похідною від економічних та інституціональних змін, а поточні рівні фінансування є в цілому меншими, ніж у зарубіжних країнах. Якщо в короткостроковій перспективі можна очікувати певного поживлення ринку, довгострокова динаміка залежить переважно від успішності інституційних реформ.

Ключові слова: фінансування підприємств; структура капіталу; фінансова структура; капітал підприємства; джерела фінансування; нефінансові підприємства.

Вибір структури капіталу – одне із ключових рішень, що визначає грошові потоки, ризики, прибутковість, а зрештою і вартість фірми. При розгляданні цього питання на мікрорівні у центрі уваги опиняються індивіду-

альні рішення підприємств, пов'язані зі специфічними для них факторами (розмір, структура активів, фактична й очікувана прибутковість, можливості зростання, галузеві особливості, тощо). Проте окрім зазначених

індивідуальних факторів (firm factors) наявний також вплив середовища країни та його динаміки, тобто фактора країни (country factor). Зокрема, на відміну від розвинених країн, українські фінансові ринки слабо розвинені та малоліквідні, а корпоративне управління (corporate governance) перебуває в зародковому стані. Ще одна особливість – це значна асиметрія інформації, а також пов'язані з нею високі транзакційні витрати. Зазначені фактори не є сталими, а поетапно змінювались протягом останніх 25-ти років, що зумовлює актуальність теми дослідження.

Огляд літератури. Серед ключових досліджень можна виділити роботи таких авторів, як Л. Бут, В. Авазіан, А. Деміргук-Кун, В. Максимович [1], П. Алвес та М. Ферера [2], А. Антоніу, Ю. Гуній, К. Паудіал [3], Б. Балтагі, П. Деметриадес, С. Ло [4], Дж. Фан, С. Тітман, Г. Твайт [5], В. Гао, В. Жу [6], Т. Міттон [7], Т. Бек [8], А. Стефан, О. Талавера, А. Цаплін [9], А. Хофман [21], К. Дуенвальд, Н. Георгієв, А. Шаехтер [19]. Л. Бут уперше показали, що структура фінансування та структура капіталу в країнах, що розвиваються, перебуває під дією тих самих факторів, що й у розвинених країнах [1]. У подальшому ці висновки були підтверджені іншими дослідженнями, що охоплювали більше країн. Ці дослідження [2–7] показують, що фінансова структура та структура капіталу компанії набагато більше залежать від фактора країни (інституційного й макроекономічного середовища), ніж від галузі компанії чи інших специфічних для підприємств факторів. Висновок щодо впливу інституційних факторів є справедливим як для великих, так і для малих та середніх фірм; хоча малі й середні фірми отримують більше вигід від сильного інституційного середовища, ніж великі [8], до того ж на ринках, що розвиваються, вплив фактора країни є ще більшим, ніж для розвинених [9]. Тривалий час ці факти залишилися поза увагою дослідників, оскільки об'єктом дослідження були переважно розвинені країни із подібним інституційним середовищем (хоча вплив законодавства, зокрема відмінностей романо-германської та англосаксонської правових систем вже позначався [8]).

Ця стаття зосереджує увагу на змінах структури капіталу, пов'язаних зі змінами середовища (фактора країни) в Україні протягом 1991–2017 рр., абстрагуючись від індивідуальних факторів підприємств (відмінності у фінансуванні між галузями, розмірами підприємств, організаційно-правовими формами тощо). **Об'єктом дослідження** є структура капіталу підприємств реального сектору, тобто нефінансових підприємств (non-financial companies, далі за текстом НФП), оскільки відмінності у діяльності нефінансових підприємств і фінансових посередників не дозволяють прямо їх порівнювати. **Предметом дослідження** є динаміка загальної тренду структури капіталу НФП в історичній перспективі (історична динаміка, основні етапи, причини змін).

Інформаційною базою дослідження є статистичні дані за 1992–2017 рр., отримані з ряду джерел: Держкомстату [11], Дамодарана [12], НБУ [13], Світового банку [14], Міністерства економічного розвитку і торгівлі [15, 18], дані опитувань підприємств, здійснених Світовим банком [17], а також результати наукових досліджень.

Основні результати. Найзагальніше уявлення про структуру капіталу підприємств можна отримати із державної статистики зі структури балансу підприємств. Разом із тим, ці дані містять лише інформацію по розділах балансу, а також інформацію по основних статтях поточних зобов'язань і власного капіталу. Водночас, через зміну форм фінансової звітності дані до і після 2013 р. не

є повністю порівнюваними, адже поточні та довгострокові зобов'язання (до 2012 р.) не повністю відповідають розмірам зобов'язань і забезпечень (із 2013 р.).

Як можна побачити із рис. 1, упродовж 2004–2016 рр. частка власного капіталу в структурі поступово скорочувалася, у той час як частка інших пасивів (зобов'язань і забезпечень) постійно зростала. На перший погляд має місце довготривала тенденція до зростання позикового капіталу: частка зобов'язань і забезпечень зросла із 54,7 % у 2004 р. до 69,2 % у 2016 р.

Попри відмінності у левериджі від однієї галузі до іншої (табл. 1) тенденція до зменшення частки власного капіталу в структурі балансу є загальною для нефінансових підприємств усіх галузей. Ці зміни є проявом кількох різних тенденцій, притаманних різним періодам часу: у період економічного зростання 2004–2008 рр. рушієм змін було збільшення довгострокових зобов'язань, які в абсолютному вимірі за цей період зросли більш ніж у 4,2 рази. На противагу цьому зміни у 2009–2016 рр. пов'язані переважно із поступовим зростанням кредиторської заборгованості, що зростала в середньому швидше, ніж рівень цін за цей період; Насамкінець, динаміка 2014–2016 рр. пов'язана переважно із систематичним накопиченням збитків, що зменшували обсяги власного капіталу. Як результат, у багатьох галузях (зокрема, сільському господарстві, будівництві, торгівлі, операціях із нерухомістю) у 2015–2016 рр. було зафіксовано від'ємний власний капітал (див. табл. 1).

Середньорічна частка зобов'язань і забезпечень у 2004–2016 рр. становила 63,8 %. На перший погляд, цей показник є близьким до даних по розвинених країнах [1, 2]. Однак наведених даних недостатньо для оцінки структури капіталу. На відміну від фінансової структури (financial structure), що відображає структуру всіх пасивів підприємства, структура капіталу (capital structure) є співвідношенням довгострокових джерел фінансування, вкладених інвесторами, що зазвичай визначаються на основі критеріїв нарахування відсотків та термінів фінансування [10]. Оскільки деталізація статистики за статтями пасивів є недостатньою, точно визначити обсяги відсоткових зобов'язань або довгострокових відсоткових зобов'язань неможливо. Утім, можна оцінити їх приблизно.

За доступними даними (2007–2015) частка кредиторської заборгованості становила в середньому 40,5 % валюти балансу, тобто більшу частину зобов'язань і забезпечень (61,3 %). У цьому аспекті вирізняється сфера торгівлі, модель фінансування якої заснована на використанні значних обсягів кредиторської заборгованості (60–70 % балансу).

Виходячи із даних по кредитах банків (про які ще йтиметься у цій статті), середню частку безвідсоткового боргу можна оцінити у 70–80 % усіх зобов'язань і забезпечень. Відповідно, загальна частка відсоткового боргу в структурі капіталу (debt-to-capital ratio) становила близько 25–35 % у середньому за період спостереження (що відповідає 13–19 % у структурі всього балансу). Якщо взяти до уваги цей дисбаланс, картина змінюється на протилежну: українські нефінансові підприємства мають значно менший рівень боргу, ніж зарубіжні. Для порівняння можна використати дані Дамодарана по вибірках нефінансових підприємств станом на 5 січня 2017 р. [12]. Отримана нами оцінка debt-to-capital є нижчою, ніж дані по всіх ринках, що розвиваються (39,1 %), світу загалом (44,0 %), Японії (39,8 %), Західної Європи (45,2 %), чи США (50,7 %).

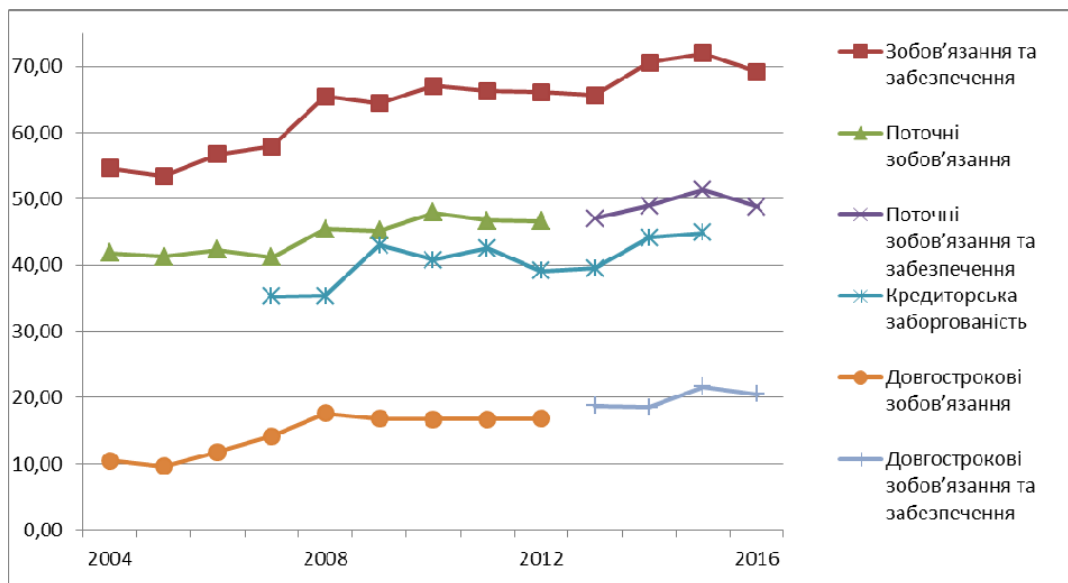


Рис. 1. Частка зобов'язань у структурі балансу нефінансових підприємств у 2004–2016 рр., % балансу

Джерело: складено автором за даними Держкомстату [11].

Дані за 2016 р. станом на 30 вересня 2016 р.; дані за інші роки станом на кінець року.

Таблиця 1. Частка власного капіталу у валюті балансу нефінансових підприємств (НФП), %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
По всіх галузях НФП	45,3	46,5	43,3	42,0	34,5	35,6	32,9	33,7	33,9	34,4	29,4	28,1	30,8
Сільське господарство	58,8	59,6	55,7	55,2	47,2	50,1	52,9	54,3	52,5	50,7	41,9	40,1	-3,2
Промисловість	49,4	49,8	48,2	46,9	40,3	37,6	34,6	36,4	39,6	41,1	29,2	20,3	21,1
Будівництво	30,7	28,4	27,5	24,0	17,0	20,2	17,5	11,7	12,3	11,0	1,7	-5,1	-1,3
Торгівля	12,2	15,1	13,8	15,7	8,7	9,8	9,8	11,0	9,8	10,2	1,1	-4,8	-4,5
Операції із нерухомістю	67,7	62,9	60,2	55,0	47,6	48,1	44,5	36,0	32,2	31,6	8,6	-2,7	-5,2
Охорона здоров'я та соціальна допомога	60,1	61,6	59,5	62,4	53,4	48,1	46,6	48,7	48,1	40,4	40,0	29,5	27,7
Колективні, громадські та особисті послуги	39,4	64,6	65,1	63,1	46,2	45,0	47,4	32,4	28,5	36,0	34,5	28,6	26,7

Джерело: складено автором за даними Держкомстату [11].

Дані за 2016 рік станом на 30 вересня 2016 р; дані за інші роки станом на кінець року.

Від'ємні числа позначають від'ємний власний капітал.

Інформативнішими, аніж макростатистика, є показники обсягів та структури боргу нефінансових підприємств перед фінансовим сектором (фінансовими посередниками). Зокрема, Усесвітній Банк публікує дані по обсягах кредиту приватному сектору стосовно ВВП. Відповідно до методології Всесвітнього Банку, цей показник містить усі фінансові ресурси, залучені приватними компаніями нефінансового сектору від фінансових корпорацій (банків, лізингових компаній, пенсійних фондів, страхових компаній та інших небанківських фінансових посередників). Як можна побачити з

рис. 2, до початку 2000-х рр. обсяги кредиту були навіть нижчими, ніж у країнах із низьким доходом. Після різкого зростання впродовж економічного буму в 2002–2008 рр., обсяг кредитування сягнув піку та починаючи із 2010 р. поступово знижувався. Зазначимо, що тенденції 2000–2012 рр. подібні до динаміки країн Європейського союзу, проте були більш вираженими через низьку базу розвитку. Утім, під час "банкопаду" 2014–2016 рр. (закриття 88 банків, тобто половини із тих, що існували у докризовий період [13]) зниження набуло обвального характеру.

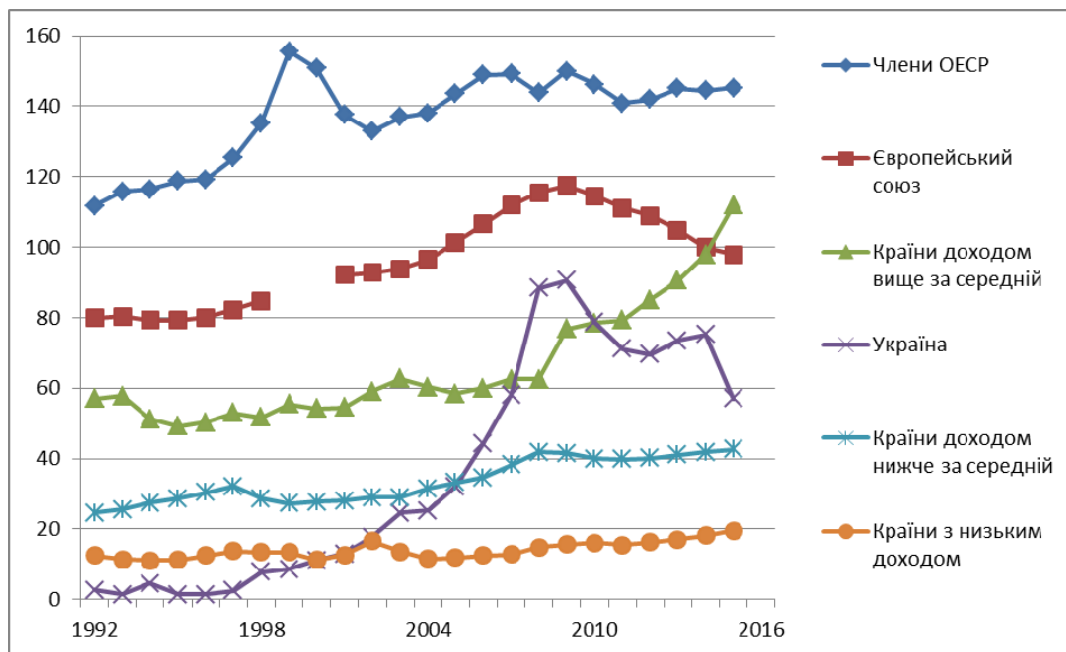


Рис. 2. Обсяг боргу приватного сектору, % ВВП

Джерело: складено автором за даними Світового банку [14].

Додаткову інформацію можна отримати, розглядаючи статистику структури кредиту, отриманого нефінансовим сектором (табл. 2). Зокрема, статистика за термінами свідчить про короткострокову спрямованість кредитного ринку, що склалася у 2003–2004 рр., та мало змінювалася у подальшому. Хоча статистика за більш ранні періоди відсутня, за доступними даними 2002–2003 рр. можна дійти висновку про ще більшу короткострокову спрямованість ринку у 90-ті та на початку 2000-х рр. Частка державних підприємств в обсягах залученого боргу в середньому становила 9 %, що приблизно дорівнює їхній середньорічній частці в економіці за обсягами реалізації [15]. Частка держсектору цілком очікувано зменшувалася у періоди економічного зростання 2002–2007 рр. та 2011–2013 рр. і зростала у період кризи. У розрізі валют показовою є значна частка валютних кредитів – переважно у доларі США та євро (40–45 %). Статистика у розрізі валют є доволі стабільною, за винятком періодів девальвації (2008 та 2014–2016), що відобразились у збільшенні номінальних обсягів боргу. Збереження коротко-

строкової спрямованості ринку та значної частки іноземних валют пов'язано зі слабким інституційним середовищем (і, зокрема, недостатнім захистом прав кредиторів), що спонукає до короткострокових інвестицій та хеджування валютних ризиків.

Слід звернути увагу, що стрімкі зміни 2016–2017 рр. у структурі як за термінами, так і у розрізі валют, пов'язані переважно із впливом ПриватБанку: у другій половині 2016 р. керівництвом ПриватБанку було прийнято рішення про конвертацію пов'язаних валютних кредитів у гривневі із довгими термінами, що відобразилось на наведеній статистиці. Хоча у цей період конвертацію здійснювали й інші банки, їхня роль у зазначених змінах є значно меншою. Ще одним фактором змін у банківській статистиці 2016–2017 рр. є визнання реальної якості банківських активів протягом 2015–2017 рр., що пов'язане не з реальними економічними змінами, а із жорсткішою політикою НБУ, а саме імплементацією вимог Базель-III, які різко посилюють вимоги до формування банківського капіталу.

Таблиця 2. Структура кредитів, виданих підприємствам нефінансового сектору, %

	За термінами			За власниками		У розрізі валют				
	До 1 року	1–5 років	Більше 5 років	Державні	Недержавні	Гривня	Дол. США	Євро	Рос. рубль	Інші
2002	73,6		26,4	9,6	90,4	57,8	42,2			
2003	58,2		41,8	8,7	91,3	60,0	40			
2004	50,1		49,9	7,7	92,3	59,9	40,1			
2005	44,3		55,7	6,0	94,0	61,0	33,6	5,0	0,2	0,2
2006	44,9		55,1	5,5	94,5	56,9	35,1	7,1	0,1	0,8
2007	41,4	49,2	9,3	5,1	94,9	58,0	34,7	6,1	0,2	1,0
2008	42,9	45,8	11,3	8,4	91,6	48,4	44,7	6,1	0,2	0,7
2009	43,1	44,7	12,2	9,2	90,8	58,8	34,4	6,0	0,2	0,5
2010	41,6	44,7	13,7	9,2	90,8	62,1	32,5	4,7	0,3	0,4
2011	43,7	42,5	13,9	10,0	90,0	64,2	30,7	4,4	0,5	0,2
2012	49,0	38,8	12,2	9,5	90,5	64,9	29,8	4,6	0,6	0,1
2013	51,9	35,8	12,3	7,3	92,7	65,6	29,5	4,3	0,5	0,1
2014	43,6	42,8	13,6	8,2	91,8	53,0	41,7	4,9	0,4	0,1
2015	49,2	36,8	14,0	9,1	90,9	43,0	51,7	5,0	0,2	0,1
2016	37,2	43,0	19,7	9,3	90,7	50,8	43,9	5,1	0,2	0,1
2017	34,9	44,0	21,2	9,4	90,6	53,1	41,1	5,7	0,1	0,0

Джерело: Складено автором за даними НБУ [13].

Дані за 2002–2016 рр. на кінець року, дані за 2017 р. станом на квітень 2017 р.

Статистика по статтях балансу та кредитах приватного сектору мають спільний недолік: як і будь-які агреговані дані, вони є недостатньо інформативними щодо рішень конкретних підприємств. Л. Бут та інші вказують, що агрегованих даних недостатньо про те, як саме окремі підприємства приймають рішення про фінансування [1]. Більше цього, макростатистика значною мірою визначається показниками найбільших підприємств, залишаючи поза увагою малі та середні. Так, на 50 найбільших підприємств із рейтингу Forbes [16] припадало 14,5 % усіх активів (пасивів). На 100 найбільших припадає вже 20,1 %, а на 200 найбільших – 25,2 %. Відповідно, можна стверджувати, що агрегована статистика є репрезентативною виключно щодо великих підприємств. Водночас, згідно з даними Держкомстату, великі підприємства становлять лише 0,1 % загальної кількості суб'єктів господарювання, у той час як середні – 4,4 %, а малі – 95,5 % [11]. Отже, наведена на рис. 1 та рис. 2 статистика відображає здебільшого найбільші компанії України, але аж ніяк не середньостатистичне підприємство.

На відміну від макростатистики, інформацію про "середнє" підприємство можна отримати виключно на основі вибірки підприємств та (або) опитування. Найбільш повні дані такого характеру можна знайти в опитуваннях підприємств (Enterprise Surveys), здійснених Усесвітнім Банком у 2002–2013 рр. (табл. 3). Середньо-

світове значення розраховане як середнє по всіх країнах, що входили у вибірку за всі роки спостережень. Під банківським фінансуванням маються на увазі банківські кредити та/або інше фінансування, отримане від банків.

Цим опитуванням передувало більш раннє, здійснене у 1998–1999 рр. (World Business Environment Survey, WBES). Зокрема, за опитуванням WBES, 25,8 % нових інвестицій залучалося із зовнішніх джерел, у т. ч. 7,2 % за рахунок банківського фінансування та 2,5 % – за рахунок емісії акцій [17]. Т. Бек та інші, аналізуючи дані WBES-опитування, зарахували Україну до країн із найменшим рівнем боргу [8]. Як можна побачити з табл. 3, протягом 2000-х рр. спостерігалось стрімке розширення застосування як банківського фінансування, так і випуску акцій, а частка внутрішніх джерел у новому фінансуванні різко скоротилася. Завдяки цьому українські підприємства значно збільшили рівень боргу порівняно із початковим. У цей самий період відбувається покращення умов залучення позикового фінансування: частіша видача позик без застави та менші розміри необхідної застави. Проте опитування 2013 р. показує зворотну тенденцію: збільшення частки внутрішніх джерел та погіршення умов залучення позикового фінансування. Хоча проведення ще однієї хвили опитувань в Україні очікується у 2017/2018, можна очікувати на продовження цієї тенденції.

Таблиця 3. Показники фінансування українських підприємств відповідно до опитувань Усесвітнього банку

		Україна				Середньо світове
		2002	2005	2008	2013	
Фінансування нових інвестицій, % загального обсягу	Зовнішні джерела	16,7	32,2	40,6	33,1	28,7
	Банківське фінансування	4,2	12,7	17,7	11,0	14,3
	Емісія акцій або продаж часток	0,8	8,4	13,3	6,4	4,8
Фінансування нового робочого капіталу, % загального обсягу	Банківське фінансування	3,9	10,0	н/д	3,6	11,6
	Кредиторська заборгованість	11,0	7,5	н/д	12,4	10,6
Доступ до фінансування, % всіх підприємств	Наявність банківського кредиту та/або кредитної лінії	н/д	н/д	31,7	18,5	33,8
	Відсутність потреби у позиках	н/д	н/д	38,9	37,7	46,3
	Доступ до фінансування є однією із головних перепон для ведення бізнесу	22,5	22,4	34,7	12,5	26,5
Застава	Частка позик, що потребують застави, %	85,0	81,8	86,8	56,4	79,4
	Обсяг необхідної застави, % розміру позики	176,8	192,4	137,5	160,5	205,7
Частка підприємств, що використовують банківське фінансування, %	Для фінансування інвестицій	8,4	25,0	32,1	30,3	25,3
	Для фінансування робочого капіталу	14,9	27,3	н/д	14,8	30,4

Джерело: Складено автором на основі опитувань Enterprise Surveys Усесвітнього Банку [17].

Примітка: "н/д" означає відсутність даних (питання не ставилося).

Зазначимо, що відмінності у фінансуванні між різними типами підприємств за даними опитувань Усесвітнього Банку [17] є доволі суттєвими (табл. 4). Зокрема, одним із найсуттєвіших факторів є національна належність підприємства: підприємства з іноземним капіталом (10 % або більше корпоративних прав) схильні використовувати більше банківського фінансування як для інвестицій, так і для робочого капіталу, і в цілому частіше використовують позикове фінансування. Ще значніші відмінності наявні і в показниках доступу до фінансування. Зокрема, підприємства з іноземним капіталом удвічі частіше мають банківський кредит, ніж повністю вітчизняні (51,7 % проти 30,4 % у 2008 р. та 28,8 % проти 18 % у 2013 р.). Вітчизняні підприємства частіше зазначають, що їм не потрібні позики (у 2013 р. 37,9 % проти 22 % для підприємств з

іноземним капіталом), проте частіше мають справу з відмовами у наданні позик.

Суттєвими є також відмінності у доступі до фінансування за розміром підприємств. Так, більші за розміром підприємства частіше мають кредит або кредитну лінію. Менші за розміром підприємства частіше зазначають, що їм не потрібні позики (зокрема, у 2013 р. це зазначили 43,4 % малих, 30,7 % середніх, та 17,9 % великих підприємств). Тим не менше, саме малим підприємствам найчастіше відмовляли у наданні позик (у 2013 р. 22,7 % проінформували про таку відмову). Однак, як уже було зазначено вище, такі відмінності належать до індивідуальних факторів підприємств (firm factors), а не факторів країни (country factor), який є предметом цієї статті.

Таблиця 4. Показники фінансування українських підприємств за структурними групами

Рік	Група підприємств		Відсотки підприємств, у яких є позика	Фінансування інвестицій, %		Фінансування робочого капіталу, %	
				Внутрішні джерела	Банківське фінансування	Кредиторська заборгованість	Банківське фінансування
2008	Галузь	Промисловість (загалом), у т. ч.:	36,3	62,0	18,4	н/д	н/д
		– харчова промисловість	39,2	59,1	20,9	н/д	н/д
		– легка промисловість	25,6	68,8	15,8	н/д	н/д
		– машинобудування	36,8	75,8	18,5	н/д	н/д
		– промисловість (інші)	36,2	59,2	18,0	н/д	н/д
		Послуги (загалом), у т. ч.	29,6	58,0	17,3	н/д	н/д
		– торгівля	33,7	69,7	16,3	н/д	н/д
	– інші послуги	28,2	56,1	17,4	н/д	н/д	
	Розмір	дрібні	26,3	57,2	15,6	н/д	н/д
		середні	34,8	58,7	19,6	н/д	н/д
		великі	50,4	68,8	18,1	н/д	н/д
	Експорт	Експортер	41,0	53,4	13,3	н/д	н/д
		Не експортер	30,4	60,0	18,4	н/д	н/д
	Власник	Вітчизняне підприємство	30,4	58,9	17,8	н/д	н/д
Частка закордонних власників 10 % або більше		51,7	65,0	16,4	н/д	н/д	
2013	Галузь	Промисловість (загалом), у т. ч.:	22,0	67,4	10,7	37,6	4,6
		– Харчова промисловість	21,3	72,3	5,2	28,7	3,8
		– Легка промисловість	6,3	61,6	0,7	16,9	1,8
		– Машинобудування	24,7	70,1	7,1	33,3	5,5
		– Промисловість (інші)	21,2	69,6	11,0	43,8	3,7
	Послуги	16,7	66,4	11,2	24,0	2,9	
	Розмір	Дрібні	14,7	59,7	14,9	34,5	2,9
		Середні	21,7	78,7	3,3	14,7	3,5
		Великі	36,1	74,0	8,7	46,0	9,1
	Екс-порт	Експортер	36,7	64,3	8,7	45,2	5,8
		Не експортер	16,9	67,1	11,1	27,9	3,3
	Власник	Вітчизняне підприємство	18,8	67,9	10,8	29,1	3,5
		Частка закордонних власників 10 % або більше	28,0	60,1	19,0	30,2	5,9

Джерело: Складено автором на основі опитувань Enterprise Surveys Усесвітнього Банку 2008 та 2013 рр. [17].

Примітка: "н/д" означає відсутність даних (питання не ставилося).

Виходячи із проаналізованих вище даних, можна умовно визначити п'ять основних етапів у фінансуванні українських підприємств. **Перший етап** розпочався із юридичної легалізації приватних підприємств у грудні 1990 р. Проте фактична легалізація відбулася ще раніше, у 1988 р., після прийняття законів "Про кооперацію" та "Розширення зовнішньоекономічної діяльності ВЛКСМ". Перший етап фінансування підприємств (1990–1996) характеризується хаотичним формуванням ринкової інфраструктури в умовах економічного спаду та гіперінфляції, а також краху всіх радянських інститутів. Первісне накопичення (власного) капіталу відбувалось у трьох напрямках: з одного боку, утворення нових комерційних підприємств (на основі згаданих вище кооперативів або "комсомольських" структур, таких, як центри науково-технічної творчості молоді) та фактичний перехід корпоративного контролю від держави до комерційних структур або "червоних директорів" з іншого боку. У цей період зберігалось формальне домінування державних підприємств (80–90 % ВВП [11]), що значною мірою спиралися на пряме державне фінансування та пільгові кредити. Хоча до середини 1990-х рр. більшість де-юре державних підприємств опинилась під фактичним контролем тих чи інших комерційних струк-

тур (що зазвичай оформлювалося як "оренда" підприємства колективом), юридичне оформлення такого переходу відбулось пізніше.

Формування ринкової інфраструктури у 1990–1996 рр. є прикладом ситуації, у якій інфраструктура з'являється набагато раніше за ринок. Зокрема, у 1991–1992 рр. відбувається зародження банківської системи, що розпочалось із перереєстрації колишніх державних банків СРСР (Ощадбанк, Промінвестбанк, Укресімбанк, Укрсоцбанк, та агробанк "Україна"). Протягом 1991–1994 рр. створено десятки нових комерційних банків, переважно дрібних "кишенькових" (кептивних) банків комерційних структур. Крім цього, у перші роки незалежності без жодних обмежень діяли філії та представництва десятків російських банків (більшість було закрито упродовж 1992–1993 рр.). Проте до початку 2000-х банки здійснювали майже виключно розрахунково-касові операції, тобто були більшою мірою "сейфами" для зберігання грошей новостворених промислових груп, аніж кредитними установами.

Аналогічно до банківської системи формувалася й інфраструктура фондового ринку. Так, у лютому 1992 р. розпочала свою діяльність Українська фондова біржа, а згодом й інші організатори торгів. Тим не менше, новос-

творені біржі не мали ознак повноцінних бірж (таких, як розкриття інформації про емітентів, обов'язковий аудит звітності, щоденні торги тощо). Від самого початку такі біржі, як і інша фондова інфраструктура (реєстратори, зберігачі, депозитарії), створювалися виключно для викупу акцій підприємств, що приватизуються, і призупиняли діяльність після завершення таких викупів.

Другий етап в історії фінансування підприємств розпочався із уведенням у грошовий обіг гривні (вересень, 1996), що позначає кінець гіперінфляції, та закінчився із відновленням економічного зростання (IV квартал 1999 р.). Зміни цього періоду прямо пов'язані як із грошовою реформою, так і з певною стабілізацією політичної ситуації (зокрема, прийняттям конституції та зниженням ризику реваншу комуністів). Попри загальне покращення в економічній сфері, зберігалася нестабільність на фінансових ринках, пов'язана із впливом російської кризи серпня 1998 р. На цей період припадає пік приватизації, що легалізував перехід від державної до приватної власності. Якщо на попередньому етапі у структурі фінансування підприємств переважало державне фінансування у різних формах (внески у власний капітал, безповоротна допомога, пільгові кредити), то на цьому етапі воно припинилось. Винятком були лише окремі галузі, що й надалі отримували пільгові кредити (зокрема, сільськогосподарські виробники та військово-промисловий комплекс). Для інших підприємств характерне абсолютне домінування власного капіталу у фінансуванні за поодинокими позиками на лихварських умовах (часто від кримінальних або напівкримінальних структур). Крім цього, на цей період припадає створення або систематизація законодавства, зокрема, банківського (ЗУ "Про банківську діяльність", "Про Національний банк України" та "Про Фонд гарантування внесків фізичних осіб").

Наступний етап у фінансуванні підприємств (2000–2008) розпочинається із відновленням економічного зростання. На цьому етапі остаточно припиняється пряме державне фінансування підприємств, що різко зменшилось протягом попередніх років унаслідок приватизації та згорання підтримки окремих галузей господарства. Останньою галуззю, яка отримувала пряму підтримку в значних обсягах, було сільське господарство. Проте у 2001 р. із прийняттям Указу президента "Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки" пряме державне фінансування аграрного сектору значно зменшується. Іншою характерною ознакою періоду 2000–2008 рр. є фактичне зникнення бартерних розрахунків, що були замінені кредиторською заборгованістю у грошовій формі. Останнім роком із значним обсягом бартерних розрахунків був 2001-й, у якому вони становили 7,9 % [18, с. 22].

Під час **третього етапу** (2000–2008) стрімко зростає кредит приватному сектору: так, у 2001 р. він перевищив рівень країн із низьким доходом, а у 2003 р. – рівень країн із доходом нижче середнього. У цей період схожі тенденції спостерігались у багатьох перехідних країнах [19]. Динаміка під час економічного буму значною мірою пов'язана із урядовою реформою 2000 р. та усталенням бюджетної системи (формально закріпленим бюджетним кодексом 2001 р.). Проте ще більшу роль зіграв швидкий розвиток банківської системи, що у свою чергу стало можливим завдяки введенню страхування депозитів (1998) та перетворенню фізичних осіб на головне джерело ресурсів для банків. Перспективи подальшого зростання приваблюють іноземних інвесторів, що приходять на українські фінансові ринки. Зокрема, у 2004–2005 рр. розпочалась експансія іноземного капіталу на банківський ринок, що на відміну від 90-

х рр. прибрала форму придбання місцевих банків зарубіжними групами, а не створення дочірніх банків "з нуля". Першими ластівками цього процесу стали купівля банку "Аваль" австрійською групою Райфайзен (2004), банку "Мрія" російським Внешторгбанком (2005) та "Укрсиббанку" французькою групою BNP Paribas (2005). До початку 2008 р. в Україні діяло 47 банків із іноземним капіталом (чверть усіх банків та третина капіталу банківської системи) [13]. Проте при залученні капіталу під перспективні проекти підприємства часто звертаються до закордонних банків.

За рахунок іноземного капіталу у 2000–2008 рр. стрімко зростає й фондовий ринок, на якому біржа ПФТС стає фактично монополістом із часткою 70–90 % [20]. Однак навіть у найсприятливіший для фондового ринку період (2005–2008) попит на ньому був недостатнім, а первинні публічні розміщення (IPO) відбувались виключно на закордонних біржах. Це пов'язано не тільки зі слабкістю фондового ринку, а зі слабким захистом прав власності: незахищеність від рейдерства спонукає до формування вертикальних структур власності, розміщених у зарубіжних юрисдикціях.

К. Дуенвальд та інші зазначали, що швидке зростання кредитування прямо пов'язане із макроекономічними та фінансовими кризами, оскільки спричиняє макроекономічні дисбаланси й викривлення банківського сектора. Справді, українська банківська система страждала від структурних недоліків, таких, як висока частка кредитів пов'язаним особам, високі рівні простроченої заборгованості, низька рентабельність операційної діяльності, тощо [19]. А Хофман підсумував такий розвиток ситуації як переінвестування, пов'язане із високою доступністю фінансових ресурсів [21]. Не дивно, що у вересні 2008 р. кредитний бум було зупинено впливом світової фінансової кризи. Під час кредитного буму (і, особливо, під час його піку в 2005–2008 рр.) позичальники накопичували валютні ризики, пов'язані з отриманням більш дешевих валютних кредитів. Проте з початком світової фінансової кризи гривня девальвувала на 38 % [13], що значно збільшило номінальний розмір позикового капіталу. Крім цього, далася взнаки недостатня ліквідність банків: у 2008–2010 рр. 22 банки збанкрутувало [13], а в усіх інших було заморожено або призупинено кредитування. Початок кризи мав серйозні наслідки і для фондових ринків: після досягнення історичних максимумів наприкінці 2007 – на початку 2008 рр. вони пережили серйозний спад, пов'язаний із відпливом іноземних капіталів.

У **четвертий, міжкризовий, етап** (2011–2013) відбувається відновлення кредитування та поживлення фондового ринку, проте загальна тенденція до спаду використання зовнішніх джерел фінансування зберігається. Крім цього, у 2012 р. біржа "Перспектива" стає найбільшим фондовим ринком, випереджаючи ПФТС, і в подальшому її частка тільки збільшується [22].

Фінансування підприємств на останньому, **п'ятому етапі** (із 2014 р.) пов'язано як із впливом військових дій, так і зі значним спадом на українських експортних ринках (метал, залізна руда, хімічна й сільськогосподарська продукція). Хоча фінансування за рахунок емісії власного капіталу було практично відсутнє і в попередні періоди, у період 2014–2017 рр. фондові ринки досягли найнижчої точки з кінця 1990-х рр. не тільки за обсягами торгів, а й за вибором цінних паперів. На середину 2017 р. на біржах були відсутні акції першого рівня лістингу, а котирування були наявні лише за незначною кількістю позалістингових акцій, облігацій та інвестиційних сертифікатів. Так, на біржі ПФТС торгується 430 недержавних цінних паперів [20], на біржі "Перспектива" – 250 од. [22], на

"Українській біржі" – 140 од. [23]. У період 2014–2017 рр. також відбувається "чистка" банків, під час якої було виведено з ринку 88 банків, на які припадало більше третини всіх активів [13], що негативно відобразилось на можливостях фінансування підприємств.

У довгостроковій перспективі можливості зростання боргового фінансування пов'язані із динамікою змін інституційного середовища, а саме – формуванням прозорих та єдиних для всіх підприємств "правил гри", а також захистом власності та інвестицій. Відповідно, ключові реформи не стосуються структури капіталу напряму, а є більш загальними: реформування прокуратури та судів, обмеження кредитування пов'язаних осіб, приватизація неефективної частини підприємств держсектору, реформа держапарату, запровадження повноцінного ринку землі, скорочення бюджетного дефіциту й ліквідація надлишкового регулювання економіки тощо. Через обмеженість наявного капіталу в майбутньому нефінансові підприємства мають розраховувати переважно на зовнішні фінансові ринки. Тим не менше, існує можливість позитивних змін у короткостроковій перспективі: хоча до початку 2016 р. банкам удалося накопичити надлишкову ліквідність, вони спрямовували її переважно на державні цінні папери, а кредитування підприємств було відновлено лише у другій половині 2016 р. Протягом 2014–2016 рр. підприємствами було накопичено значний обсяг незадоволених потреб у додатковому фінансуванні, зокрема, для поповнення оборотного капіталу, а отже відновлення кредитування означатиме зростання частки позик навіть без суттєвих інституційних реформ.

Висновки. Українські нефінансові підприємства пройшли тривалий шлях еволюції: від державного фінансування у різних формах до розмаїття джерел фінансування. Зокрема, можна виділити такі етапи: формування ринку за кризових умов (1990–1996), стабілізація економічної ситуації (1996–1999), економічний бум (2000–2008), вплив світової економічної кризи (2008–2010), міжкризовий період (2011–2013) та період впливу військових дій (із 2014 р.). Якщо на ранніх етапах переважало державне фінансування у різних формах, а поодиноким використанням позикового капіталу було пов'язане із неформальними джерелами, під час економічного буму відбулося розширення використання зовнішнього фінансування – як банківського фінансування, так і власного капіталу з фондового ринку.

Поява та зростання боргового фінансування після 1996 р. прямо пов'язано як із грошовою реформою, так і зі стабілізацією політичної ситуації (зокрема, прийняттям конституції та зниженням ризику реваншу комуністів). Аналогічно, динаміка під час економічного буму 2000–2008 рр. значною мірою пов'язана з урядовою реформою 2000 р., усталенням бюджетної системи (формально закріпленим бюджетним кодексом 2001 р.) та введенням страхування депозитів у 1998 (що перетворило фізичних осіб на головне джерело ресурсів для банків та сприяло розвитку банківської системи). Зазначені зміни позитивно впливали як на пропозицію фінансових ресурсів, так і на зменшення інформаційних асиметрій (а отже, і транзакційних витрат). Проте, починаючи із 2008 р., роль внутрішніх джерел постійно зростає, а зовнішніх – зменшується. Хоча рівні боргу значно різняться від однієї галузі діяльності підприємств до іншої, ця тенденція є загальною для всіх галузей. Загальні показники рівня позикового фінансування у структурі балансу, на перший погляд, є близькими до даних по країнах, що розвиваються. Проте врахування значної частки безвідсоткових зобов'язань (і передусім кредиторської заборгованості) дає іншу картину: рівень боргового фінансування (debt-to-capital) є значно мен-

шим за середній – як по ринках, що розвиваються, так і по світу загалом. Іншим дисбалансом, що тягнеться від 1990-х рр., є переважання короткострокових та валютних кредитів у фінансуванні, отриманому від банків. Ця ситуація пов'язана зі слабкістю інституційного середовища і, зокрема, з недостатнім захистом прав кредиторів.

Отже, як показує динаміка фінансування у 1991–2017 рр., структура капіталу є похідною не тільки від економічних, а й від інституційних змін. Зокрема, системні реформи 90-х – початку 2000-х рр. привели до стрімкого зростання позикового фінансування у 2000–2008 рр. Ситуація на сучасному етапі є аналогічною до кінця 1990-х рр.: можливості розширення використання зовнішніх джерел прямо пов'язані з успішністю реформування державного сектору, здійсненням інституційних реформ і відновленням стійкого економічного зростання. Певного поживлення на ринку банківських кредитів можна очікувати навіть без суттєвих інституціональних змін (завдяки відкладеним у 2014–2016 рр. потребам підприємств у фінансуванні та надлишковій ліквідності банківської системи). Проте така динаміка буде короткостроковою, а у довгостроковій перспективі структура капіталу є похідною від стану інституційного середовища. При цьому ключові реформи не стосуються структури капіталу напряму, а є більш загальними (реформування прокуратури та судів, обмеження кредитування пов'язаних осіб, скорочення бюджетного дефіциту тощо).

Дискусія. Розкриті у цій статті аспекти структури капіталу вітчизняних нефінансових підприємств мають загальний характер і пов'язані із впливом фактора країни. Неповністю розкритими залишаються деякі питання загально-теоретичного характеру, такі, як відмінності різних організаційно-правових форм у формуванні структури капіталу. Проте основні не вирішені питання пов'язані з кількісним аналізом даних на мікрорівні. Зокрема, подальші дослідження мають зосереджувати увагу на таких напрямках, як аналіз детермінант структури капіталу (з використанням методів аналізу панельних даних) і тестування теорій (концепцій) структури капіталу в українських умовах.

Список використаних джерел:

- Booth L. Capital structures in developing countries / L. Booth, V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt and others // *The journal of finance*. – 2001. – Vol. 56. – № 1. – P. 87–130. – doi:10.1111/0022-1082.00320/
- Alves P. F. P. Capital structure and law around the world / P. F. P. Alves, M. A. Ferreira // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2011. – Vol. 21. – № 3. – P. 119–150. – doi:10.1016/j.mulfin.2011.02.001.
- Antoniou A. The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions / A. Antoniou, Y. Guney, K. Paudyal // *Journal of financial and quantitative analysis*. – 2008. – Vol. 43. – № 1. – P. 59–92. – doi:10.1017/S002210900002751.
- Baltagi B. H. Financial development and openness: Evidence from panel data / B. H. Baltagi, P. O. Demetriades, S. H. Law // *Journal of development economics*. – 2009. – Vol. 89. – № 2. – P. 285–296. – doi:10.1016/j.jdeveco.2008.06.006.
- Fan J. P. H. An international comparison of capital structure and debt maturity choices // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2012. – Vol. 47. – № 1. – P. 23–56. – doi:10.1017/S0022109011000597.
- Gao W. Information asymmetry and capital structure around the world / W. Gao, F. Zhu // *Pacific-Basin Finance Journal*. – 2015. – Vol. 32. – P. 131–159. – doi:10.1016/j.pacfin.2015.01.005.
- Mitton T. Why have debt ratios increased for firms in emerging markets? / T. Mitton // *European Financial Management*. – 2008. – Vol. 14. – № 1. – P. 127–151. – doi:10.1111/j.1468-036X.2007.00430.x.
- Beck T. Financing patterns around the world: Are small firms different? / T. Beck, A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 89. – № 3. – P. 467–487. – doi:10.1016/j.jfineco.2007.10.005.
- Stephan A. Corporate debt maturity choice in emerging financial markets / A. Stephan, O. Talavera, A. Tsapin // *The Quarterly Review of Economics and Finance*. – 2011. – Vol. 51. – № 2. – P. 141–151. – doi:10.1016/j.qref.2010.12.003.
- Черненко Д. Д. Современная парадигма в исследованиях структуры капитала / Д. Д. Черненко // *Вісн. Київ. ун-ту. Економіка*. – 2016. – Т. 8. – № 185. – С. 45–51. – doi:10.17721/1728-2667.2016/185-8/6.
- Держкомстат України. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.

12. Damodaran Online. Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
13. Національний банк України. – Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua>.
14. Світовий банк. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/>
15. Міністерство економічного розвитку і торівлі України. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua>.
16. Рейтинг 200 найбільших компаній України від Forbes. – Режим доступу: <http://forbes.net.ua/ua/ratings/3>
17. World Bank's Enterprise Surveys. Available at: <http://www.enterprisesurveys.org/>
18. Річний звіт Національного банку України за 2001 рік – 159 с.
19. Duenwald C. Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine / C. Duenwald, N. Gueorguiev, A. Schaechter // Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe. – Palgrave Macmillan UK, 2007. – P. 236–263. – doi: 10.1057/9781137001542_15.

20. Фондова біржа ПФТС. – Режим доступу: <http://pfts.ua>.
21. Hoffmann A. An overinvestment cycle in Central and Eastern Europe? / A. Hoffmann // Metroeconomica. – 2010. – Т. 61. – № 4. – С. 711–734. doi: 10.1111/j.1467-999X.2010.04103.x.
22. Фондова біржа "Перспектива". – Режим доступу: <http://fbp.com.ua>.
23. Фондова біржа "Українська біржа". – Режим доступу: <http://www.ux.ua>.

Received: 04/09/2017
1st Revision: 11/10/2017
Accepted: 13/11/2017

Author's declaration on the sources of funding of research presented in the scientific article or of the preparation of the scientific article: budget of university's scientific project

Д. Черненко, асп.

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ, Україна

СТРУКТУРА КАПИТАЛА УКРАЇНСЬКИХ НЕФІНАНСОВИХ ПРІДПРИЯТТІЙ В ІСТОРИЧЕСЬКІЙ ПЕРСПЕКТИВІ

Исследована динаміка структури капіталу українських підприємств в історическій перспективі. Показано, що динаміка фінансування з 1990 року була похідною від економічних і інституціональних змін, а поточні рівні фінансування в цілому менше, ніж в зарубіжних країнах. Якщо в краткосрочній перспективі можна очікувати некоего оживлення ринку, довгосрочна динаміка залежить в основному від успішності інституціональних реформ.

Ключевые слова: фінансування підприємств; структура капіталу; фінансова структура; капітал підприємств; джерела фінансування; нефінансові підприємства.

D. Chernenko, PhD Student

Kyiv National Economics University named after Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine

CAPITAL STRUCTURE OF UKRAINIAN NON-FINANCIAL COMPANIES IN HISTORICAL PERSPECTIVE

This paper examines the dynamics of Ukrainian non-financial firms' capital structure within a historical perspective. It shows that firm financing since 1990 was a derivative from economic and institutional changes, and current levels of leverage are lower than ones of foreign peers. Whereas in the short-term we can expect some market recovery, long-term dynamics relies almost exclusively on the success of institutional reforms.

Keywords: firm financing; capital structure; financial structure; company capital; financing sources; non-financial companies.

References (in Latin): Translation / Transliteration/ Transcription

- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V., 2001. Capital structures in developing countries. The journal of finance, 56(1), pp. 87-130. DOI: 10.1111/0022-1082.00320.
- Alves, P.F.P., & Ferreira, M.A., 2011. Capital structure and law around the world. Journal of Multinational Financial Management, 21(3), pp. 119-150. DOI: 10.1016/j.mulfin.2011.02.001.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K., 2008. The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. Journal of financial and quantitative analysis, 43(01), pp. 59-92. DOI: 10.1017/S002210900002751.
- Baltagi, B.H., Demetriades, P.O., & Law, S.H., 2009. Financial development and openness: Evidence from panel data. Journal of development economics, 89(2), pp. 285-296. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2008.06.006.
- Fan, J.P., Titman, S., & Twite, G., 2012. An international comparison of capital structure and debt maturity choices. Journal of Financial and quantitative Analysis, 47(01), pp. 23-56. DOI: 10.1017/S0022109011000597.
- Gao, W., & Zhu, F., 2015. Information asymmetry and capital structure around the world. Pacific-Basin Finance Journal, 32, pp. 131-159. DOI: 10.1016/j.pacfin.2015.01.005.
- Mitton, T., 2008. Why have debt ratios increased for firms in emerging markets?. European Financial Management, 14(1), pp. 127-151. DOI: 10.1111/j.1468-036X.2007.00430.x.
- Beck, T., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V., 2008. Financing patterns around the world: Are small firms different?. Journal of Financial Economics, 89(3), pp. 467-487. DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.10.005.
- Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A., 2011. Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. The Quarterly Review of Economics and Finance, 51(2), pp. 141-151. DOI: 10.1016/j.qref.2010.12.003.
- Chernenko, D., 2016. Modern Paradigm In Capital Structure Studies. Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics, 8(185), 45-51. DOI: 10.17721/1728-2667.2016/185-8/6.
- State Statistics Service of Ukraine. Available at: <http://ukrstat.gov.ua>.
- Damodaran Online. Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- National Bank of Ukraine. Available at: <https://www.bank.gov.ua>.
- World Bank Data. Available at: <http://data.worldbank.org/>
- Ukrainian Ministry of Economic Development and Trade. Available at: <http://www.me.gov.ua>.
- Forbes Rating of 200 Largest Ukrainian Companies. Available at: <http://forbes.net.ua/ua/ratings/3>.
- World Bank's Enterprise Surveys. Available at: <http://www.enterprisesurveys.org/>
- Annual report of the National Bank of Ukraine, 2001.
- Duenwald, C., Gueorguiev, N., & Schaechter, A., 2007. Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine. In Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (pp. 236-263). Palgrave Macmillan UK. DOI: 10.1057/9781137001542_15.
- PFTS Stock Exchange. Available at: <http://pfts.ua>.
- Hoffmann, A., 2010. An overinvestment cycle in Central and Eastern Europe? Metroeconomica, 61(4), 711-734. DOI: 10.1111/j.1467-999X.2010.04103.x.
- Perspektiva Stock Exchange. Available at: <http://fbp.com.ua>.
- Ukrainian Exchange. Available at: <http://www.ux.ua>.