

УДК 658.14/.16:336.76

## ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ УКРАЇНСЬКИХ, ПОЛЬСЬКИХ ТА НІМЕЦЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ

В.О. Грінченко

*ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, Україна*

*Грінченко В.О. Порівняльний аналіз структури капіталу українських, польських та німецьких підприємств.*

Автором було проведено порівняльний аналіз структури капіталу підприємств за різного рівня розвитку фондових ринків, а саме українських, польських та німецьких підприємств. Визначено, що українським та німецьким підприємствам властивий високий рівень фінансового левериджу, тоді як польські підприємства зберігають баланс між рівнем власного та позичкового фінансування. Автор визначив, що українським підприємствам слід звернути увагу на підвищення частки довгострокових джерел фінансування та достатність розміру резервного капіталу з метою зменшення рівня фінансового ризику та підвищення фінансової стійкості підприємств. У статті також розглянуто структуру капіталу українських, польських та німецьких підприємств, згрупованих відповідно до виду економічної діяльності та розміру.

*Ключові слова:* структура капіталу, фінансування, фінансовий леверидж, вид економічної діяльності, розмір підприємства

*Гринченко В.А. Сравнительный анализ структуры капитала украинских, польских и немецких предприятий.*

Автором был проведен сравнительный анализ структуры капитала предприятий при разных уровнях развития фондового рынка, а именно украинских, польских и немецких предприятий. Определено, что украинским и немецким предприятиям присущ высокий уровень финансового левериджа, тогда как польские предприятия сохраняют баланс между уровнем собственного и заемного финансирования. Автор определил, что украинским предприятиям следует обратить внимание на повышение доли долгосрочных источников финансирования и достаточность размера резервного капитала с целью уменьшения уровня финансового риска и повышения финансовой устойчивости предприятий. В статье также рассмотрена структура капитала украинских, польских и немецких предприятий, сгруппированных в соответствии с видом экономической деятельности и размером.

*Ключевые слова:* структура капитала, финансирование, финансовый леверидж, вид экономической деятельности, размер предприятия

*Grinchenko V.O. Comparative analysis of capital structure of Ukrainian, Polish and German enterprises.*

The author conducted comparative analysis of capital structure of enterprises at different levels of capital market development, namely Ukrainian, Polish and German enterprises. It was identified that Ukrainian and German firms had high level of financial leverage, whereas Polish enterprises maintained a balance between the level of equity and debt financing. The author stresses that Ukrainian enterprises should pay attention to an increase of the proportion of long-term financing and the adequacy of reserve capital in order to reduce the level of financial risk and enhance financial stability of enterprises. The article also dwells upon capital structure of Ukrainian, Polish and German companies, grouped according to type of economic activity and size.

*Keywords:* capital structure, financing, financial leverage, economic activity, size of an enterprise

Структура капіталу та її вплив на вартість підприємства є предметом наукового дослідження та аналізу з часів публікації М. Міллером та Ф. Модільяні (Miller and Modigliani, 1958) своєї праці у 1958 році. Основною причиною підвищеного інтересу науковців до структури капіталу є переконання, що ефективність роботи та вартість підприємства залежить від рішень щодо структури його фінансування. Вибір співвідношення між власним та позичковим капіталом у структурі фінансування підприємства безпосередньо впливає на досягнення завдань, що ставлять перед собою керівники та фінансові менеджери, таких як максимізація вартості акцій, доходності та фінансової стійкості підприємства і мінімізація середньозваженої вартості капіталу та рівня фінансових ризиків. Структуру капіталу визначають багато факторів, які стосуються характеристик самого підприємства, таких як розмір підприємства, його прибутковість, ліквідність, стадія життєвого циклу, структура активів тощо. Проте, структура капіталу та рівень фінансового левериджу підприємств має свої відмінності у різних країнах через вплив на структуру капіталу макроекономічних факторів.

### Аналіз останніх досліджень та публікацій

М. Міллер і Ф. Модільяні (Miller and Modigliani, 1958) запропонували свою теорію структури капіталу базуючись на існуванні досконалого ринку, відсутності податків та трансакційних витрат. Відповідно до М. Міллера і Ф. Модільяні (Miller and Modigliani, 1958), вартість підприємства не залежить від рішень щодо структури капіталу, тобто від співвідношення між власним та позичковим фінансуванням [1]. Аналізуючи структуру капіталу підприємств з урахуванням впливу податків, М. Міллер і Ф. Модільяні (Miller and Modigliani, 1963) визначили, що підприємства намагаються максимізувати рівень позичкового фінансування з метою використання переваг податкового щита, тобто виключення процентів за використання боргового фінансування з оподаткованого прибутку [2]. Більшість досліджень структури капіталу з того часу присвячені визначенню достовірності вищезазначених теорій зважаючи на існування недосконалого ринку.

Вивченням структури капіталу підприємств розвинутих країн займалось багато науковців, таких як Дж. Корбет і Т. Дженкінсон (Corbet & Jenkinson, 1996), С. Майер (Mayer, 1990), С. Боріо (Borio, 1990), Дж. Бісигнано (Bisignano, 1990), Р. Раджан і Л. Зінгалес (Rajan & Zingales, 1995), М. Аткин і Дж. Глен (Atkin & Glen, 1992), Н. Утреро-Гонсалес (Utrero-Gonzales, 2007), Дж. Хамід і А. Сінг (Hamid & Singh, 1992), С. Росс (Ross, 1977) та інші. Питанням вивчення структури капіталу українських підприємств присвячено праці таких українських вчених як Костюк О.М., Замазій О.В., Гурнак О.В., Івко А.В., Бичкова Н.В., Кононов О.Ю., Безгінова Л.І., Матвійчук Л.О. Проте порівняння структури капіталу підприємств за різного рівня розвитку фондових ринків недостатньо висвітлені у наукових працях.

*Метою статті є* визначення особливостей структури капіталу підприємств за різного рівня розвитку фондових ринків, а саме українських, польських та німецьких підприємств, шляхом порівняння структури фінансування підприємств в цілому, а також в залежності від виду економічної діяльності та розміру підприємства.

#### Виклад основного матеріалу дослідження

Автором було проведено порівняльний аналіз структури капіталу підприємств за різного рівня розвитку фондових ринків. Німецькі підприємства представляють розвинутий фондовий ринок,

українські – фондовий ринок, що розвивається, а польські – проміжний рівень розвитку між німецьким та українським фондовим ринком. Дані для аналізу структури капіталу українських підприємств було взято з сайту Державної служби статистики України [3]. Дані щодо структури капіталу польських підприємств взято з Центрального офісу статистики Польщі, а німецьких – з сайту Бундесбанку Німеччини [4, 5]. Також для аналізу структури капіталу польських та німецьких підприємств залежно від розміру підприємства було використано інформацію із бази даних BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized), яка акумулює агреговану інформацію нефінансових підприємств Європейського Союзу [6]. Необхідно зазначити, що показники фінансової звітності підприємств різних країн не завжди можна легко порівняти зважаючи на відмінності обліку певних статей звітності. Агреговані дані фінансової звітності складено відповідно до національних положень і стандартів обліку і хоча ведеться робота по гармонізації національних стандартів та МСФЗ, існують певні особливості обліку відповідно до національних стандартів у різних країнах.

Розглянемо статистичні дані щодо рівня фінансового левериджу українських, польських та німецьких підприємств за період 2011-2014 років, які наведено на рис. 1.

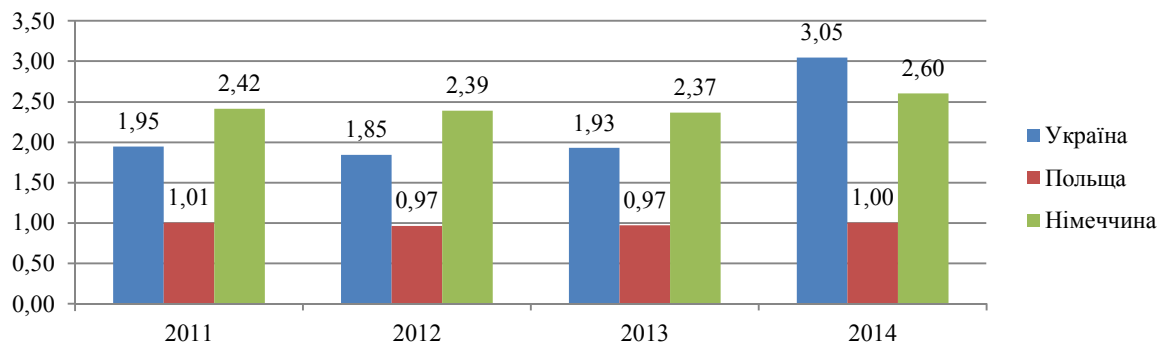


Рис. 1. Рівень фінансового левериджу українських, польських та німецьких підприємств за період 2011-2014 (станом на кінець року), коефіцієнти  
Джерело: складено автором за матеріалами [3-5]

Як бачимо із рис. 1 найвищий рівень фінансового левериджу протягом 2011-2013 років спостерігався на німецьких підприємствах і становив близько 2,4 протягом даного періоду, у той час як у 2014 році – на українських підприємствах і становив 3,05 станом на 31.12.2014. Рівень фінансового левериджу польських та німецьких підприємств не зазнавав значних змін протягом аналізованого періоду, тоді як на українських підприємствах рівень фінансового левериджу зріс на 58% у 2014 році. Дане зростання відбулось за рахунок різкого збільшення нерозподіленого збитку підприємств

через погіршення економічної ситуації в Україні у 2014 році. Польським підприємствам притаманний невисокий рівень фінансового левериджу, який становив близько 1 протягом всього аналізованого періоду.

Високий рівень боргового фінансування властивий для країн із розвинутим банківським сектором, таких як Німеччина, у той час як фінансування за рахунок власного капіталу властиве для англо-саксонських країн, у яких більш розвинутим є фондовий ринок [5]. В Україні високий рівень фінансового левериджу пояснюється слабким рівнем розвитку фондового

ринку та неспроможністю українських підприємств фінансувати свою діяльність із внутрішніх джерел через недостатній для цього рівень нерозподіленого прибутку. Дана тенденція ще більше проявилась у 2014 році, коли внаслідок

фінансової кризи в країні відбулось різке зменшення прибутковості підприємств.

Для аналізу структури капіталу українських, польських та німецьких підприємств проаналізуємо дані представлені на рис. 2.

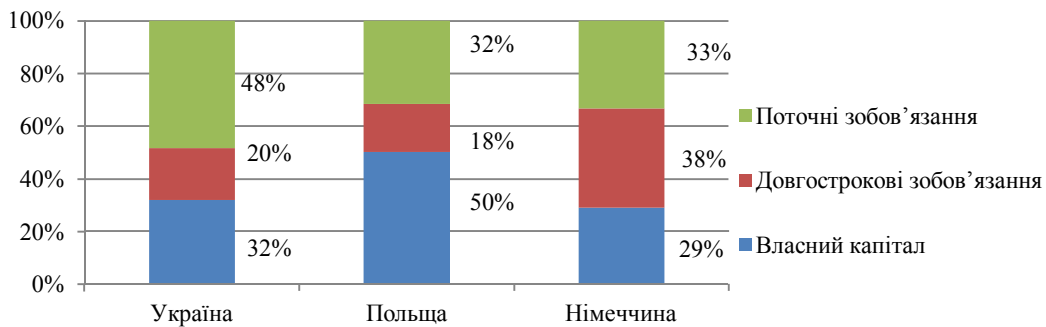


Рис. 2. Структура капіталу українських, польських та німецьких підприємств (середнє значення за 2011-2014 роки), %

Джерело: складено автором за матеріалами [3-5]

Українські та німецькі підприємства фінансують діяльність переважно із позичкових джерел, у той час як польські підприємства зберігають баланс між власним та позичковим фінансуванням. Українські підприємства схожі на німецькі за низьким рівнем власного капіталу у загальній структурі фінансування, а на польські – за низькою часткою довгострокових зобов'язань. Незважаючи на різну структуру капіталу підприємств аналізованих країн, можемо виокремити важливу спільну рису для польських та німецьких підприємств, а саме високу частку довгострокових джерел фінансування. Українські підприємства мають 52% довгострокових джерел у структурі джерел фінансування у середньому за 2011-2014 роки, що є значно нижчим показником порівняно з польськими та німецькими підприємствами.

Отримані результати співпадають із результатами аналізу структури капіталу українськими та зарубіжними вченими. Частка власного капіталу німецьких підприємств, визначена Р. Раджаном та Л. Зінгалесом (Rajan &

Zingales, 1995) за даними 1991 року, складає 28%, а поточних зобов'язань – 30% капіталу, що є близькими значеннями до результатів нашого аналізу структури капіталу [8]. Замазій О.В. визначила, що українські підприємства мають високу частку позичкових зобов'язань, а саме кредиторської заборгованості у структурі фінансування протягом 2010-2011 років. Низька ж частка довгострокових зобов'язань у структурі фінансових ресурсів свідчить про низькі фінансові можливості українських підприємств у оперативному маневруванні джерелами покриття їх потреб [9]. Бичкова Н.В., аналізуючи структуру капіталу українських підприємств протягом 2005-2010 років, визначила, що українським підприємствам властиві низький рівень власного капіталу та довгострокових зобов'язань та існування негативної динаміки частки власного капіталу у структурі фінансування [10].

На рис. 3 наведено структуру активів українських, польських та німецьких підприємств за період 2011-2014 років.

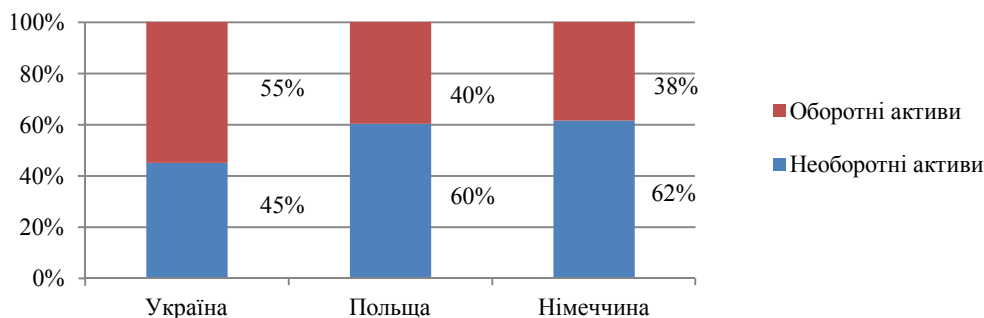


Рис. 3. Структура активів українських, польських та німецьких підприємств (середнє значення за 2011-2014 роки), %

Джерело: складено автором за матеріалами [3-5]

З рис. 3 бачимо, що на українських підприємствах переважають оборотні активи, їх частка є сталою протягом аналізованого періоду і складає в середньому 55% усіх активів. У той же час на польських та німецьких підприємствах переважають необоротні активи, складаючи в середньому 60% та 62% активів протягом аналізованого періоду.

Для аналізу рівня забезпеченості фінансової рівноваги визначимо відповідність українських,

польських та німецьких підприємств вимогам золотого правила фінансування. Умовами фінансової рівноваги є перевищення довгострокових пасивів над довгостроковими активами та короткострокових активів над короткостроковими пасивами [11].

У табл. 1 можемо побачити відповідність структури капіталу українських, польських та німецьких підприємств золотому правилу фінансування.

Таблиця 1. Виконання умов золотого правила фінансування українськими, польськими та німецькими підприємствами за період 2011-2014 (станом на кінець року), коефіцієнти

Рік	Україна		Польща		Німеччина	
	ДА <sup>1</sup> /ДП <sup>2</sup>	КА <sup>3</sup> /КП <sup>4</sup>	ДА/ДП	КА/КП	ДА/ДП	КА/КП
2011	0,83	1,19	0,87	1,28	0,93	1,13
2012	0,84	1,18	0,88	1,26	0,92	1,16
2013	0,87	1,14	0,89	1,24	0,92	1,17
2014	0,96	1,04	0,88	1,27	0,92	1,16

<sup>1</sup> – довгострокові активи; <sup>2</sup> – довгострокові пасиви; <sup>3</sup> – короткострокові активи; <sup>4</sup> – короткострокові пасиви

Джерело: складено автором за матеріалами [3-5]

Золоте правило фінансування виконується протягом аналізованого періоду на підприємствах усіх аналізованих країн. Довгострокові пасиви (власний капітал та довгострокові зобов'язання) є достатніми для покриття довгострокових активів, у той час як оборотних активів достатньо для погашення короткострокових зобов'язань. Якщо показники рівня фінансової рівноваги на польських та німецьких підприємствах не зазнавали суттєвих змін протягом аналізованого періоду, фінансова рівновага на українських підприємствах поступово погіршувалась починаючи з 2013 року через економічну кризу в країні.

Для більш детального аналізу структури капіталу українських, польських та німецьких підприємств проаналізуємо складові власного капіталу та поточних зобов'язань протягом 2011-2014 років. Довгострокові зобов'язання не було проаналізовано у статті через відсутність даних щодо їхніх складових. На рис. 4 представлено дані щодо структури власного капіталу українських та польських підприємств за 2011-2014 роки. Структура власного капіталу німецьких підприємств не аналізувалась через відсутність даних.

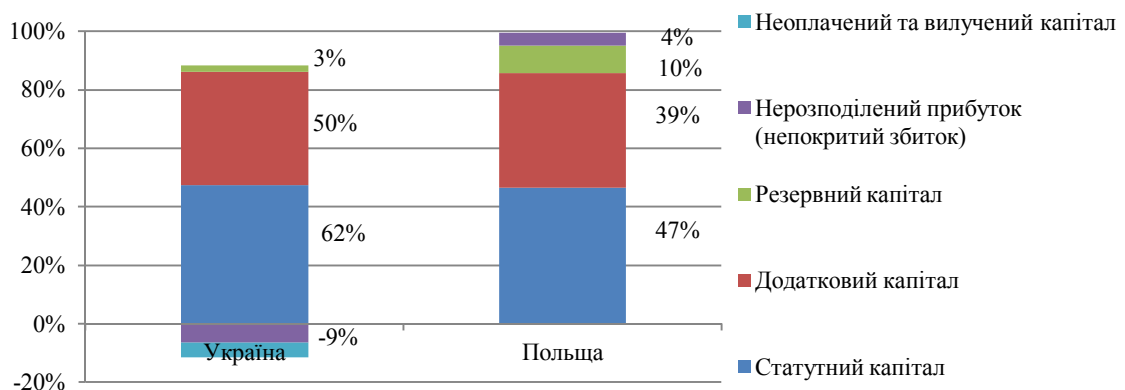


Рис. 4. Структура власного капіталу українських та польських підприємств (середнє значення за 2011-2014 роки), %

Джерело: складено автором за матеріалами [3, 4]

Основними складовими частинами власного капіталу як українських, так і польських підприємств протягом 2011-2014 років був статутний та додатковий капітал, у той час як інші складові займали невелику частку. Структура власного капіталу польських підприємств залишалась стабільною протягом всього аналізованого періоду, а українських підприємств – зазнала суттєвих змін у 2014 році. Відбулось різке збільшення непокритого збитку, який становив – 39% власного капіталу станом на 31.12.2014 порівняно з 1% нерозподіленого прибутку станом на 31.12.2013. Збільшення нерозподіленого збитку внаслідок збитковості діяльності українських підприємств призвело до зміни структури власного капіталу станом на 31.12.2014 року та різкого зменшення власного капіталу у загальній валюті балансу українських

підприємств з 35% протягом 2011-2013 років до 25% станом на 31.12.2014.

Ще однією відмінною рисою структури власного капіталу українських підприємств є низький рівень резервного капіталу, який становив близько 3% власного капіталу, у той час як на польських підприємствах він складав 10% власного капіталу протягом 2011-2014 років. Причиною низького рівня резервного капіталу на українських підприємствах є недостатній рівень прибутку для формування необхідного рівня резервного капіталу, який повинен складати не менше 15% статутного капіталу для акціонерних товариств та не менше 25% статутного капіталу для інших підприємств [12, 13].

На рис. 5 представлено структуру поточних зобов'язань українських, польських та німецьких підприємств.

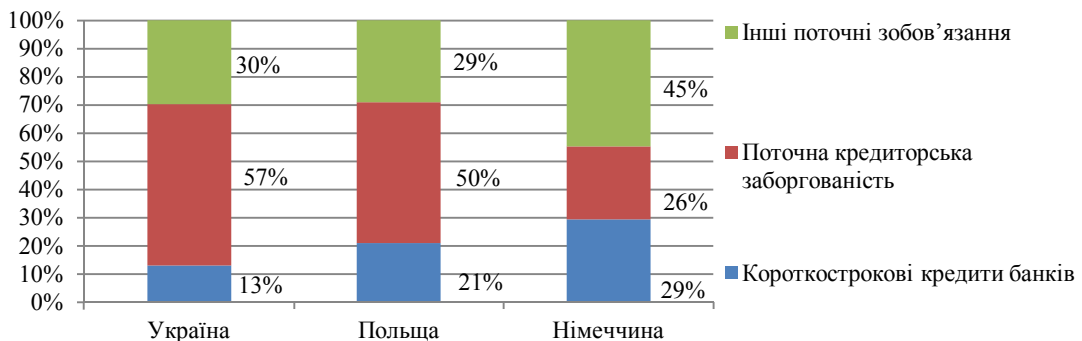


Рис. 5. Структура поточних зобов'язань українських, польських та німецьких підприємств (середнє значення за 2011-2014 роки), %

Джерело: складено автором за матеріалами [3-5]

Поточна кредиторська заборгованість становить основну частку поточних зобов'язань українських підприємств протягом аналізованого періоду складаючи 57% поточних зобов'язань або 28% всієї валюти балансу. Короткострокові кредити банків є значно меншими і становлять 13% поточних зобов'язань протягом 2011-2014 років. На німецьких підприємствах банківське кредитування складає 29% поточних зобов'язань, що є вищим показником, а частка кредиторської заборгованості є значно меншою порівняно з українськими підприємствами складаючи 26% поточних зобов'язань. Половина поточних зобов'язань польських підприємств складається із кредиторської заборгованості, що наближує структуру поточних зобов'язань польських підприємств до українських.

Незважаючи на високий рівень фінансового левелю українських підприємств, частка банківського кредитування є дуже малою порівняно з більш розвинутими країнами. Високий рівень позичкового капіталу українських підприємств в основному спричинений високим рівнем кредиторської заборгованості, що свідчить про широке використання торговельного кредиту

як джерела фінансування діяльності українських підприємств.

Для аналізу структури капіталу підприємств за видами економічної діяльності проаналізуємо дані представлено у табл. 2.

У структурі фінансування українських підприємств більшості видів економічної діяльності переважає позичковий капітал і лише у галузі адміністративного обслуговування, освіти, водопостачання та постачання електроенергії - власний капітал, який становить 74%, 71%, 54% та 52% відповідно. Найбільший фінансовий левелю спостерігається на підприємствах торгівлі, де частка позичкових коштів складає 94%. Особливістю українських підприємств є висока частка поточних зобов'язань у фінансуванні підприємств у галузях торгівлі, будівництва, переробної промисловості та інформації та телекомунікацій, що пояснюється фінансуванням даних підприємств переважно за рахунок торгового кредиту.

Польські підприємства покладаються на власний капітал у фінансуванні своєї діяльності значно більше, ніж українські та німецькі підприємства. Власний капітал переважає на польських підприємствах у галузі сільського



господарства, операцій з нерухомістю, постачання електроенергії, водопостачання, добувної промисловості та переробної промисловості. В цілому рівень фінансування з власних джерел на польських підприємствах значно вищий, ніж на українських та німецьких. Навіть у галузях із найвищим рівнем фінансового левириджу, таких

як будівництво та торгівля, власний капітал складає 33% та 41% відповідно. Найвищий рівень позичкового фінансування польських підприємств спостерігається у галузях будівництва та адміністративної діяльності і складає 67% та 59% відповідно.

Таблиця 2. Структура капіталу українських, польських та німецьких підприємств у розрізі видів економічної діяльності (середнє значення за 2011-2014 роки)\*, коефіцієнти

Вид економічної діяльності	Україна			Польща			Німеччина		
	ВК	ДЗ	ПЗ	ВК	ДЗ	ПЗ	ВК	ДЗ	ПЗ
Сільське господарство	0,50	0,14	0,36	0,74	0,10	0,15	0,48	0,27	0,25
Добувна промисловість	0,41	0,19	0,40	0,54	0,23	0,23	0,22	0,61	0,17
Переробна промисловість	0,25	0,23	0,52	0,51	0,15	0,34	0,33	0,30	0,38
Постачання електроенергії та газу	0,52	0,19	0,29	0,68	0,18	0,14	0,27	0,41	0,32
Водопостачання та каналізація	0,54	0,15	0,31	0,55	0,16	0,28	0,32	0,48	0,20
Будівництво	0,09	0,31	0,60	0,33	0,22	0,45	0,19	0,18	0,63
Торгівля	0,06	0,15	0,79	0,41	0,11	0,48	0,31	0,19	0,49
Транспорт	0,48	0,18	0,34	0,40	0,28	0,32	0,32	0,41	0,28
Готелі й ресторани	0,32	0,30	0,37	0,49	0,34	0,17	0,30	0,32	0,38
Інформація та телекомунікації	0,26	0,24	0,50	0,46	0,31	0,23	0,41	0,31	0,28
Операції з нерухомістю	0,30	0,32	0,38	0,71	0,17	0,12	0,34	0,49	0,17
Професійна та наукова діяльність	0,38	0,19	0,43	0,46	0,16	0,38	0,41	0,27	0,32
Адміністративне обслуговування	0,74	0,08	0,18	0,33	0,28	0,39	0,22	0,34	0,44
Освіта	0,71	0,05	0,24	0,44	0,12	0,44	0,53	0,26	0,21
Охорона здоров'я	0,42	0,27	0,32	0,43	0,29	0,28	0,52	0,31	0,18
Мистецтво та спорт	0,33	0,31	0,36	0,40	0,30	0,30	0,37	0,25	0,38
Інші послуги	0,30	0,08	0,62	0,53	0,18	0,29	0,43	0,35	0,22

\* – для українських та польських підприємств, 2011-2013 роки для німецьких підприємств

Джерело: складено автором за матеріалами [3-6]

Німецькі підприємства більшості видів економічної діяльності фінансують свою діяльність із позичкового капіталу і лише на підприємствах у галузях освіти та охорони здоров'я переважає власний капітал. Німецьким підприємствам галузей добувної промисловості, операцій з нерухомістю, водопостачання, транспорту та постачання електроенергії притаманний високий рівень довгострокового позичкового капіталу. Короткостроковий позичковий капітал переважає на підприємствах будівництва та торгівлі, що є відмінною рисою даних галузей у всіх досліджуваних країнах. Дана структура капіталу є характерною для даних галузей, які закупають товари та матеріали за рахунок кредиторської заборгованості, яку повертають після отримання виручки від реалізації. Отже, бачимо значну відмінність рівня позичкового капіталу підприємств однієї галузі у різних країнах, що вказує на значний вплив макроекономічних факторів на структуру капіталу підприємств.

Аналізуючи динаміку рівня позичкового фінансування протягом досліджуваного періоду автор помітив тенденцію до зростання рівня боргового фінансування українських підприємств, який в середньому виріс на 10% у 2014 році порівняно з 2011. Найбільший ріст частки позичкового фінансування українських під-

приємств спостерігався у галузях інформації та телекомунікацій та операцій з нерухомістю. Структура капіталу польських та німецьких підприємств у галузевому розрізі не зазнала значних змін протягом аналізованого періоду.

Порівнюючи результати нашого дослідження з результатами, отриманими українськими та зарубіжними вченими, можемо спостерігати наявність галузевих особливостей для підприємств, що належать до однієї країни. Так Івко А.В., аналізуючи структуру капіталу українських підприємств станом на 30.09.2010 року, визначив, що підприємства галузі оптової та роздрібної торгівлі мають найбільшу частку позичкового капіталу, що узгоджується з висновками проведеного нами дослідження. Тоді як підприємства галузей транспорту та сільського господарства характеризуються високим рівнем власного капіталу [14]. Н. Утреро-Гонсалес (Utrero-Gonzales, 2007) досліджуючи галузеву структуру капіталу європейських підприємств, визначила будівництво та торгівлю як галузі з найвищим рівнем фінансового левириджу, що є характерним для всіх досліджуваних країн [15].

Аналіз структури капіталу українських, польських та німецьких підприємств залежно від розміру підприємства наведено у табл. 3.

Таблиця 3. Структура капіталу українських, польських та німецьких підприємств залежно від розміру (середнє значення за 2012-2013 роки), коефіцієнти

Показник	Україна	Польща	Німеччина
<b>Малі підприємства</b>			
Власний капітал	0,31	0,53	0,35
Довгострокові зобов'язання	0,18	0,14	0,33
Поточні зобов'язання	0,51	0,33	0,32
<b>Середні підприємства</b>			
Власний капітал	0,32	0,49	0,37
Довгострокові зобов'язання	0,20	0,16	0,32
Поточні зобов'язання	0,48	0,35	0,31
<b>Великі підприємства</b>			
Власний капітал	0,41	0,51	0,33
Довгострокові зобов'язання	0,18	0,19	0,33
Поточні зобов'язання	0,41	0,30	0,34

*Джерело: складено автором за матеріалами [3-5]*

З табл. 3 можемо побачити, що частка короткострокового позичкового капіталу українських підприємств зменшується, а власного капіталу збільшується із збільшенням розміру підприємств. Нижчий рівень власного капіталу на українських малих та середніх підприємств спричинений зростанням накопленого збитку та зменшенням додаткового капіталу із зменшенням розміру підприємства, що вказує на вищий рівень прибутковості великих підприємств. У той же час частка довгострокового капіталу українських підприємств залишається майже незмінною.

На польських малих та великих підприємствах у структурі фінансування переважає власний капітал та спостерігається відсутність чіткої залежності між часткою власного капіталу та поточних зобов'язань та розміром підприємства. Однак, можемо спостерігати наявність позитивного зв'язку між розміром польських підприємств та часткою довгострокового капіталу. Німецькі підприємства фінансують діяльність переважно з позичкових джерел незалежно від розміру. Можемо побачити відсутність зв'язку між розміром підприємства та структурою капіталу для німецьких підприємств.

### Висновки

Німецьким та українським підприємствам притаманний високий рівень фінансового левериджу, тоді як польські підприємства дотримуються балансу між власним і позиковим фінансуванням. Високий рівень фінансового левериджу німецьких підприємств пояснюється високим рівнем розвитку банківського сектору, у той час як українських підприємств – неспроможністю фінансувати свою діяльність із внутрішніх джерел через недостатній рівень нерозподіленого прибутку.

Рівень фінансового левериджу німецьких та польських підприємств залишався стабільним протягом досліджуваного періоду, в той час як на українських підприємствах даний показник різко зріс у 2014 році через накоплення непокритого збитку внаслідок погіршення економічної ситуації в країні.

Особливістю структури капіталу українських підприємств є висока частка короткострокових джерел у структурі фінансування порівняно з польськими та німецькими підприємствами. Отже, українським підприємствам слід звернути увагу на підвищення частки довгострокових джерел фінансування, що дозволить зменшити рівень фінансового ризику.

Власний капітал українських підприємств характеризується різкою зміною його структури у 2014 році через збільшення непокритого збитку до 39% власного капіталу у 2014 році. Ще однією відмінною рисою українських підприємств є низький рівень резервного капіталу, який є значно нижчим за встановлені законодавством норми. Керівництву українських підприємств слід приділити увагу достатності розміру резервного капіталу, так як він відіграє важливу роль у покритті непередбачених збитків і втрат та впливає на фінансову стійкість підприємства.

Незважаючи на високий рівень фінансового левериджу українських підприємств, частка банківського кредитування є меншою, ніж на польських та німецьких підприємствах. Для активізації залучення банківського кредитування українськими підприємствами необхідно зосередити увагу на розвитку та підвищенні стійкості національної банківської системи.

Структура капіталу підприємств більшості видів економічної діяльності значно відрізняється в залежності від країни, що свідчить про значний вплив макроекономічних факторів на структуру капіталу. Чітку тенденцію можна прослідкувати для галузей будівництва та торгівлі, у структурі фінансування яких переважають поточні зобов'язання, та галузі сільського господарства, на підприємствах якої значну частку складає власний капітал.

Аналізуючи вплив розміру підприємства на структуру капіталу було знайдено існування залежності між розміром підприємства та часткою власного капіталу та поточних зобов'язань для українських підприємств та між розміром підприємства та часткою довгострокових зобов'язань для польських підприємств. У той же

час, структура капіталу німецьких підприємств не залежить від їх розміру. Отже, у кожній країні існують свої особливості структури капіталу залежно від розміру та галузевої належності, що свідчить про відсутність універсальної структури капіталу для підприємств різних країн.

Визначивши розбіжності у структурі капіталу українських, польських та німецьких підприємств, перспективи подальших досліджень полягають у

знаходженні причин даних розбіжностей, які можуть бути пов'язані як з особливостями самих підприємств, так і з макроекономічними факторами. Також доцільним є проведення аналізу впливу відмінностей національних стандартів бухгалтерського обліку, відповідно до яких складено фінансову звітність підприємств аналізованих країн, на отримані результати рівня фінансового левериджу підприємств.

### Abstract

The article dwells upon the analysis of capital structure of enterprises at different levels of capital market development. The author identified capital structure peculiarities of Ukrainian, Polish and German enterprises by comparing their capital structures in aggregate and grouped according to type of economic activity and size. The study identified that German and Ukrainian enterprises had a high level of financial leverage whereas Polish enterprises maintained a balance between debt and equity financing during the analyzed period. High financial leverage of German enterprises was caused by developed bank lending market which is not the case for Ukrainian enterprises, high financial leverage of which was the result of a lack of internal sources of finance due to low level of retained earnings. The author throws light on important peculiarity of Ukrainian enterprises, which is a low level of long term financing comparing to Polish and German enterprises. This feature along with insufficient level of reserve capital is treated to be the main area of concern of the management of Ukrainian enterprises. The author did not identify common relations between capital structure and industry for all analyzed countries except trade and building industries which were characterized by a high level of current liabilities in their capital structure regardless of the level of capital market development.

*JEL Classification: G 32.*

### Список літератури:

1. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M.H. Miller // American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P. 261-297.
2. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M.H. Miller // American Economic Review. – 1963. – Vol. 53, No. 3. – P. 433-443.
3. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
4. Central Statistical Office of Poland [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://stat.gov.pl/>.
5. Deutsche Bundesbank Eurosystem [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bundesbank.de/>.
6. Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bach.banque-france.fr/>.
7. Borio C.E.V. Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective / C.E.V. Borio // BIS Economic Papers. – 1990. – No. 27. – P. 1-79.
8. Rajan R.G., Zingales. L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data / R.G. Rajan, L. Zingales // Journal of Finance. – 1995. – Vol. 50, No. 5. – P. 1421-1460.
9. Замазій О.В. Оптимальна структура капіталу підприємства як чинник його конкурентоспроможності / О.В. Замазій // Економіка і регіон. – 2013. - № 3 (40). – С. 110-116.
10. Бичкова Н.В. Оптимізація структури капіталу вітчизняних підприємств у контексті підвищення ефективності фінансової діяльності / Н. В. Бичкова // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2013. - № 1 (48). – С. 16-23.
11. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. Посібник / О.О. Терещенко – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
12. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://rada.gov.ua/>.
13. Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://rada.gov.ua/>.



14. Івко А.В. Комплексний показник оптимальної цільової структури капіталу підприємства / А.В. Івко // Європейський вектор економічного розвитку. – 2011. – № 2 (11). – С. 105-110.
15. Utrero-Gonzalez N. Banking regulation, institutional framework and capital structure: International evidence from industry data / N. Utrero Gonzalez // Quarterly Review of Economics and Finance. – 2007. – Vol. 47, No. 4. – P. 481-506.

## References:

1. Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48(3), 261-297.
2. Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, 53(3), 433-443.
3. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrayiny [State Statistics Service of Ukraine]. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
4. Central Statistical Office of Poland. Retrieved from <http://stat.gov.pl/>.
5. Deutsche Bundesbank Eurosystem. Retrieved from <https://www.bundesbank.de/>.
6. Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH). Retrieved from <https://www.bach.banque-france.fr/>.
7. Borio, C.E.V. (1990). Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective. BIS Economic Papers, 27, 1-79.
8. Rajan R. G. & Zingales. L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. Journal of Finance, 50(5), 1421-1460.
9. Zamazij, O.V. (2013). Optymalna struktura kapitalu pidpryyemstva yak chynnyk yoho konkurentospromozhnosti [The optimal capital structure of an enterprise as a factor of its competitiveness]. Ekonomika i rehion (Economy and region), 3(40), 110-116.
10. Bychkova, N.V. (2013). Optymizatsiya struktury kapitalu vitchyznyanykh pidpryyemstv u konteksti pidvyshchennya efektyvnosti finansovoyi diyalnosti [Optimization of capital structure of domestic enterprises in the context of improving the efficiency of financial activity]. Visnyk sotsialno-ekonomichnykh doslidzhen (Journal of Social and Economic Research), 1(48), 16-23.
11. Tereschenko, O.O. (2003). Finansova diyalnist subyektiv hospodaryuvannya [Financial activities of business entities]. Kyiv: KNEU.
12. Zakon Ukrayiny "Pro aktsionerni tovarystva" vid 17 veresnya 2008 r. № 514-VI. Ofitsiyyny veb-sayt Verkhovnoyi Rady Ukrayiny [Law of Ukraine "On Joint Stock Companies" from 17th September 2008, 514-VI. The official website of the Verkhovna Rada of Ukraine]. (2008, 17 September). Retrieved from <http://rada.gov.ua/>.
13. Zakon Ukrayiny "Pro hospodarski tovarystva" vid 19 veresnya 1991 r. № 1576-KHII. Ofitsiyyny veb-sayt Verkhovnoyi Rady Ukrayiny [Law of Ukraine "On Business Associations" from 19th September 1991 1576-XII. The official website of the Verkhovna Rada of Ukraine]. (1991, 19 September). Retrieved from <http://rada.gov.ua/>.
14. Ivko, A.V. (2011). Kompleksnyy pokaznyk optymalnoyi tsilovoyi struktury kapitalu pidpryyemstva [A complex measure of optimal target capital structure of an enterprise]. Yevropejskyj vektor ekonomichnoho rozvytku (European vector of economic development), 2 (11), 105-110.
15. Utrero-Gonzalez, N. (2007). Banking regulation, institutional framework and capital structure: International evidence from industry data. Quarterly Review of Economics and Finance, 47 (4), 481-506.

Надано до редакційної колегії 26.12.2015

Грінченко Вікторія Олександрівна / Viktoriia O. Grinchenko  
[grinchenko.victoria@gmail.com](mailto:grinchenko.victoria@gmail.com)

### *Посилання на статтю / Reference a Journal Article:*

*Порівняльний аналіз структури капіталу українських, польських та німецьких підприємств [Електронний ресурс] / В. О. Грінченко // Економіка: реалії часу. Науковий журнал. – 2016. – № 1 (23). – С. 20-28. – Режим доступу до журн.: <http://economics.opu.ua/files/archive/2016/n1.html>*