



XXV Интернационални научни симпозијум
Стратегијски менаџмент и системи подршке одлучивању у
стратегичком менаџменту

19. мај 2020, Суботица, Република Србија

Александра Стоиљковић

Универзитет у Новом Саду, Економски
 факултет у Суботици,
 Суботица, Р. Србија
 astoiljkovic@ef.uns.ac.rs

Славица Томић

Универзитет у Новом Саду, Економски
 факултет у Суботици,
 Суботица, Р. Србија
 tomics@ef.uns.ac.rs

АНАЛИЗА СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА МАЛИХ ПРЕДУЗЕЋА

Апстракт: Један од највећих проблема са којима се суочавају мала предузећа везан је за прибављање финансијских средстава, те многи од традиционалних извора финансирања нису доступни малим предузећима. Структура капитала предузећа одређена је односом између сопствених и туђих извора финансирања. Структура капитала може се мерити на различите начине, те се у литератури могу срести различити приступи у поимању и мерењу структуре капитала. Предмет истраживања у раду је анализа структуре капитала малих предузећа. Циљ рада је применом показатеља задужености утврдити ниво задужености малих предузећа у Р. Србији. Главни резултати истраживања упућују на релативно низак ниво дугорочног дуга у укупним изворима финансирања. Наведени резултати у сагласности су са резултатима других истраживања, у којима се истиче да су мала предузећа више финансијски ризична, те да им је отежан приступ појединим изворима финансирања, а нарочито дугорочном дугу.

Кључне речи: Структура капитала, мала предузећа, дугорочни дуг.

1. УВОД

У литератури се често истиче значај који мала (и средња) предузећа имају у креирању радних места и њихов допринос стварању БДП-а, те се ова предузећа сматрају носиоцима привредне активности у многим земљама и имају значајну улогу у економском и социјалном развоју. Према подацима Агенције за привредне регистре, у 2018. години у Р. Србији је регистровано укупно 10.359 малих привредних друштава, у оквиру којих је запослено 311.705 радника, те је у односу на 2017. годину број запослених, у оквиру малих предузећа, порастао за 5,2%. Сектор малих предузећа запошљава око 28% регистроване запослености у Р. Србији, одмах после великих предузећа, код којих тај проценат износи нешто више од 31%. Такође и према нето позитивном резултату, сектор малих предузећа следи велика привредна друшта, након којих се, према вредности овог индикатора, налазе средња предузећа, те микро предузећа.

Мала предузећа карактеришу бројне предности, међу којима се најчешће истиче њихова флексибилност, те брзо прилагођавање променама на тржишту, иновативност, као и брзо и ефикасно комуницирање с тржиштем. Међу слабостима ових предузећа, које и у највећој мери доприносе њиховој пропасти, наводе се некомпетентност, помањкање менаџерског искуства, неискуство у струци и др. док се као један од највећих проблема са којим се суочавају мала предузећа наводи недоступност финансијских средстава (Комазец, Љ., Томић, С., & Јаковчевић, К., 2018), односно отежан приступ различитим изворима финансирања. Структура капитала предузећа односи се на изворе финансирања имовине предузећа и представља мешавину капитала и дуга (Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K., 2006). Структура капитала малих предузећа значајно се разликује од структуре капитала великих

предузећа. Компоновање структуре капитала представља једну од најзначајнијих активности у предузећу, с обзиром да у значајној мери детерминише перформансе резултата и одрживост пословања предузећа.

2. СТРУКТУРА КАПИТАЛА – ПРЕГЛЕД ЛИТЕРАТУРЕ

Одлука о структури капитала једна је од најзначајнијих одлука са којима се суочава менаџмент предузећа (Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P., 2012). Структура капитала предузећа односи се на изворе финансирања имовине предузећа и представља мешавину капитала и дуга (Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K., 2006). Структура капитала се у суштини односи на то како предузеће финансира своје укупне активности и напредак коришћењем различитих извора средстава. Другим речима, структура капитала предузећа је резултат низа ситуација, у којима се комбинују одлуке о финансирању предузетника, кредитна ограничења давалаца средстава и тржишни услови, који су сви условљени феноменом асиметричних информација (Martinez, L. B., Scherger, V., & Guercio, M. B., 2019).

Структура капитала предузећа може се изразити применом бројних показатеља. У литератури се наводе различити показатељи помоћу којих се врши анализа структуре капитала предузећа, а који се углавном односе на анализу сопственог односно позајмљеног капитала према укупном капиталу или средствима предузећа, на основу којих се врши оцена структуре извора капитала према власништву. Показатељи се међусобно разликују и према обухватности позајмљеног капитала (дуга) који укључују, у смислу рачунских разлика између каматносног и некаматносног дуга. У складу са наведеним, у емпиријским истраживањима се најчешће наводе показатељи који укључују укупан дуг, дугорочни дуг, краткорочни дуг, затим показатељи који укључују финансијски (дугорочни и краткорочни) дуг, нефинансијски дуг и други. Такође, наведени показатељи могу се рачунати коришћењем књиговодствене и / или тржишне вредности (Damodaran, A., Klajn, J., & Popović, S., 2007; Frank, M. Z., & Goyal, V. K., 2009; Norvaišienė, R., 2012). У зависности од тога да ли се под појмом дуга обухвата укупан дуг или само дугорочни аспект дуга, могуће је структуру капитала посматрати у ширем и ужем смислу, док се у неким радовима прави разлика између финансијске структуре и структуре капитала предузећа, те се структура капитала предузећа посматра као дугорочни аспект финансијске структуре предузећа. Учкар, Д. (2007) користи термин финансијска структура, коју посматра као однос властитог капитала и укупних дугова неовисно о њиховој рачунској вредности, те наводи да структура капитала представља појам ужег обима и подразумева комбинацију дуга и капитала које предузеће користи за финансирање дугорочних операција.

Емпиријска литература је у великој мери идентификовала детерминанте структуре капитала предузећа, те се, између осталих, величина предузећа сматра нарочито важним фактором који, на пример, одређује способност предузећа да приступи екстерном финансирању - банкарском дугу или тржишним хартијама од вредности (Butzbach, O., & Sarno, D., 2019).

Један од највећих проблема са којима се суочавају мала предузећа везан је за прибављање финансијских средстава. У односу на велика предузећа, мала предузећа имају ограничен приступ екстерном финансирању, те многи од традиционалних извора финансирања нису доступни малим предузећима. Опсег извора финансирања који су доступни предузећима је у позитивној корелацији са величином предузећа, што повећава зависност малих предузећа од уског спектра извора финансирања (Lawless, M., O'Connell, B., & O'Toole, C., 2015).

Малим предузећима нису доступни сви извори финансирања који су доступни великим предузећима, а из доступних извора финансирања мала предузећа обезбеђују средства, по правилу, по неповољнијим условима од услова који важе за велика предузећа (Пауновић, Б., 2016). Банке нерадо кредитирају мала предузећа због високог ризика пословања (Комазец, Љ., Томић, С., & Јаковчевић, К., 2018). Слично налазимо и код Пауновић, Б. (2016) који наводи да банке нерадо кредитирају мала предузећа јер их доживљавају као несигурне зајмопримце, те истиче да банке и када кредитирају мала предузећа, због високог кредитног ризика, у цену капитала уграђују премију за ризик, због чега мала предузећа добијају кредите са вишом каматном стопом од каматне стопе која се наплаћује на кредите одобрене великим предузећима. Поред наведеног, аутор наводи и друге неповољније услове кредитирања малих предузећа, а који се односе на одобравање кредита малим предузећима на краћи временски период, или се пак од малих предузећа траже посебне гаранције да ће кредити бити враћени под уговореним условима.

Ефекти величине предузећа на структуру капитала потенцијално су бројни, али су сви у складу са идејом да се, када се величина предузећа повећа, повећава и удео дуга (левериџа), с обзиром да што је предузеће мање, то је информациона асиметричност већа, што повећава трошкове дуга (Butzbach, O., & Sarno, D., 2019). Структура капитала малих предузећа, посматрана односом између сопствених и туђих извора финансирања, значајно се разликује од структуре капитала великих предузећа, на шта упућују различита истраживања. Разлике у нивоима задужености, између великих и мањих предузећа, присутне су и када се посматра укупан дуг али и дугорочни и краткорочни дуг, посебно.

Noulas, A. & Genimakis, G. (2011) су утврдили позитиван однос између величине предузећа и степена задужености. Такође, Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012) утврдили су да већа предузећа показују већи ниво задужености. Анализирајући ефекат величине предузећа на ниво задужености, Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Nicos, M. (2004) утврдили су позитиван ефекат величине на укупну задуженост предузећа. Sogorb-Mira, F. (2005) анализирао је утицај карактеристика предузећа на структуру капитала, где између осталог открива да величина предузећа позитивно утиче на укупан дуг.

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999) идентификовали су негативан утицај величине предузећа на краткорочни дуг. Ortiz-Molina, H., & Penas, M. F. (2008) наводе да се мала предузећа, због ризичности и информационе асиметричности, које су својствене за кредитирање малих предузећа, морају више ослањати на краткорочни дуг. Резултати истраживања које су спровели Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012) показују да је величина предузећа позитивно повезана са дугорочним дугом, док је веза између величине предузећа и краткорочног дуга негативна, што указује да се већа предузећа више ослањају на дугорочно финансирање и мање користе краткорочно финансирање, док се мала предузећа морају више ослањати на краткорочни дуг. Klarret, L. F., Sargia-Allende, V., & Sulla, V. (2002) су у свом истраживању утврдили релативно низак ниво екстерног финансирања малих предузећа, док код малих предузећа у одређеним земљама готово да не постоји дугорочни дуг.

3. МЕТОДОЛОГИЈА ИСТРАЖИВАЊА

У раду ће бити анализирана структура капитала малих предузећа, која послују у Р. Србији. Према Закону о Рачуноводству ("Сл. гласник РС", бр. 73/2019) у мала правна лица разврставају се она правна лица и предузетници који на датум биланса прелазе граничне вредности два критеријума наведена за микро правна лица, а који се односе на:

1. Просечан број запослених десет;
2. Пословни приход 700.000 евра у динарској противвредности;
3. Вредност укупне активе на датум биланса 350.000 евра у динарској противвредности.

али не прелазе граничне вредности два од следећих критеријума:

1. Просечан број запослених 50;
2. Пословни приход 8.000.000 евра у динарској противвредности;
3. Вредност укупне активе на датум биланса 4.000.000 евра у динарској противвредности.

У раду је анализирано 100 малих предузећа, одабраних на случајан начин, из базе података са сајта Агенције за привредне регистре.

Структура капитала предузећа анализирана је применом показатеља сопствени капитал/укупна средства, док су се за анализу позајмљеног капитала користили следећи показатељи: показатељ укупног дуга (укупан дуг/укупна средства); показатељ дугорочног дуга (дугорочни дуг/укупна средства); показатељ краткорочног дуга (краткорочни дуг/укупна средства). Наведени показатељи утврђени су коришћењем књиговодствених вредности из финансијских извештаја анализираних предузећа, који су доступни на сајту Агенције за привредне регистре.

4. РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА

Анализом структуре капитала малих предузећа у Р. Србији, утврђено је да се ова предузећа у већој мери финансирају из сопствених извора у односу на позајмљене изворе финансирања, с обзиром да у структури капитала, уколико посматрамо просечне величине, доминантно учешће имају сопствени извори финансирања. Просечна вредност показатеља сопствени капитал/укупна средства за предузећа из узорка је 58%, док просечан ниво укупне задужености анализираних предузећа износи 42%. Показатељи задужености посматраних предузећа детаљније су анализирани у наставку, а сумарна статистика ових показатеља приказана је у табели 1.

Табела 1. Дескриптивна статистика показатеља задужености

	Показатељ укупног дуга	Показатељ дугорочног дуга	Показатељ краткорочног дуга
N	100	100	100
Mean	,416981	,073184	,343797
Median	,428586	,016054	,330311
Std. Deviation	,2447531	,0986398	,2178974
Maximum	,8788	,4043	,8522
Minimum	,0038	,0000	,0015

Извор: Калкулација аутора, на основу финансијских извештаја посматраних предузећа, СПСС аутпут

Ниво укупне задужености анализираних предузећа креће се у ширком распону, од 0,38% до чак 87,88%, са просечном вредношћу овог показатеља од 41,70%. Када је у питању дугорочна задуженост малих предузећа, просечна вредност рација дугорочног дуга износи свега 7,32%. Код чак 35% анализираних предузећа не постоји дугорочни дуг, док максимална вредност овог показатеља у посматраном узорку предузећа износи 40,43%. Интересантно је указати на значајну разлику између просечне вредности и медијане показатеља дугорочног дуга,

што упућује на то да просечно предузеће има значајно нижи ниво дугорочног дуга/укупна средства, него што то показује просечна вредност овог показатеља, с обзиром да медијана није осетљива на присуство екстремних вредности.

Радио краткорочног дуга је на много вишем нивоу у односу на дугорочну задуженост, и у посматраном узорку предузећа креће се од минималних 0,15% до максималних 85,22%, док просечна вредност овог показатеља износи 34,38%, што је значајно више у односу на просечну вредност ратија дугорочног дуга, који износи 7,32%. Висок ниво показатеља краткорочни дуг/укупна средства, у односу на показатељ дугорочни дуг/укупна средства, код анализираних предузећа је очекиван. Мала предузећа су често ризичнија, те им банке одобравају кредите на краћи временски период. На овај начин банке умањују ризик, с обзиром на то да је дугорочни дуг ризичнији за кредиторе. Поред наведеног, високи трансакциони трошкови и релативно слаба преговарачка позиција (Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P., 2009) малих предузећа према банкама и другим кредиторима, може да објасни употребу претежно краткорочног дуга, те наведено узрокује да мала предузећа имају релативно више краткорочног, а мање дугорочног дуга.

Наведени резултати указују на то да су мала предузећа у Р. Србији много више зависна од краткорочног дуга у односу на дугорочни дуг, а с обзиром на то да краткорочни дуг представља релативно финансијски неповољнији (скупљи) извор финансирања, велико учешће краткорочног дуга може узроковати различите ризике, као што су ризик ликвидности или потребу за рефинансирањем, те на тај начин значајно утицати на будуће перформансе предузећа.

5. ЗАКЉУЧАК

Одлучивање о структури капитала представља веома комплексан процес, а одлука о структури капитала јесте једна од најзначајнијих одлука са којима се суочава менаџмент односно, када су у питању мала предузећа, углавном уједно и власник предузећа. Структура капитала предузећа односи се на изворе финансирања имовине предузећа и представља мешавину капитала и дуга (Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K., 2006).

Структура капитала малих предузећа значајно се разликује од структуре капитала великих предузећа. Мала предузећа, у односу на велика предузећа, имају ограничен приступ екстерном финансирању, те су у великој мери зависна од уског спектра извора финансирања. Мала предузећа имају ризичније пословање од великих предузећа, те се сматрају несигурним дужницима, што доводи до неповољнијих услова задуживања, с обзиром да са растом ризика од неизмирења обавеза расте трошак задуживања предузећа. Ризичност малих предузећа одражава се и на рачност позајмљених извора средстава. Дугорочни кредити носе већи степен ризика за кредиторе, те, како би ублажили овај ризик, малим предузећима одобравају кредите на краћи временски период. У складу са наведеним, не чуде резултати истраживања структуре капитала спроведеног на узорку малих предузећа у Р. Србији, који показују да код чак 35% анализираних предузећа дугорочни дуг не постоји, док је просечна вредност показатеља дугорочне задужености ових предузећа свега 7,32%. У односу на показатељ дугорочне задужености, вредност показатеља краткорочне задужености малих предузећа је на значајно вишем нивоу и износи 34,38%.

У бројним истраживањима утврђено је да са повећањем величине предузећа расте и удео дуга у структури капитала. Анализом узорка малих предузећа у Р. Србији утврђено је да у структури капитала ових предузећа преовладавају сопствени извори финансирања. Учешће сопственог капитала у укупним средствима посматраних предузећа износи у просеку 58%, док показатељ просечне задужености малих предузећа износи 42%. Иако је доминантност сопствених извора финансирања показатељ јаке структуре капитала и финансијске самосталности предузећа, уколико су могућности њиховог даљег повећања исцрпљене, ограничен приступ позајмљеним изворима финансирања умногоме ограничава даљи раст и развој, а често представља и узрок пропасти малих предузећа.

РЕФЕРЕНЦЕ

- Агенција за привредне регистре (2018). *Годишњи билтен финансијских извештаја*. Преузето Април 01, 2020. са <https://www.apr.gov.rs/upload/documents/Bilten%202019.pdf>.
- Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
- Butzbach, O., & Sarno, D. (2019). To What Extent Do Regional Effects Influence Firms' Capital Structure? The Case of Southern Italian SMEs'. *International Journal of Financial Studies*, 7(1), 3.
- Damodaran, A., Klajn, J., & Popović, S. (2007). *Korporativne finansije: teorija i praksa*. MODUS - Centar za statistička istraživanja i prognoze.
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2019). The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms' Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data (March 17, 2009). CentER Discussion Paper Series No. 2009-21; European Banking Center Discussion Paper No. 2009-03.

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial management*, 38(1), 1-37.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Nicos, M. (2004). Determinants of the capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5&6), 711–728.
- Klapper, L. F., Sarria-Allende, V., & Sulla, V. (2002). *Small-and medium-size enterprise financing in Eastern Europe*. The World Bank.
- Lawless, M., O'Connell, B., & O'Toole, C. (2015). Financial structure and diversification of European firms. *Applied Economics*, 47(23), 2379-2398.
- Martinez, L. B., Scherger, V., & Guercio, M. B. (2019). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), 105-132.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113–130.
- Norvaišienė, R. (2012). The impact of capital structure on the performance efficiency of Baltic listed companies. *Inžinerinė ekonomika-Engineering Economics*, 23(5), 505-516.
- Noulas, A., & Genimakis, G. (2011). The determinants of capital structure choice: evidence from Greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21(6), 379-387.
- Ortiz-Molina, H., & Penas, M. F. (2008). Lending to small businesses: The role of loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*, 30(4), 361-383.
- Пауновић, Б. (2016). *Економика предузећа: предузеће, окружење и улагања*. Београд: Економски факултет.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994–1998 Spanish data panel. *Small business economics*, 25(5), 447-457.
- Učkar, D. (2007). Могућности оптимизације финансијске структуре предузећа у Републици Хрватској. *Economic research - Ekonomska istraživanja*, 20 (2), 24-34.
- Комазец, Љ., Томић, С., & Јаковчевић, К. (2018). *Економика предузећа*. Суботица: Економски факултет у Суботици. Закон о Рачуноводству ("Сл. гласник РС", бр. 73/2019).

ANALYSIS OF SMALL BUSINESS CAPITAL STRUCTURE

Abstract: One of the biggest problems small businesses face is obtaining funding, and many of the traditional sources of financing are not available to small businesses. The capital structure of an enterprise is determined by the relationship between its own and borrowed sources of financing. Capital structure can be measured in different ways, and different approaches to understanding and measuring capital structure can be encountered in the literature. The subject of this research is the analysis of the capital structure of small businesses. The aim of this paper is to determine the level of debt of small enterprises in the Republic of Serbia by applying the debt indicators. The main research findings indicate a relatively low level of long-term debt in total sources of financing. These results are in line with the results of other studies, which emphasize that small businesses are more financially risky and that they have difficulty accessing certain sources of financing, especially long-term debt.

Key words: Capital structure, small business, long-term debt.