

Кокеева С.Э.¹, Адамбекова А.А.²

¹докторант, e-mail: samal.kokeyeva@narxoz.kz

²э.ғ.д., профессор, e-mail: ainagul.adambekova@narxoz.kz

Нархоз Университеті, Қазақстан, Алматы қ.

ШАҒЫН АГРАРЛЫҚ БИЗНЕСТІҢ КАПИТАЛ ҚҰРЫЛЫМЫ МЕН ОНЫҢ ДЕТЕРМИНАТТАРЫ

Капитал құрылымы тақырыбы зерттеушілер арасында көптеген пікірталастар тудырады. Оңтайлы капитал құрылымы бизнес үшін басты шарттардың бірі. Басшылар қаржылық шешім қабылдау кезінде зерттеулерде ұсынылған әртүрлі және бір-біріне қайшы келетін факторларды ескеру керек. Шағын бизнес сегментіндегі компаниялар ерекшелігін ескерсек, оңтайлы капитал құрылымына жету қиын міндет. Өйткені барлығына бірдей қолдануға болатын оңтайлы капитал құрылымы моделі жоқ. Сол себепті капитал құрылымына әсер етуші факторларды білу маңызды шарт. Мақаланың мақсаты – Қазақстанның ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын бизнес субъектілерінің капитал құрылымын таңдауын түсіндіру үшін оның детерминаттарын тексеру. Фирма факторлары бойынша капитал құрылымының детерминаттары қарыз капиталының үш түрінде қарастырылды. Талдау панельдік әдіс бойынша ҚР Статистика агенттігінен 2015–2017 жылдар аралығындағы 50 шағын және орта компаниялардың қаржылық есептілігіндегі мәліметтер бойынша жасалды. Алынған нәтижелер қаржылық шешімдер иерархия теориясына және жекелеген жағдайларда агенттік теориясына сәйкес келетіндігін көрсетеді. Эмпирикалық зерттеулерде қарастырылған факторлардың басым бөлігі Қазақстандық ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын компанияларға статистикалық маңызды әсері мардымсыз. Шағын бизнес субъектілерінің үш түрлі қарыз мерзімінде де капитал құрылымына табыстылықтың және қысқа мерзімді қарыз коэффициентіне активтер құрылымы мен фирма көлемінің әсері маңызды екендігі анықталды.

Түйін сөздер: капитал құрылымы, агро-бизнес, шағын бизнес субъектілері, қаржылық шешімдер.

Kokeyeva S.E.¹, Adambekova A.A.²

¹doctoral student, e-mail: samal.kokeyeva@narxoz.kz

²doctor of economic sciences, Professor, e-mail: ainagul.adambekova@narxoz.kz

Narxoz University, Kazakhstan, Almaty

The capital structure of small agricultural businesses and its determinants

The theme of capital structure has always causes a lot of discussions between researchers. Managers should take into account various and contradictory factors presented in the studies when they make financial decisions. It is difficult to achieve an optimal capital structure taking into the specifics of companies in the small business segment. There is no model of optimal capital structure that can be accessed by all equally. Therefore, it is important to know the factors affecting the capital structure. The aim of this paper is to test how firm characteristics affect agricultural small business' capital structure in Kazakhstan. It discusses the effect of selected determinants on the capital structure of businesses, expressed by way of three categories of indebtedness. The analysis of the determinants of capital structure is conducted by way of panel regression. The panel data for the article were acquired from the Agency of statistics database. Specifically, the data used were those from accounting statements for the years 2015 – 2017 for the agricultural businesses of legal entities. In total, the object of examination was 50 small businesses. The results show that financial decisions correspond to the Pecking-order theory and in some cases to the Agency theory. Most of the factors considered in empirical studies are not significant. It is established that for all periods of debt, the impact of profitability on the small businesses capital structure is statistically significant, as well as the impact of the asset tangibility and the firm size in short-term debt.

Key words: capital structure; firm behaviour; agro-business; small business, financial choices.

Кокеева С.Э.¹, Адамбекова А.А.²

¹Докторант, e-mail: samal.kokeyeva@narxoz.kz

²Д.э.н., профессор, e-mail: ainagul.adambekova@narxoz.kz
Университет Нархоз, Казахстан, г. Алматы

Структура капитала малого аграрного бизнеса и его детерминанты

Тема структуры капитала вызывает множество дискуссий между исследователями. При принятии финансовых решений руководителям следует учитывать различные и противоречивые факторы, представленные в исследованиях. Учитывая специфику компаний в сегменте малого бизнеса, трудно достичь оптимальной структуры капитала. Так как не существует модели оптимальной структуры капитала, которая может быть доступна всем одинаково. Поэтому важно знать факторы, влияющие на структуру капитала. Целью настоящей работы является проверка детерминантов структуры капитала субъектов малого бизнеса, занимающихся сельским хозяйством в Казахстане, для объяснения выбора структуры капитала. Обсуждается влияние выбранных детерминант на структуру капитала предприятий, выраженную в виде трех категорий задолженности. Анализ определяющих факторов структуры капитала проводится путем панельной регрессии. Данные панели для статьи были получены из базы данных Агентства по статистике РК, использовались данные из финансовой отчетности за 2015 – 2017 годы по сельскохозяйственному бизнесу 50 малых агропромышленных предприятий. Полученные результаты показывают, что финансовые решения соответствуют теории иерархии и в отдельных случаях теории агентства. Большинство факторов, рассмотренных в эмпирических исследованиях, статистически не значимы. Установлено, что при всех периодах долга на структуру капитала субъектов малого бизнеса статистически значимо влияние рентабельности, а также значимо влияние структуры активов и объема фирмы при краткосрочной задолженности.

Ключевые слова: структура капитала, агро-бизнес, малые предприятия, финансовые решения.

Кіріспе

Ауыл шаруашылығы секторы Қазақстан үшін экономиканың маңызды секторы. Алайда ауыл шаруашылығымен айналысу мезгілге, табиғат және өндіріс ерекшеліктеріне байланысты болғандықтан, бұл секторге ерекше көңіл бөлінеді. Ауыл шаруашылығымен айналысатын компаниялардың бұл ерекшеліктері оның капитал құрылымына да әсер етеді. Олардың капитал құрылымын оңтайландыру маңыздылығы басқа бизнес секторларынан кем емес. Қаржыландырудың сыртқы және ішкі көздерінің қатынасы туралы шешім қабылдау компания дамуының басты кілт көзі. Қарыз қаражатын қолдану салық ауыртпалығын жеңілдету кезінде де қолданылады. Өйткені қарыз бойынша төленетін сыйақы салық төлеу кезінде шегерімге алынады. Алайда Қазақстанның шағын және орта кәсіпорындары үшін бұл концепция жұмыс істемеуі ықтимал. Өйткені өкімет бұл бизнес өкілдерін, оның ішінде әсіресе ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын және орта бизнес субъектілеріне барынша жеңілдіктер жасауда. Қазақстан Республикасының «Қазақстан-2050» стратегиясында фермерлік пен ауыл шаруашылығы өндірісіне қызмет атқаратын шағын және орта

бизнестің дамуы басты міндеттердің бірі екені айтылады («Стратегии и программы РК», 2012). Осыған орай, мемлекет тарапынан әртүрлі жеңілдіктер жасалып, жаңа технологиялар мен басқаруды жақсарту арқылы 2050 жылға қарай ел ЖІӨ-ндегі ауыл шаруашылығының үлесін бес есе өсіру көзделген. Агроөнеркәсіп кешенін 2020 жылға дейін дамыту бағдарламасы жасалған. Бұл бағдарламаға сәйкес, ауыл шаруашылығын мемлекеттік қолдауды 4,5 есеге өсіру мақсатталған. Осылайша, ауыл шаруашылығымен айналысатын субъектілердің бәсекегеқабілеттігін арттыру мақсаты қойылған.

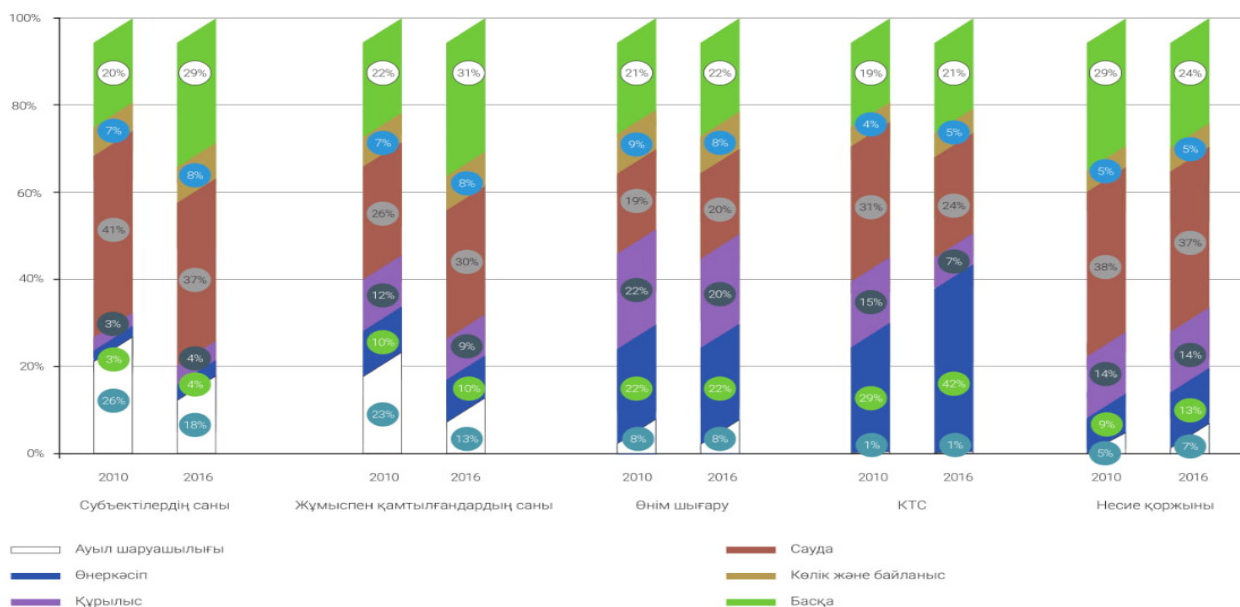
Әр компания бизнес жүргізу кезінде меншік иесі үшін максималды табысқа жету қағидасын ұстанады. Сондықтан бизнес құрылымы минималды шығын шығару арқылы максималды капиталмен қамтамасыз ету мақсатында құрылу керек. Сол себепті, капитал шығындарға тікелей байланысты екені анық. Қаржы теориясында капитал құрылымын оңтайландыру тақырыбы кеңінен зерттеліп келеді. Алайда 60 жылдан астам уақыт өтсе де бұл тақырып әлі күнге дейін өзекті мәселелердің бірі болуда. Капитал құрылымы мен оған әсер етуші факторларды бағалау бойынша көптеген фундаменталды және эмпирикалық зерттеулер бар. Бастапқы зерттеу АҚШ-та жасалып, кейін Еуропаға көшкен,

ал қазіргі кезде бұл тақырып Азия елдерінде, әсіресе шағын және орта кәсіпорындар үшін кеңінен зерттелуде. Қазақстанда бұл тақырып әлі толық зерттелмеген. Капитал құрылымын құруға көптеген факторлар әсер етеді. Оңтайлы капитал құрылымын құру үшін осы факторлардың әсерін анықтау бизнестің ары қарайғы дамуы үшін өте маңызды. Капитал құрылымының детерминаттары әртүрлі теорияларға сәйкес ішкі және сыртқы факторларға бөлінеді. Егер экономикалық саясат, экономикалық даму, капитал нарығындағы жағдай, мемлекеттік саясат, экология, ақша-несиелік саясат сияқты сыртқы факторларға компания әсер ете алмаса, компанияның экономикалық қызметі сияқты ішкі факторларға әсер ету арқылы компания өз капитал құрылымына да белгілі бір көлемде әсер ете алады. Сол себепті көптеген эмпирикалық зерттеулер дәл осы ішкі факторлар әсерін анықтауға арналған. Ішкі факторлар ретінде негізінен фирма көлемін, жасын, салық ауыртпалығын, өтімділігі, активтер құрылымы, табыстылығы, бизнес өсімі, салалық ерекшелігі сияқты көрсеткіштер қолданылады. Осы көрсеткіштерді дұрыс қолдану арқылы оңтайлы капитал құрылымын құруға болады. Сол себепті, мақаланың мақсаты Қазақстан Республикасындағы ауыл шаруашылығымен ай-

налысатын шағын бизнес субъектілерінің капитал құрылымы детерминаттарын анықтау және алынған нәтижелерді капитал құрылымы бойынша теориялар мен басқа елдерде жүргізілген эмпирикалық зерттеулер нәтижесімен салыстыру. Осы мақсатқа жету үшін қарыз көрсеткіші ретінде қысқа мерзімді, ұзақ мерзімді және жалпы қарыз коэффициенттеріне фирма көлемі, активтер құрылымы, табыстылығы өсу қарқыны мен салық қорғанысының әсері анықталады. Сонымен қатар жекелеген капитал құрылымы детерминаттарының теориялық қағидалар мен эмпирикалық зерттеулерге сәйкес келуі тексеріледі.

Қазақстанның аграрлық секторы

Қазақстанда, басқа мемлекеттер сияқты экономикалық өсу үшін шағын және орта кәсіпорындардың мәні зор. Капитал инвестициялар мен фирманың өмір сүруі үшін өте маңызды. Ал қаржылық шектеулер тұрақты өсімді тежейді. Сол себепті, сыртқы капиталға қол жеткізе алатын фирмалар тезірек өседі (Rajan & Zingales, 1995), ендеше сыртқы қаржыландыру алу мүмкіндігі фирма дамуының маңызды факторы. Қазіргі кезде мемлекетіміздің шағын және орта кәсіпорындары, оның ішінде әсіресе аграрлық сектор әлі де жақсы дамымаған.

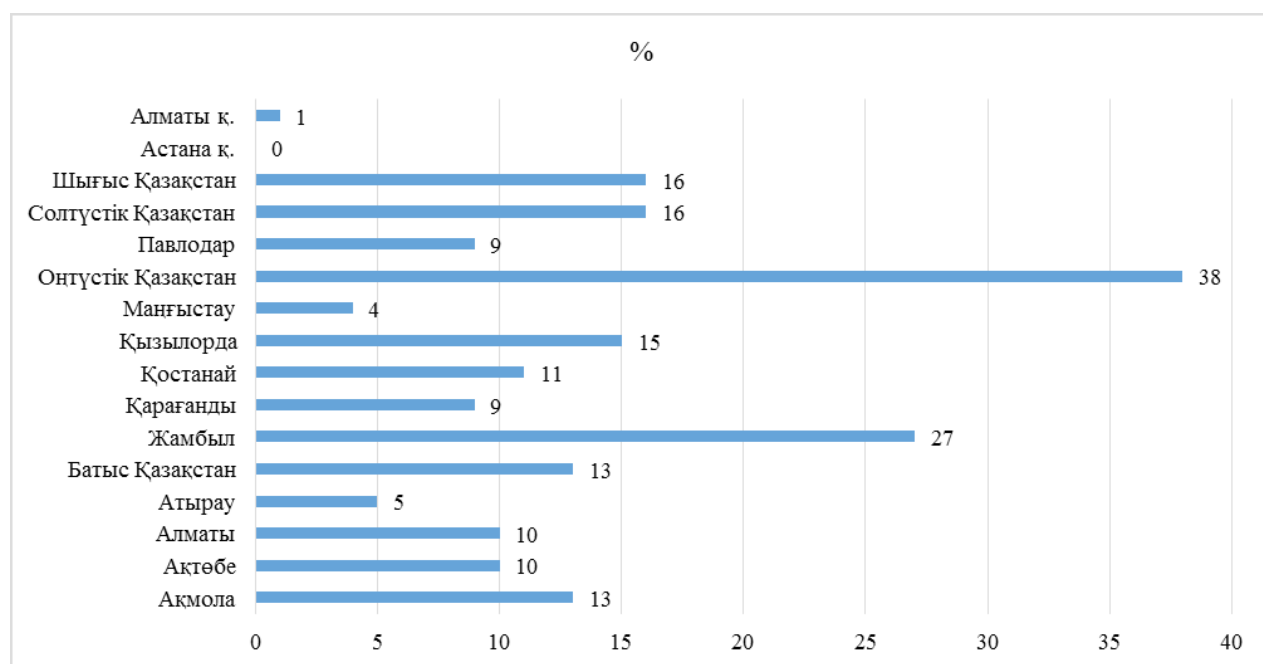


1-сурет – Шағын және орта кәсіпкерліктің макрокөрсеткіштерінің салалық құрылымы
 Дереккөз: ҚР ҰЭМ Статистика комитетінің (stat.gov.kz), ҚР Ұлттық Банкінің (nationalbank.kz) мәліметтер бойынша, Даму қорының (damu.kz) есептілігінен алынған

Қазақстандағы аграрлық сектордың проблемаларының бірі аграрлық кешеннің техникалық және технологиялық толық қамтамасыз етілмеуі. 2016-2017 жылдарғы техникалық қамтамасыз ету талдауы тозу дәрежесі 85% құрайтынын анықтады, ол 100 га егістіктегі ауыл шаруашылығы өндірісінің энергиямен қамтамасыз етуінің төмендеуіне әкелуде. Ауыл шаруашылығындағы инновациялық процестер баяу дамуда. Фермерлердің жаңа агротехнологияларды қолданбаудың себебі қаражаттың жетіспеушілігінен. Мемлекетімізде ауыл шаруашылығының дамуы үшін үлкен жер қорының болуына қарамастан, жерді құнарландыру, сумен қамтамасыз ету сияқты проблемалар себебінен көптеген жерлер ауыл шаруашылығы айналымынан шығарылып тасталған (Хапова, 2018). Қазіргі кезде мемлекет субсидия беру арқылы фермерлерге жеңілдігі бар

төмен пайызды несиелер беруді қарастырады. Алайда ауыл шаруашылығымен көбінесе бір немесе екі адамнан тұратын жеке кәсіпкерлер айналысқандықтан, несиеге кепілдікке қоятын құнды мүлкі болмағандықтан, мұндай несиені алуға мүмкіндігі болмайды.

1-суреттен көріп отырғанымыздай, елімізде ауыл шаруашылығымен айналысатын кәсіпорындардың жалпы шағын және орта кәсіпорындар ішіндегі үлесі алты жыл ішінде 26%-дан 18%-ға дейін төмендеген, алайда өнім шығару үлесі бойынша көрсеткіш өзгермеген. Мемлекетке түсетін салық бойынша ауыл шаруашылығымен айналысатын компаниялардың үлесі ең төмен, ол Қазақстандағы осы салаға салық салу бойынша қолданылатын максималды жеңілдіктерге байланысты. Алынған несиелер бойынша көлік және байланыс саласында қызмет атқаратын кәсіпорындармен теңеседі.



2-сурет – Тіркелген шағын және орта кәсіпкерлік субъектілерінің экономикалық қызмет түрлері бойынша ауыл шаруашылығының әр аймақтағы үлесі
Ескерту – авторлармен құрастырылған

Ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын компаниялардың үлес салмағы бойынша Оңтүстік Қазақстан басым бөлігін алады. Жамбыл және Қызылорда облыстарында орналасқан

компаниялардың сәйкесінше 27 және 15 пайызы ауыл шаруашылығымен айналысады. Маңғыстау мен Атырау қалаларында бұл сала өте төмен дамыған (2-сурет).

Әдебиеттерге шолу

Капитал құрылымын жалпы түсіну үшін оған әсер ететін детерминанттарды қарастырамыз. Фирманың капитал құрылымын фундаменталды зерттеу арқылы Модильяни мен Миллер (1958) (Modigliani & Miller, 1958) капитал құрылымының теориялық негізінің ары қарайғы дамуына түрткі болды. Капитал құрылымы теорияларын негізінен үш түрге бөлуге болады: компромистердің статикалық теориясы, агенттік теориялар және ақпарат асимметриясына негізделген теориялар. 1963 жылы Модильяни мен Миллер капитал құрылымына фискалдык әсерді қарастыра келе, пайыздық төлемдер салық салудан босатылатындықтан, компаниялар басқа қаржы ресурстарына қарағанда қарыз қаражатын таңдайтынын айтты (Modigliani & Miller, 1963). Осыған орай, (DeAngelo & Masulis, 1980) компромистердің статикалық теориясын ұсынды. Теорияға сәйкес, салық ауыртпалығын жеңілдететін қарыз қаражаты кәсіпкерлік тәуекелдің өсуіне әкеледі. Авторлар қарыз алу арқылы үнемделген салық жинақтарының келтірілген құны, залал шегудің келтірілген құнының өсуі арқылы өтелетін фирма қарызының оңтайлы деңгейін ұсынды. Алайда, шағын және орта кәсіпкерлік бойынша эмпирикалық зерттеулер компромистер теориясын қолдайтын дәлелдемелер таппады (Nicos Michaelas et al, 1999). Pettit & Singer (1985) айтуынша, шағын және орта кәсіпорындар рентабельдігі корпоративтік секторға қарағанда төменірек болғандықтан қарыз қаражатын салық қорғанысы (ETR) ретінде қолданбайды. Шағын фирмалар қаржылық қиыншылықтарға көбірек ұшырайды, сол себепті салық қорғанысы олар үшін маңызды емес (мас an Bhaired & Lucey, 2010). Сонымен қатар, қазақстандық ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын бизнес субъектілеріне салынатын 3% және 10% мөлшерлемедегі салық, әлем бойынша ең төмен салықтардың бірі. Осы факторларды ескере келе, қазақстандық шағын бизнес субъектілері үшін компромистер теориясы маңызды еместігін айтуға болады.

Myers & Majluf (1984) иерархия теориясына сәйкес, инвесторлар қарыз қаражатына қарағанда меншік капиталын қолданудың тәуекелі жоғары деп есептейді. Сондықтан фирмаларға инвестициялық жобаларды меншік капиталынан төлеуді ұсынады. Бірнеше зерттеулерде фирмалар шектеулі иерархиялық ретте жұмыс

істейтіндігі және сыртқы капитал тарту мүмкіндігін қарастырмайтындығы айтылады.

Келесі маңызды теориялардың бірі, агенттік теориясы, акционерлер мен фирманың басқа қаржылық қатысушылары арасындағы қайшылықтарды зерттейді. Ол негізінен акционерлер мен кредиторлар арасындағы және акционерлер мен менеджерлер арасындағы мүдделер қайшылығын қарастырады. Ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын және орта компанияларда меншік пен басқару іс жүзінде бірдей. Сондықтан бұл топтың қаржылық мақсаты бір. Алайда шағын фирмалар үшін меншік иелері мен кредиторлар арасында болатын қақтығыс маңызды болуы мүмкін. Бұл субъектілердің капитал құрылымы банк беретін несие уақытының шектеулігімен түсіндірілуі мүмкін. Осыған орай, шағын фирмалар күрделі фирмаларға қарағанда, қысқа мерзімді қарызды көбірек қолдануы мүмкін (Bevan & Danbolt, 2002).

Менеджер мен инвесторлар арасында ақпараттық теңсіздік болғандықтан иерархия теориясы маңызды болады. Myers & Majluf (1984) компания өз қаржысын қаржыландыру ретімен (иерархиясымен) бөлетінін айтады. Фирмалар ақпараттық теңсіздік салдарынан, сыртқы капитал көздеріне қарағанда ішкі капитал көздерін қалайды. Яғни табысы жоғары компаниялар инвестицияларды қарыз қаражаты есебінен емес, бөлінбеген табыстан қаржыландырады. Бұл теория ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын және орта кәсіпорындар үшін қолданылуын келесідей негіздеуге болады: Меншік иелері/менеджерлері өз фирмаларының пайдасын сақтағысы келеді, сондықтан олар компанияның қызметін қаржыландыру үшін сыртқы ресурстарға қарағанда ішкі қаржыландыруды көбірек қалайды. Агро-өнеркәсіптік шағын компаниялар сыртқы қарыздарды қажет еткенде, олар қысқа мерзімді қарызды қалайды, өйткені бұл менеджерлердің іс-қимылын шектемейді. Бұл теорияны табыстылық (profitability) көрсеткіші арқылы зерттейді.

Аталған теорияларды эмпирикалық зерттеулерде сонымен қатар активтер құрылымы, көлем, өсу қарқыны сияқты негізгі факторлар қолданылылады.

Активтер құрылымын (Asset tangibility) анықтағанда компанияға тиесілі материалдық және материалдық емес ресурстарды бөліп қарастырады. Активтер сезімтал болған сайын оның кепілдендірілген қарыз міндеттемелерін

шығару мүмкіндігі жоғары болады (Booth et al., 2001). Негізгі құралдары көп фирмалар сол активтерін кепілдік ретінде қойып салыстырмалы түрде пайыздық мөлшерлемесі төмен қарыз ала алады. Сонымен қатар, Titman et al. (1988) активтері көп фирмалардың ликвидациялық құны жоғары болғандықтан қарызы да сәйкесінше көп болатындығын айтады. Несиені төлеу мерзімін шектеу шағын компанияның қарызының құрылымын жартылай түсіндіре алады. Осылайша, шағын фирма қысқа мерзімді қарыз қаражатын қолдана алады, алайда бұл қарыз үлкен фирмалар алатын қарыз қаражаты мерзімінен ұзағырақ болуы мүмкін (Sogorb-Mira, 2005).

Фирма көлемі (Size) мен қаржы тұтқасы арасындағы байланысты түсіну өте маңызды. Өйткені шағын фирмаларға қарағанда үлкен фирмалар өздерінің қаржыландыру көздерін диверсификациялауды қалайды. Сонымен қатар, шағын және үлкен компаниялар арасында қарызды өтеу құрылымында айырмашылықтар болады (Uyar & Guzelyurt, 2015). Көптеген эмпирикалық зерттеулер фирма көлемі мен қарыздың оң байланысты екенін дәлелдейді (Nicos Michaelas et al, 1999), (Fama & French, 1998), (Cassar & Holmes, 2018). Алайда екі көрсеткіш арасында теріс байланысты анықтаған да бірнеше зерттеулер бар, мысалы Heueman, De-loof, & Ooghe (2008), ал Rajan & Zingales (1995) мен de Jong, Kabir, & Nguyen (2008) фирма көлемінің статистикалық маңызы жоқ деп тапқан. Бұл қорытынды иерархия теориясына сәйкес, фирма көлемі менеджмент пен сыртқы инвесторлар арасындағы асимметриялық ақпаратты шешуге көмектеседі деп пайымдайды. Раджан мен Зингалестің айтуынша, фирма көлемінің қарыз коэффициентіне әсері бір мәнді емес, көлем сыртқы инвесторлар білетін ақпарат үшін өлшем болуы мүмкін, ол өз кезегінде меншік капиталын қарыз капиталына қарағанда көбірек қолданылуын көрсетеді, ал фирма көлемі қарызбен теріс байланыста болады.

Өсу қарқыны (Growth). Huang & Song (2006) айтуынша, жоғары мүмкіндігі бар фирмалар қаржылық тартымды болады және ары қарай өсу үшін қаржыландыруды қажет етеді. Майерстің айтуынша, өсу мүмкіндігі моральдік тәуекел тудыруы мүмкін және фирмаларды одан да жоғары тәуекелге итермелеуі мүмкін. Сондықтан, өсу мүмкіндігі бар фирмаларда

төмен қаржы тұтқалары болады. Алайда Nicos Michaelas et al. (1999) айтуынша, өсім, фирмаларды сыртқы қаржыландыруды іздеуге итермелейді, өйткені өсу мүмкіндігі жоғары фирмалар, ішкі қаражатын тауысып бітіру ықтималдығы жоғары болғандықтан қосымша капиталды қажет етеді.

Әдістеме

Зерттеуімізде бағалау объектісі ретінде кездейсоқ түрде алынған ауыл шаруашылығымен айналысатын Қазақстандағы 50 шағын бизнес субъектілері алынып, 2015-2017 жылдар аралығындағы қаржылық есептілігі негізінде капитал құрылымы талданды. Мәліметтер ҚР Қаржы министрлігінің Статистика агенттігінен алынды. Фирмалардың барлығы шағын кәсіпорын сипатына сәйкес келуі және балансында қарыз қаражатының болуы қадағаланды.

Капитал құрылымы туралы анығырақ білу үшін тәуелді айнымалы ретінде жалпы қарыз коэффициентін (TDR), қысқа мерзімді қарыз коэффициентін (SDR) және ұзақ мерзімді қарыз коэффициентін (LDR) қарастырамыз. Оларды келесідей анықтаймыз:

$$TDR = \text{Жалпы қарыз қаражаты} / \text{Жалпы активтер}$$

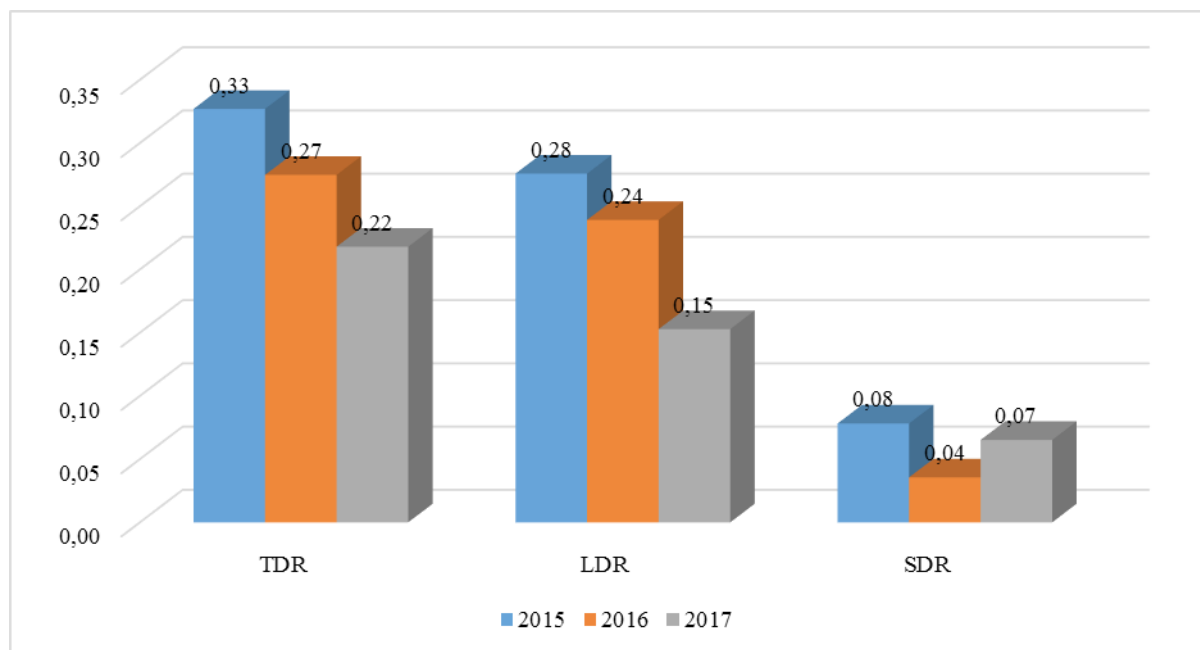
$$SDR = \text{Қысқа мерзімді қарыз қаражаты} / \text{Жалпы активтер}$$

$$LDR = \text{Ұзақ мерзімді қарыз қаражаты} / \text{Жалпы активтер}$$

Қысқа мерзімді қарыз коэффициенті бір жылдан аспайтын қаржылық міндеттемелер мен несиелер есебінен қаржыланатын компания активтерінің пайыздық үлесін көрсететін көрсеткіш. Ұзақ мерзімді қарыз коэффициенті бір жылдан асатын қаржылық міндеттемелер мен несиелер есебінен қаржыланатын компания активтерінің пайыздық үлесін көрсететін көрсеткіш.

Зерттеліп отырған компаниялар арасында 2015-2017 жылдар арасындағы үш көрсеткіш бойынша орташа қарыз коэффициентін қарастырсақ, 3-суреттен көріп отырғанымыздай, жалпы коэффициент мөлшерлемесі 2017 жылы тек 22%-ды құрайтынын, оның ішінде ұзақ мерзімді қарыз коэффициенті 15%, ал қысқа мерзімді арыз коэффициенті жалпы активтердің тек 7% құрайтынын көреміз.

Тәуелсіз айнымалылар ретінде көптеген



3-сурет – Ауыл шаруашылығы саласындағы шағын және орта бизнес субъектілерінің капитал құрылымындағы қарыз капиталының орташа мөлшері
Ескерту – авторлармен құрастырылған

эмпирикалық зерттеулерде қолданылатын фирма көлемі, табыстылығы, өсу қарқыны мен нәтижелі салық ставкасы көрсеткіштері алынды:

* бизнес көлемі (size) – жылдық тапқан табыстың натуралдық логарифмі ретінде;

* активтер сезімталдығы (asset tangibility) – айналымнан тыс активтердің жалпы активтерге қатынасымен;

* табыстылық (profitability) – пайыздар, салық пен амортизацияны қоспағанға дейінгі пайданың жалпы активтерге қатынасы;

* салықтың нақты мөлшерлемесі (ETR) – пайдаға салынатын салықтың пайыздары, салық пен амортизацияны қоспағанға дейінгі пайданың қатынасына тең;

* өсу қарқыны (growth) – ағымдық жылғы

активтердің алдыңғы жылдың активтерінің айырмасын алдыңғы жылдық активтерге қатынасы.

Талданатын детерминанттардың жалпы сипаттамасы 1-кестеде көрсетілген.

Кестеден компаниялардың орташа қарыз мөлшері 0.27 пайызды құрайтынын көреміз. Бұл ауыл шаруашылығымен айналыстан компаниялар қарыз қаражатын минималды түрде қолданатынын көрсетеді. Сонымен қатар компаниялардың табыстылық бойынша орташа көрсеткіші -0.94 -ке тең. Алайда медиана 0.06 тең. Бұл компаниялардың арасында залалды қызмет атқаратын компаниялардың болуын көрсетеді.

1-кесте – Айнымалылардың сипаттама статистикасы

Көрсеткіш	Анықтамасы	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Deviation
Capital Structure	Жалпы қарыз коэффициенті (TDR)	0.27	0.17	0.00	1.68	0.32
	Қысқа мерзімді қарыз коэффициенті (SDR)	0.06	0.00	0.00	0.74	0.14
	Ұзақ мерзімді қарыз коэффициенті (LDR)	0.22	0.05	0.00	1.68	0.32
Asset Tangibility (AT)	Материалды активтер/Жалпы активтер	0.46	0.47	0.00	0.96	0.25
Size	Табыстың натуралды логарифмы	5.26	5.34	3.54	6.30	0.58

Көрсеткіш	Анықтамасы	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Deviation
Profitability	EBITDA/Сатудан түскен табыс	-0.94	0.06	-34.98	6.05	4.73
Growth	(Активтер _t – Активтер _{t-1})/Активтер _{t-1})	0.41	0.36	0.00	1.00	0.26
ETR	Табыс салығы/EBITDA	0.19	0.02	-0.78	22.21	1.81

Ескерту – ҚР ҰЭМ Статистика агенттігінің мәліметтері бойынша авторлармен құрастырылған

Нәтижелер мен талқылау

Регрессиялық модель жасамас бұрын, алынған көрсеткіштерді кездейсоқтық пен капитал құрылымының детерминанттары арасындағы мультиколлинеарлыққа тексереміз (2-кесте).

Қарастырылып отырған көрсеткіштер арасында мультиколлинеарлық байқалмағандықтан, көрсеткіштердің барлығын регрессиялық талдауға аламыз. Айнымалылар арасындағы байланысты сандық бағалау мен факторлар арасындағы тәуелдік моделін құру үшін келесі формула бойынша жалпы панельдік регрессиялық талдау жасалады:

$$Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tangible\ assets + \beta_2 Size + \beta_3 Profitability + \beta_4 ETR + \varepsilon_{it}$$

мұндағы,

$Debt_{it}$ – анықталатын айнымалы, яғни сәйкесінше қысқа мерзімді, ұзақ мерзімді, немесе жалпы қарыз коэффициенті;

t = 2015-2017 жылдар;

i = 1-50, фирма саны;

ε_{it} – басқа да қарастырылмаған көрсеткіштер, яғни модель қателіктерін қамтитын элемент.

2-кесте – Корреляциялық матрица

	TDR	LDR	SDR	AT	Size	Growth	Profitability	ETR
TDR	1							
LDR	0.8661	1						
SDR	0.2667	-0.1598	1					
AT	0.0807	0.0095	0.0348	1				
Size	-0.1401	-0.1253	-0.1189	0.1298	1			
Growth	-0.0895	-0.0383	-0.0668	0.0997	-0.0610	1		
Profitability	-0.3029	-0.3176	0.0490	-0.1402	0.4036	0.0594	1	
ETR	-0.0657	-0.0490	-0.0377	0.0400	0.0227	-0.0208	0.0229	1

Ескерту – ҚР ҰЭМ Статистика агенттігінің мәліметтері бойынша автормен құрастырылған

Панелді модельдерді қолданудың басты артықшылығының бірі эффектілерді идентификациялаумен байланысты проблемалар жойылады (Booser, 1997). Көпдененінен қиылысатын модельдерде қарастырылып отырған айнымалылар үшін әсерлер ортоаналды не экзогенді болмауы тиіс. Регрессиялық талдауды тиянақталған әсерлер (Fixed-effects) моделі мен кездейсоқ әсерлер (Random-effects) моделі арқылы жасаймыз (3-кесте). Екі модельде де тек табыстылық

көрсеткіші және қысқа мерзімді коэффициенттер бойынша талдауда активтер сезімталдығы мен фирма көлемі статистикалық маңызды болды.

Жекелеген әсерлер сипатын тексеру үшін Хаусман тесті (Hausman, 1978) қолданылады. Бұл тест жекелеген әсерлер тәуелсіз айнымалылармен корреляциялық байланысы жоқтығын айтатын нольдік гипотезаға негізделген:

$$H_0 : corr()=0 \text{ немесе } iu, itX$$

u_i – кездейсоқ әсерлер ретінде қарастырылуы мүмкін;
альтернативті түрде:

$$H_A : corr(i\alpha_i) \neq 0 \text{ немесе } itX$$

u – детерминацияланған әсерлер ретінде қарастырылады [15].

Екі модельдің арасында адекватты модель таңдау үшін Хаусман тестінің нәтижесін 4-кестенен көре аламыз.

3-кесте – Регрессиялық талдау нәтижелері

Айнымалылар	TDR		LDR		SDR	
	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects
Asset tangibility	0.300	0.128	-0.239	-0.105	0.249*	0.071
Size	-0.123	-0.039	-0.108	-0.018	-0.015	-0.045*
Growth	-0.019	-0.019	-0.011	-0.009	-0.016	-0.012
Profitability	-0.014	-0.017**	-0.015*	-0.019***	0.002	0.004
ETR	-0.016	-0.013	-0.019	-0.015	-0.001	-0.002
Constant	0.780	0.412	0.896	0.355	0.029	0.271
R ² – within	0.118	0.108	0.149	0.135	0.073	0.034
- between	0.065	0.099	0.025	0.075	0.0003	0.052
- overall	0.079	0.102	0.057	0.097	0.007	0.040
F-statistic/Wald Chi ²	2.55	16.72	3.34	18.77	1.49	5.74
p-value	0.033	0.005	0.0080	0.0021	0.199	0.333

* p<.05; ** p<.01; *** p<.001
Ескерту – ҚР Статистика агенттігінің мәліметтері бойынша авторлармен құрастырылған

4-кесте – Модель адекваттығын Хаусман тесті арқылы тексеру

	TDR	LDR	SDR
Prob>chi2	0.8215	0.5592	0.3428

Ескерту – авторлармен құрастырылған

Хаусман тестіне сәйкес p-деңгей >0,01 болғандықтан, басты гипотеза жоққа шығарылмайды. Сол себепті алынған нәтижелер біздің жағдайда кездейсоқ әсері бар модельге сәйкес келетінін көрсетеді.

Жалпы қарыз бойынша регрессия үшін R² мәні төмен болуы, кейбір айнымалылардың ұзақ мерзімді және қысқа мерзімді қарыз үшін бір-біріне қарама-қарсы мәнде болуынан (van der Wijst & Thurik, 1993). Бұл активтер құрылымы мен табыстылықтың әсерін анықтағанда ұзақ мерзімді және қысқа мерзімді қарыздың ауысуына байланысты мәнің өзгеруіне қатысты. Эмпирикалық зерттеулерге сәйкес (Hall et al., 2004), (Mateev, Poutziouris, & Ivanov, 2013), қарыз коэффициенті мен активтер құрылымы арасындағы корреляция қолданылатын қарыз коэффициентіне байланысты өзгеріп отырады.

Қысқа мерзімді қарыз қаражаты мен активтер құрылымы арасында оң байланыс болса, ұзақ мерзімді қарыз коэффициентімен теріс байланыста болады. Активтер құрылымы көрсеткіші материалдық активтердің жалпы активтерге қатынасын өлшейді және негізгі құралдардан тұрады. Ауыл шаруашылығымен айналысатын компаниялар қарыз қаражатының басым бөлігін негізгі құралдар сатып алуға қолданады. Негізгі құралдар ұзақ мерзімді несиеге сатып алынады. Ал қысқа мерзімді несиелер негізінен несиені кепілдікпен қамтамасыз ете алатын компанияларға беріледі. Зерттеліп отырған шағын компаниялардың басым бөлігінде қысқа мерзімді қарыз қаражаты болғандықтан, жалпы қарыз қаражаты мен активтер құрылымы оң байланысты көрсетеді.

Алынған нәтижеге сәйкес, капитал құрылымының фискалды теориясына жататын салық

мөлшерлемесі (ETR) статистикалық маңызды емес және компания қарыз қаражатымен кері байланысты көрсетеді. Бұл жоғарыда айтып кеткен тұжырымдамамызды растайды.

Бұл нәтижені шағын бизнес субъектілерінің басшылары өз қаржылық міндеттемелерін қарыз есебінен төмендетуге тырыспайтындығын көрсетеді. Өйткені жоғарыда айтып кеткендей, шағын кәсіпорындарға минималды салық ставкасы салынады және ол банк несиелері бойынша сыйақылардан әлдеқашан төмен. Мұндай нәтижелер басқа зерттеушілермен де алынған. Мысалы, (Jordan et al, 1998) екі көрсеткіш арасында теріс байланысты анықтап, салықтар қарыздарға қарыздардың бөлінбеген пайдаға әсер ететініндей шамада әсері барын айтады.

Фирма көлемі мен қарыз коэффициенті арасында теріс байланыс бар. Бұл нәтиже (VeVan & Danbolt, 2002) қорытындысына сәйкес келеді, фирма кеңейген сайын қарыз қаражатын азырақ қолданады. Теория жүзінде фирма көлемі мен қарыз арасындағы байланыс анық емес. Компромистер теориясына сәйкес, үлкен кәсіпорындардың банкротқа ұшырау ықтималы төмен, бұл сыртқы капиталға қолжетімділігіне әсер етеді. Сол себепті компания көлемі мен қарыз коэффициенті оң байланыста болады. Ал иерархия теориясына сәйкес, үлкен компаниялар қаржы нарығында инвесторларға өзі туралы ақпаратты көбірек бергендіктен, шағын компанияларға қарағанда меншік капиталын көбірек қолдана алады (Fama & French, 1998). Эмпирикалық зерттеулерде де фирма көлемінің қарыз коэффициентімен қатынасы теріс те, он да нәтиже көрсетеді. Алайда көптеген зерттеулерде оң байланыс көрсетілген (Rajan, Zingales, 1995; Weill, 2004; Song, 2005; Friend, Lang, 1988; Delcoure, 2007; Kayo, Kimura, 2011; Michaelas, Chittenden, Poutziouris, 1999; Hutchinson, Hall, Michaelas 1998; Chen, 2004).

Табыстылық пен қарыз коэффициентінің арасындағы корреляция да қарыздың түріне байланысты өзгеріп отырады. Жалпы қарыз бен ұзақ мерзімді қарыз коэффициенттері мен табыстылық арасындағы теріс байланыс иерархия теориясына сәйкес келеді. Яғни табысы жоғары фирмалар өз қызметін қаржыландыру кезінде қарыз қаражатына қарағанда меншік қаражатын көбірек қолданады. Алайда қысқа мерзімді қарыз капиталы табыстылықпен оң байланысының болуы, фирмалардың табысы жоғарылаған сайын айналым активтеріне

қысқа мерзімді қарыз қаражатын қолданғанды қалайтынын көрсетеді.

Қорытынды

Мақалада ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын фирмалардың қаржылық капитал құрылымын таңдауға әсер ететін басты факторлар қарастырылды. Қазақстанның 50 шағын фирмасының 2015-2017 жылдар аралығындағы мәліметтерін панельдік регрессия арқылы зерттелді. Бұл фирмаларға капитал құрылымы бойынша бірнеше эмпирикалық зерттеулерге негіздеп алынған детерминанттар қолданды. Капитал құрылымының фискалдық теориясы, иерархия теориясы және агенттік үш теориясы қарастырылды. Қазақстанның ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын компанияларына барлық жағдайда табыстылық және қысқа мерзімді қарыз қаражатын алу кезінде активтер құрылымы мен фирма көлемі әсер ететіндігі анықталды.

Алынған нәтижелер шағын және орта кәсіпкерлікті зерттеген басқа көптеген эмпирикалық зерттеулермен кейбір көрсеткіштер бойынша сәйкес келмейді. Салықтар қарызбен теріс байланысты. Активтер құрылымы, теорияда көрсетілгендей, жалпы қарыз міндеттемесі мен қысқа мерзімді қарыз міндеттемесін талдау уақытында оң байланысты көрсетеді. Бұл компаниялардың бастапқы кезде негізгі құралдар алу үшін ұзақ мерзімді қарыз қаражатын қолданып, кейіннен ағымдық қызметтерге қысқа мерзімді қарыз қаражатын қолданатынын көрсетеді. Активтер құрылымының ұзақ мерзімді қарыз қаражатымен теріс байланысты болуы, иерархия теориясына сәйкес, материалдық активтерді үлкен көлемде қолданатын компания табысы тұрақты болуы мүмкін (Hall et al., 2004).

Фирма көлемі қарыз коэффициенттерін түсіндіру үшін маңызды, өйткені үлкенірек фирмалардың қарыз коэффициенті де жоғарырақ болады. Фирма өскен сайын өзінің ішкі қаражатын көбірек қолдана бастайды және бұл иерархия теориясына сәйкес келеді.

Ауыл шаруашылығымен айналысатын шағын бизнес субъектілерінің капитал құрылымын болашақ зерттеулер компаниялар көлемі мен уақыт мерзімін өсіруге бағытталады. Бұл осы компаниялардың капитал құрылымының әртүрлі экономикалық циклдерде қалай өзгеретінін анықтауға мүмкіндік береді.

Әдебиеттер

- Стратегии и программы РК. Официальный сайт Президента Республики Казахстан. – 2012, http://www.akorda.kz/ru/official_documents/strategies_and_programs
- Фонд Даму. Отчет Даму. – 2017, <https://www.damu.kz/book.php>
- Хапова А. Основные экономические проблемы аграрного сектора Казахстана. – 2018, <https://elibrary.ru/item.asp?id=32881984>
- Bevan A.A., Danbolt J. Capital structure and its determinants in the UK – a decompositional analysis // *Applied Financial Economics*. – 2002. – vol. 12(3), pp. 159-170, <https://doi.org/10.1080/09603100110090073>
- Booth L. Capital Structures in Developing Countries // *The Journal of Finance*. – 2001. – vol. 56(1), pp. 87-130, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Boozer M.A. *Econometric Analysis of Panel Data* Badi H. Baltagi Wiley // *Econometric Theory*. – 1997. – vol. 13(05), pp. 747-754.
- Cassar G., Holmes S. Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence // *Accounting & Finance*. – 2018. – vol. 43(2), pp. 123-147, <https://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>
- de Jong A., Kabir R., Nguyen T.T. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants // *Journal of Banking & Finance*. – 2008. – vol. 32(9), pp. 1954–1969, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- DeAngelo H., Masulis R.W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation // *Journal of Financial Economics*. – 1980. – vol. 8(1), pp. 3-29, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Fama E.F., French K.R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value // *The Journal of Finance*. – 1998. – vol. 53(3), pp. 819–843, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>
- Hall et al. Determinants of the Capital Structures of European SMEs // *Journal of Business Finance & Accounting*. – Wiley Online Library. – 2004, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
- Hausman J.A. Specification Tests in Econometrics // *Econometrica*. – 1978. – vol. 46(6), pp. 1251–1271, <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Heyman D., Deloof M., Ooghe H. The Financial Structure of Private Held Belgian Firms // *Small Business Economics*. – 2008. – vol. 30(3), pp. 301-313, <https://doi.org/10.1007/s11187-006-9031-0>
- Huang G., Song F.M. The determinants of capital structure: Evidence from China // *China Economic Review*. – 2006. – vol. 17(1), pp. 14–36.
- Jordan et al. Strategy and Financial Policy in UK Small Firms // *Journal of Business Finance & Accounting*. – Wiley Online Library. – 1998, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-5957.00176>
- Mac an Bhaird C., Lucey B. Determinants of capital structure in Irish SMEs // *Small Business Economics*. – 2010. – vol. 35(3), pp. 357–375, <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9162-6>
- Mateev M., Poutziouris P., Ivanov K. On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis // *Research in International Business and Finance*. – 2013. – vol. 27(1), pp. 28-51, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002>
- Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *The American Economic Review*. – 1958. – vol. 48(3), pp. 261-297.
- Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // *The American Economic Review*. – 1963. – vol. 53(3), pp. 433-443.
- Myers S.C., Majluf N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. – Working Paper. – 1984, <https://doi.org/10.3386/w1396>
- Nicos Michaelas et al. Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data // *Small Business Economics*. – 1999. – vol. 12(2), p. 113.
- Pettit R.R., Singer R.F. Small Business Finance: A Research Agenda // *Financial Management*. – 1985. – vol. 14(3), pp. 47-60, <https://doi.org/10.2307/3665059>
- Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data // *The Journal of Finance*. – 1995. – vol. 50(5), pp. 1421-1460, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Sogorb-Mira F. How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994–1998 Spanish Data Panel // *Small Business Economics*. – 2005. – vol. 25(5), pp. 447-457, <https://doi.org/10.1007/s11187-004-6486-8>
- Titman et al. The Determinants of Capital Structure Choice // *The Journal of Finance*. – Wiley Online Library. – 1988, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Uyar A., Guzelyurt M.K. Impact of firm characteristics on capital structure choice of Turkish SMEs // *Managerial Finance*. – 2015. vol. 41(3), pp. 286-300, <https://doi.org/10.1108/MF-01-2014-0016>
- Van der Wijst N., Thurik R. Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data // *Small Business Economics*. – 1993. – vol. 5(1), pp. 55-65, <https://doi.org/10.1007/BF01539318>

References

- Strategii i programmy RK [Strategies and programs of the Republic of Kazakhstan] (2012) Ofitsial'nyy sayt Prezidenta Respubliki Kazakhstan, website: http://www.akorda.kz/ru/official_documents/strategies_and_programs
- Fond Damu [Damu Foundation] (2017) Otchet Damu, <https://www.damu.kz/book.php>

- Khapova A. (2018) Osnovnyye ekonomicheskiye problemy agrarnogo sektora Kazakhstana [the main economic problems of the agricultural sector of Kazakhstan], <https://elibrary.ru/item.asp?id=32881984>
- Bevan A.A., Danbolt J. (2002) Capital structure and its determinants in the UK – a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, vol. 12(3), pp. 159-170, <https://doi.org/10.1080/09603100110090073>
- Booth et al. (2001) Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, vol. 56(1), pp. 87-130, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Boozer M.A. (1997) Econometric Analysis of Panel Data Badi H. Baltagi Wiley. *Econometric Theory*, vol. 13(05), pp. 747-754.
- Cassar G., Holmes S. (2018) Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting & Finance*, vol. 43(2), pp. 123-147, <https://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>
- de Jong A., Kabir R., Nguyen T.T. (2008) Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, vol. 32(9), pp. 1954-1969, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- DeAngelo H., Masulis R.W. (1980) Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, vol. 8(1), pp. 3-29, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Fama E.F., French K.R. (1998) Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, vol. 53(3), pp. 819-843, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>
- Hall et al. (2004) Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, Wiley Online Library, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
- Hausman J.A. (1978) Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, vol. 46(6), pp. 1251-1271, <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Heyman D., Deloof M., Ooghe H. (2008) The Financial Structure of Private Held Belgian Firms. *Small Business Economics*, vol. 30(3), pp. 301-313, <https://doi.org/10.1007/s11187-006-9031-0>
- Huang G., Song F.M. (2006) The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, vol. 17(1), pp. 14-36.
- Jordan et al. (1998) Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, Wiley Online Library, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-5957.00176>
- Mac an Bhaird C., Lucey B. (2010) Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, vol. 35(3), pp. 357-375, <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9162-6>
- Mateev M., Poutziouris P., Ivanov K. (2013) On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance*, vol. 27(1), pp. 28-51, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002>
- Modigliani F., Miller M.H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, vol. 48(3), pp. 261-297.
- Modigliani F., Miller M.H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, vol. 53(3), pp. 433-443.
- Myers S.C., Majluf N.S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Working Paper, <https://doi.org/10.3386/w1396>
- Nicos Michaelas et al. (1999) Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, vol. 12(2), p. 113.
- Pettit R.R., Singer R.F. (1985) Small Business Finance: A Research Agenda. *Financial Management*, vol. 14(3), pp. 47-60, <https://doi.org/10.2307/3665059>
- Rajan R.G., Zingales L. (1995) What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, vol. 50(5), pp. 1421-1460, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Sogorb-Mira F. (2005) How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from A 1994–1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*, vol. 25(5), pp. 447-457, <https://doi.org/10.1007/s11187-004-6486-8>
- Titman et al. (1988) The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Wiley Online Library, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Uyar A., Guzelyurt M.K. (2015) Impact of firm characteristics on capital structure choice of Turkish SMEs. *Managerial Finance*, vol. 41(3), pp. 286-300, <https://doi.org/10.1108/MF-01-2014-0016>
- Van der Wijst N., Thurik R. (1993) Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, vol. 5(1), pp. 55-65, <https://doi.org/10.1007/BF01539318>