

## **ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«Εναλλακτικές μορφές αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ως πηγές  
χρηματοδότησης των επιχειρήσεων»**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<u>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</u> .....	3
<u>ABSTRACT</u> .....	4
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</u> .....	5
<u>1.1. ΟΙ ΜΙΚΡΟ-ΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ</u> .....	5
<u>1.2. ΜΙΚΡΟ-ΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ</u> .....	6
<u>1.3 ΜΙΚΡΟ-ΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΝΑΝΤΙ ΜΕΓΑΛΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</u> .....	7
<u>1.4. ΜΕΓΕΘΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ</u> .....	9
<u>1.5 ΘΕΩΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ</u> .....	12
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</u> .....	18
<u>2.1.ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΜΕΓΑΛΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</u> .....	18
<u>2.2. ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</u> .....	19
<u>2.3 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</u> .....	20
<u>2.4. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΧΡΕΟΥΣ</u> .....	28
<u>2.5. ΚΡΑΤΙΚΗ ΒΟΗΘΕΙΑ</u> .....	34
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</u> .....	36
<u>3.1. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ</u> .....	36
<u>3.2 FACTORING</u> .....	38
<u>3.3 ΤΑΣΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</u> .....	40
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</u> .....	47
<u>4.1. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</u> .....	47
<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u> .....	49

## Περίληψη

Σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι να αναλύσει το ζήτημα της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Αρχικά στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται λόγος για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και το συνδυασμό με την επιχειρηματικότητα και τις μεγάλες επιχειρήσεις. Επιπλέον, θέματα που αφορούν τη δομή του κεφαλαίου και του παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αναλύονται σε αυτό το κεφάλαιο. Στη συνέχεια, προχωρώντας στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύουμε τις παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης και τους τρόπους που έχει μία επιχείρηση για να αυξήσει τα κεφάλαιά της. Προχωρώντας στο τρίτο κεφάλαιο αναλύουμε τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης και τις νέες τάσεις που υπάρχουν σε αυτόν τον τομέα όπως είναι το crowdfunding. Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο καταλήγουμε στα συμπεράσματα.

## **Abstract**

The purpose of this work is to analyze the issue of business financing. Initially in the first chapter we talk about small and medium-sized enterprises and the combination with entrepreneurship and big business. In addition, issues relating to the structure of capital and factors affecting business financing are dealt with in this chapter. Then, going to the second chapter, we analyze the traditional sources of finance and the ways a business has to raise its capital. Moving to the third chapter, we analyze alternative sources of funding and new trends in this area such as crowd funding. Finally, in the fourth chapter we come to the conclusions.

## **Κεφάλαιο 1**

### **1.1 Οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις**

Μολονότι αναγνωρίζεται ευρέως ο ρόλος του τομέα των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων σε διεθνές επίπεδο, ο καθορισμός των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων παραμένει ένα δύσκολο έργο. Στην πραγματικότητα, κανένας δεν συμφωνεί γενικά με τον ορισμό για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που ισχύουν σε όλες τις χώρες.

Στην πραγματικότητα, σε ορισμένες περιπτώσεις υπάρχουν διάφοροι ορισμοί που χρησιμοποιούνται μέσα στην ίδια χώρα λόγω των διαφορετικών χαρακτηριστικών αυτών των επιχειρήσεων σε κάθε τομέα και κάθε οικονομία. Ορισμένες οικονομίες διακρίνονται επίσης μεταξύ διαφορετικών τύπων μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων. Για παραδείγματος χάριν, η Κίνα κάνει διάκριση μεταξύ επιχειρήσεων πόλης και χωριού, ενώ στη Σιγκαπούρη ο ορισμός των τοπικών μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων διαφέρει από αυτόν των ξένων μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων (Harvie and Lee, 2002).

## 1.2 Μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις και Επιχειρηματικότητα

Οι Lundström και Stevenson (2005) ισχυρίστηκαν ότι, αν και οι δύο είναι συναφείς έννοιες, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις και η επιχειρηματικότητα δεν είναι οι ίδιες. Όπως συμβαίνει με τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις, υπάρχουν διάφοροι ορισμοί για την έννοια της επιχειρηματικότητας. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένα γενικά στοιχεία που μπορούν να βρεθούν σχεδόν σε κάθε ορισμό. Το πιο σημαντικό μεταξύ αυτών των στοιχείων είναι, σύμφωνα με τον Zindiye (2008), ότι οι επιχειρηματίες παίρνουν κινδύνους, επιχειρηματικές ευκαιρίες, καινοτομία και δημιουργικότητα.

Ο Carland et al. (1984) τόνισαν ότι η καινοτομία είναι ένας σημαντικός παράγοντας που διακρίνει τους επιχειρηματίες από τους ιδιοκτήτες των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων. Η μελέτη τους προτείνει δύο ιδέες, μία για τη διάκριση των επιχειρηματιών από τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις ιδιοκτήτες / διαχειριστές και μία δεύτερη για τη διαφοροποίηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων από τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις.

Ένας ιδιοκτήτης μικρής επιχείρησης είναι ένα άτομο που εγκαθιστά και διαχειρίζεται μια επιχείρηση για τον κύριο σκοπό της προαγωγής των προσωπικών στόχων. Ο ιδιοκτήτης αντιλαμβάνεται την επιχείρηση ως επέκτασή του που συνδέεται στενά με τις οικογενειακές ανάγκες και επιθυμίες. Ένας επιχειρηματίας είναι ένα άτομο που εγκαθιστά και διαχειρίζεται επιχειρήσεις για τους κύριους σκοπούς του κέρδους και της ανάπτυξης.

Οι Hisrich και Dromovsek (2002) πίστευαν ότι η επιχειρηματικότητα έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ή την αύξηση της αξίας που συνήθως συνδέεται με τον κίνδυνο και τις ανταμοιβές όχι μόνο για τον ίδιο αλλά και για τους πελάτες. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν οι Lucky και Olusegun (2012) είναι ότι οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις είναι επιχειρήσεις και όχι επιχειρηματικότητα, ενώ η επιχειρηματικότητα είναι μια διαδικασία.

### 1.3 Μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις έναντι Μεγάλων Επιχειρήσεων

Ένα αξιοπρεπές μέρος της διεθνούς βιβλιογραφίας ασχολείται με τις διαφορές μεταξύ μικρό-μεσαίων και μεγάλων εταιρειών. Αναφέρεται ότι, σε γενικές γραμμές, σε σύγκριση με τις μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις έχουν ευέλικτη και ευέλικτη οργανωτική δομή με εξαιρετικά συγκεντρωτική λήψη αποφάσεων (Carrier, 1994) και ελάχιστη διαδικασία σχεδιασμού (Atkins and Lowe, 1997).

Ομοίως, ορισμένα γενικά χαρακτηριστικά των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων που διαφοροποιούνταν από τις μεγάλες εταιρείες που απαριθμούνται από τους Raymond και St-Pierre (2005). Χαρακτηριστικά που σχετίζονται με το περιβάλλον των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων περιλαμβάνουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα και περισσότερο εμπιστοσύνη στους επιχειρηματικούς εταίρους. Όσον αφορά τη στρατηγική και τη λήψη αποφάσεων, η διαδικασία λήψης αποφάσεων των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων είναι αντιδραστική, βραχυπρόθεσμη και επικεντρωμένη περισσότερο στο υλικό και όχι στη ροή πληροφοριών, όπως στις μεγάλες επιχειρήσεις.

Από πλευράς δομής, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις έχουν περισσότερη απλότητα και είναι φτωχότερες σε πόρους. Οι μεγάλες επιχειρήσεις τείνουν συνήθως να διαχειρίζονται από ειδικευμένους επαγγελματίες που είναι επιφορτισμένες με ιεραρχική εξουσία. Επιπλέον, οι διοικητικοί ρόλοι των μεγάλων εταιρειών κατανέμονται επίσης ανάλογα με τις επιχειρησιακές λειτουργίες της εταιρείας (παραδοσιακά: παραγωγή, πωλήσεις, χρηματοδότηση, εμπορία κ.λπ.). Από την άλλη πλευρά, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις συχνά διοικούνται από προσωπική ή άμεση διαχείριση. Η έννοια της προσωπικής ή άμεσης διαχείρισης στις ΜΜΕ αναφέρεται σε άτομα που συνήθως κατέχουν και λειτουργούν επιχείρηση και δεν λαμβάνουν αμοιβή υπό τη μορφή μισθού για τις υπηρεσίες που παρέχουν.

Τα μοντέλα και οι προσεγγίσεις διαχείρισης που χρησιμοποιούνται σε μεγάλες επιχειρήσεις δεν μπορούν να εφαρμοστούν στις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις. Πολλοί ερευνητές αναλύουν και μελετούν τρόπους διαχείρισης και ιδιοκτησίας στις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις. Η έκθεση Bolton (1971) έδειξε ότι συνήθως οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις διαχειρίζονται και ελέγχονται από τον ιδιοκτήτη-διαχειριστή ο οποίος, στις περισσότερες περιπτώσεις, είναι ο ιδρυτής της επιχείρησης.

Ωστόσο, σύμφωνα με την έκθεση, στις μεγάλες επιχειρήσεις η διαχείριση διαχωρίζεται από την κυριότητα καθώς η τελευταία διανέμεται μεταξύ πολλών μετόχων. Επιπλέον, οι μορφές διευθυντικών στελεχών που απασχολούνται στις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις πιστεύεται ότι είναι διαφορετικές (BeaverandPrince, 2004).

Οι Cronje, και Motlatla (2004) έχουν παρατηρήσει ορισμένα σημαντικά χαρακτηριστικά τα οποία μπορούν να διακρίνουν τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι τα εξής:

- Οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις γενικά απαιτούν περισσότερη εργασία από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις.
- Κατά μέσο όρο, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις δημιουργούν πιο άμεσες και ενδεχομένως πιο έμμεσες, ευκαιρίες απασχόλησης ανά μονάδα επενδεδυμένου κεφαλαίου. Στις βιομηχανίες υπηρεσιών το κεφάλαιο που επενδύεται ανά ευκαιρία απασχόλησης είναι ακόμη μικρότερο.
- Οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις αποτελούν μέσο αξιοποίησης των ταλέντων, της ενέργειας και του περιβάλλοντος και της επιχειρηματικότητας των ατόμων που δεν μπορούν να αξιοποιήσουν πλήρως το δυναμικό τους σε μεγάλο βαθμό
- Μικρότερες επιχειρήσεις συχνά ανθίζουν με την παροχή υπηρεσιών σε μία μικρή ή περιορισμένη αγορά, την οποία οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις δεν θεωρούν ελκυστική
- Οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις αποτελούν έδαφος αναπαραγωγής για επιχειρηματικό ταλέντο και έδαφος δοκιμών για νέους κλάδους
- Οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις συμβάλλουν στην ανταγωνιστικότητα



#### 1.4 Μεγέθη επιχειρήσεων με βάση την Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Για να εξηγηθούν οι επιλογές χρηματοδότησης των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων, αυτοί οι παράγοντες είναι πιθανόν να έχουν ιδιαίτερη σημασία λόγω των ειδικών τους χαρακτηριστικών (Ang, 1992). Πρώτον, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις μπορούν να διακριθούν με βάση το μέγεθος τους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή χρησιμοποιεί τρία διαφορετικά μεγέθη για τον προσδιορισμό των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων:

- αριθμός εργαζομένων,
- ετήσιος κύκλος εργασιών ή / και ετήσιος ισολογισμός και
- διαφοροποιεί τις μικροεπιχειρήσεις, τις μικρές επιχειρήσεις και τις μεσαίες επιχειρήσεις (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2005). Παρόλο που ορισμένα κριτήρια μεγέθους και κατώτατα όρια μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον χαρακτηρισμό των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων (Sogorb-Mira, 2005), το μέγεθος της επιχείρησης είναι ένας παράγοντας που καθορίζει τις οικονομικές της ανάγκες και επηρεάζει την πρόσβαση σε διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης.

Δεύτερον, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις διαφέρουν από τις μεγαλύτερες εταιρείες στη διαφορετική δομή ιδιοκτησίας. Είναι συχνά ιδιωτικές επιχειρήσεις με ισχυρή αλληλεπίδραση μεταξύ διαχείρισης και ιδιοκτησίας της επιχείρησης (Ang, 1992). Τυπικά ανήκουν και τελούν υπό τη διαχείριση ενός μόνο επιχειρηματία, ενός μικρού αριθμού ιδιοκτητών ή οικογενειών.

Έχει αποδειχθεί στο παρελθόν ότι τα προσωπικά χαρακτηριστικά του ιδιοκτήτη-διαχειριστή και τα οικογενειακά συμφέροντα επηρεάζουν έντονα την επιχειρηματική στρατηγική της επιχείρησης (AngandLawson, 2010, Milleretal., 2011). Τα διαφορετικά επιχειρηματικά συστήματα στόχων, τα επιχειρηματικά μοντέλα, οι φιλοδοξίες ανάπτυξης, οι βαθμοί ανοχής κινδύνου και οι φιλοδοξίες για ανεξαρτησία επηρεάζουν επίσης άμεσα τις επιλογές χρηματοδότησης των εταιρειών αυτών (Howorth, 2001, VanackerandManigart, 2010).

Τρίτον, με βάση το μέγεθος και τη δομή ιδιοκτησίας, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αδιαφάνειας πληροφοριών (LaRoccaetal., 2009). Οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις συνήθως δεν υποχρεούνται να δημοσιεύουν ετήσιες

δηλώσεις και οι συμβάσεις με τα ενδιαφερόμενα μέρη τους παραμένουν ιδιωτικές. Κατά συνέπεια, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις συχνά δυσκολεύονται να σηματοδοτήσουν την ποιότητα και τη νομιμότητά τους στην αγορά και, ως εκ τούτου, σε δυνητικούς παροχείς κεφαλαίων (BergerandUdell, 1998).

Η κατάσταση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις νεότερες επιχειρήσεις και συνήθως μειώνεται κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού κύκλου ζωής του εγχειρήματος. Οι Berger και Udell (1998) υποστήριξαν ότι η χρηματοδότηση της επιχείρησης βρίσκεται σε μια συνάρτηση μεγέθους / ηλικίας / πληροφοριών, καθώς οι ασυμμετρίες πληροφοριών μειώνονται με το μέγεθος και την ηλικία της επιχείρησης.

Στα πρώτα στάδια της επιχείρησης, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να χρειάζονται διαφορετικά χρηματοδοτικά μέσα σε σύγκριση με τα μεταγενέστερα στάδια. Επιπλέον, η διαθεσιμότητα των χρηματοδοτικών μέσων αλλάζει κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων (Berger και Udell, 1998). Εμπειρικά συμπεράσματα υποστηρίζουν αυτή την άποψη και διαπίστωσαν ότι τα χρηματοδοτικά μέσα που διατίθενται στις επιχειρήσεις ποικίλλουν κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής ως αποτέλεσμα του βαθμού ασυμμετρίας των πληροφοριών, αλλά και ως αποτέλεσμα της φήμης τους, της δομής περιουσιακών στοιχείων και της διαθέσιμης εξασφάλισης (Gregoryetal., 2005, LaRoccaetal., 2009).

Τέλος, η χρηματοδότηση των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων δεν εξαρτάται μόνο από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, αλλά και από το περιβάλλον όπως η βιομηχανία και οι εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται (BergerandUdell, 2006). Παρόλο που αυτό ισχύει γενικά για όλες τις επιχειρήσεις, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις επηρεάζονται περισσότερο από αυτούς τους παράγοντες. Για παράδειγμα, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις εξαρτώνται έντονα από τις εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς το μέγεθος των οικονομικών τους αναγκών είναι συχνά πολύ μικρό για να διευκολυνθούν οι διασυννοριακές συναλλαγές (Guisoetal., 2004).

Επιπλέον, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις συνήθως έχουν πρόσβαση μόνο στις αγορές ιδιωτικών κεφαλαίων και χρεογράφων, αλλά όχι στις δημόσιες αγορές (ChittendenandHutchinson, 1996). Η αδιαφάνεια της πληροφορίας αποτελεί έναν από τους λόγους για τους οποίους οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις είναι κατά βάση ανίκανες

να εισέλθουν στις δημόσιες αγορές. Άλλοι λόγοι είναι το υψηλό κόστος που συνδέεται με τη δημόσια επιμέλεια, τη διανομή των τίτλων και τις απαιτήσεις εγγραφής. Τα μεγέθη των τίτλων που απαιτούνται για να δικαιολογήσουν αυτές τις δαπάνες υπερβαίνουν τη ζήτηση των περισσότερων μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων (Berger και Udell, 1998).

## 1.5 Θεωρίες χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις

Η διαθεσιμότητα χρηματοδότησης έχει επισημανθεί ως σημαντικός παράγοντας για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Στην πραγματικότητα, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση για τις επιχειρήσεις είναι απαραίτητη όχι μόνο για την ενίσχυση στις νέες επιχειρήσεις, αλλά και την επέκταση και την εσωτερίκευση των υπαρχόντων επιχειρήσεις (Osano και Languitane, 2016). Πολλοί ερευνητές (π.χ. Yeeseleva, 2010; Cook, 2001) έχουν τεκμηριώσει τη σημασία του χρηματοοικονομικού κεφαλαίου για την επιβίωση των επιχειρήσεων και την επιτυχία.

Οι μέθοδοι χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις ποικίλλουν από τις αρχικές εσωτερικές πηγές όπως η προσωπική αποταμίευση και τα διαφυγόντα κέρδη (Quaye and Sarbah, 2014, Wu, Song και Zeng, 2008) σε ανεπίσημες εξωτερικές πηγές, συμπεριλαμβανομένης της οικονομικής βοήθειας από την οικογένεια και τους φίλους (Abouzeedan, 2003), την εμπορική πίστη, τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου και ους χρηματοδοτικούς αγγέλους και από επίσημες εξωτερικές πηγές που εκπροσωπούνται από οικονομικούς μεσάζοντες όπως οι τράπεζες, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι αγορές κινητών αξιών (Chittenden, Hall and Hutchinson, 1996).

Η χρήση εναλλακτικής χρηματοδότησης μπορεί να θεωρηθεί ως στοιχείο της κεφαλαιακής δομής μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Baker και Martin (2011), η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αναφέρεται στις "πηγές χρηματοδότησης που χρησιμοποιεί η επιχείρηση. Αυτές οι πηγές περιλαμβάνουν χρέος, μετοχές και υβριδικούς τίτλους που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση για τη χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων, των εργασιών και της μελλοντικής ανάπτυξής της.

Ο ορισμός των Baker και Martin είναι σύμφωνος με τον ορισμό των Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe και Jordan (2013), δεδομένου ότι έχουν καθορίσει την κεφαλαιακή διάρθρωση ως τα ποσοστά χρηματοδότησης της επιχείρησης από τρέχουσες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Δεδομένου ότι ο ορισμός του Baker και Martin (2011) εξηγείται περισσότερο, ευνοείται από τον ορισμό του Hillier et al. (2013). Όπως προκύπτει από τους ορισμούς, οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης ενσωματώνονται στην κεφαλαιουχική δομή μιας επιχείρησης.

Έτσι, η απόφαση υιοθέτησης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης μπορεί να συσχετιστεί με τις θεωρίες αποφάσεων για την κεφαλαιακή διάρθρωση. Διαφορετικές θεωρίες προσπαθούν να εξηγήσουν τις αποφάσεις δομής κεφαλαίου και τους καθοριστικούς παράγοντες. Ωστόσο, δύο θεωρίες έχουν συζητηθεί εκτενώς στη βιβλιογραφία και θεωρούνται ικανές να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες (Baker and Martin, 2011, De Jong, Kabir και Nguyen, 2008).

Αυτές οι θεωρίες είναι η στατιστική θεωρία αντισταθμίσεων, και η θεωρία αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με τη θεωρία περί αντιστάθμισης, μια επιχείρηση επιδιώκει τη σωστή ισορροπία μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων και, στη συνέχεια, εκμεταλλεύεται μια φορολογική ασπίδα, καθώς οι τόκοι που πληρώνονται για το χρέος εκπίπτουν από το φόρο, ενώ το εισόδημα από μετοχές υπόκειται σε φόρο εταιρειών (Niu, 2009).

Ωστόσο, η αύξηση του χρέους έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερο κίνδυνο οικονομικής δυσπραγίας, γεγονός που με τη σειρά του αυξάνει το κόστος του χρέους. Ως εκ τούτου, ο στόχος μιας επιχείρησης, σύμφωνα με τη στατιστική θεωρία αντιστάθμισης, βρίσκει την βέλτιστη ισορροπία μεταξύ χρέους και μετοχικού κεφαλαίου, με αποτέλεσμα το χαμηλότερο θεωρητικό σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου.

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης εξηγεί την κεφαλαιακή δομή μιας εταιρείας σύμφωνα με το κόστος της υπηρεσίας. Το κόστος του οργανισμού είναι το κόστος που προκύπτει λόγω της πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των κατόχων μετοχών (κύριος υπόχρεος) και των διαχειριστών (ο αντιπρόσωπος) (Graham and Leary, 2011). Ένα παράδειγμα σύγκρουσης με την υπηρεσία είναι η περιορισμένη χρήση των διαφυγόντων κερδών για επενδυτικές δραστηριότητες. Χρησιμοποιώντας το χρέος για νέα έργα, ένας διευθυντής πρέπει να έχει λιγότερα κίνητρα για την απώλεια κεφαλαίου.

Η θεωρία της τάξης του ζευγαρώματος προέρχεται από τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (Michaelas et al., 1999) και περιγράφει την προτίμηση χρηματοδότησης ενός οργανισμού σύμφωνα με μια ιεραρχία. Αυτή η ιεραρχία είναι συνέπεια της συνιστώσας ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς ο στόχος του

διαχειριστή είναι να αποκαλύψει όσο το δυνατόν λιγότερες πληροφορίες εάν απαιτείται νέο κεφάλαιο.

Η θεωρία της αντιστάθμισης θεωρείται ότι έχει μεγαλύτερη σημασία για τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις, καθώς αυτές οι επιχειρήσεις είναι κατά κύριο λόγο ιδιωτικές. Επιπλέον, η μελέτη των Degryse et al. (2012) αναφέρει ότι οι αποφάσεις για τη διάρθρωση των κεφαλαιουχικών κεφαλαίων είναι σύμφωνες με τη θεωρία των παραγγελιών. Αυτό το εύρημα είναι εν μέρει σε συμφωνία με τα αποτελέσματα των Chen και Jiang (2001), καθώς η μελέτη τους επίσης βρίσκει αποδεικτικά στοιχεία που υποστηρίζουν τη διαταγή κλοπής. Ωστόσο, τα αποτελέσματα θέτουν υπό αμφισβήτηση την συνιστώσα ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς το επιχείρημα αυτό φαίνεται να απορρίπτεται στις περισσότερες περιπτώσεις.

Σε έναν κόσμο χωρίς ατέλειες της αγοράς, η οικονομική δομή μιας επιχείρησης δεν πρέπει να έχει σημασία (Modigliani and Miller, 1958). Ωστόσο, οι πραγματικές χρηματοπιστωτικές αγορές δεν είναι τέλειες. Η οικονομική θεωρία υποδηλώνει ότι διάφοροι παράγοντες επηρεάζουν το μίγμα χρέους / μετοχής λόγω φόρων, ασυμμετριών πληροφοριών, κόστους πτώχευσης και κινδύνων, ζητήματα ελέγχου και άλλα (Agarwal and Mohtadi, 2004).

Παρόλο που οι διαφορετικές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης και οι συνδυασμοί τους θεωρήθηκαν χρήσιμες για να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων (Bulan and Yan, 2009, Frank and Goyal, 2003), δεν είναι σε θέση να παρέχουν μια πλήρη εικόνα των αποφάσεων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Στην πραγματικότητα, έχει υποστηριχθεί ότι οι αποφάσεις χρηματοδότησης είναι ένας συνδυασμός επιχειρηματικών επιλογών, συγκεκριμένων χαρακτηριστικών της εταιρείας, χαρακτηριστικά βιομηχανίας, διαθεσιμότητα χρηματοδοτικών μέσων και μακροοικονομικών, νομικών και θεσμικών συνθηκών (Fraser et al., 2013).

Η ευρεία πραγματοποίηση της σημαντικής συμβολής των επιχειρήσεων στις εθνικές οικονομίες έχει οδηγήσει σε μεγάλη αύξηση της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας σχετικά με τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, πολλές μελέτες και ακαδημαϊκές εργασίες αφορούσαν τον τρόπο με τον οποίο οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων επιλέγουν πηγές χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις τους και εάν οι πηγές που επιλέχθηκαν ακολουθούν ένα σταθερό σχέδιο. Διαφορετικά μοτίβα /

θεωρίες προτάθηκαν εκ των οποίων τα πιο γνωστά είναι το μοντέλο του κύκλου ζωής, η θεωρία αντιστάθμισης και η θεωρία της πλευράς του ενεργητικού.

### **1.5.1 Θεωρία παραγγελίας**

Το μοντέλο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων που εξηγείται από τους Berger και Udell (1998) φαίνεται να είναι σε αντίθεση με τις υποθέσεις που δίνονται στο πλαίσιο της θεωρίας της τάξης. Όπως δηλώνεται από αυτή τη θεωρία, οι εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης είναι προτεραιότητα, ενώ η χρήση εξωτερικών πηγών καθυστερεί μέχρι να εξαντληθούν οι εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Ως εκ τούτου, κατά την αναζήτηση κεφαλαίων μια επιχείρηση προτιμά τα εσωτερικά ίδια κεφάλαια με το εξωτερικό χρέος, το βραχυπρόθεσμο χρέος έναντι του μακροπρόθεσμου χρέους και το εξωτερικό χρέος έναντι των εξωτερικών συμμετοχών.

Επομένως, η σειρά χρηματοδότησης που προτιμάται για μια επιχείρηση πρέπει να ακολουθεί την εσωτερική δικαιοσύνη, την έκδοση χρέους και την έκδοση μετοχών (Cassar and Holmes, 2003). Οι αιτούμενες δικαιολογίες βασίζονται στο καθιερωμένο γεγονός ότι οι ιδιοκτήτες-διαχειριστές των επιχειρήσεων συνήθως δεν επιθυμούν να χάσουν τον έλεγχο της επιχείρησής τους. Ως εκ τούτου, για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών των εταιρειών τους, οι ιδιοκτήτες-διαχειριστές θα προσπαθήσουν να ακολουθήσουν μια σειρά, πρώτα, των δικών τους προσωπικών αποταμιεύσεων και των αδιανέμητων κερδών και δεύτερον, βραχυπρόθεσμα δάνεια και τρίτο, το μακροπρόθεσμο χρέος.

### **1.5.2 Θεωρία της αντιστάθμισης**

Ο όρος αντιστάθμιση χρησιμοποιείται από διάφορους συντάκτες για να περιγράψει μια οικογένεια συγγενών θεωριών. Η τυποποιημένη εκδοχή της υπόθεσης αυτής της θεωρίας προέκυψε από τη συζήτηση του γνωστού Modigliani και Miller όταν ο φόρος εισοδήματος προστέθηκε στο δικό του θεώρημα. Η ουσία αυτής της θεωρίας είναι ότι αξιολογώντας διάφορες δαπάνες και πλεονεκτήματα εναλλακτικών σχεδίων μόχλευσης μπορεί να επιτευχθεί μια εσωτερική λύση (Frank and Goyal, 2008).

Η θεωρία αντιστάθμισης επικεντρώνεται στους φόρους και το κόστος πτώχευσης. Σύμφωνα με το πρότυπο η θεωρία αντιστάθμισης, οι φόροι και η πτώχευση αντιπροσωπεύουν τη σταθερή χρήση του χρέους. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις

αναζητούν χρηματοδότηση για τις δραστηριότητές τους, «εμπορεύονται» το κόστος και τα οφέλη του χρέους.

Ο Myers (1984) εξήγησε ότι δηλώνοντας ότι μια επιχείρηση που ακολουθεί τη θεωρία αντιστάθμισεων στοχεύει στον λόγο χρέους προς την αξία και στη συνέχεια μεταβαίνει σταδιακά προς την επίτευξη του στόχου. Ο στόχος είναι αυτός που καθορίζεται με την εξισορρόπηση του φορολογικού χρέους έναντι του κόστους χρεοκοπίας. Όπως αναφέρθηκε από τους Seifert και Gonenc (2008) η θεωρία αντιστάθμισης φθάνει στην εξισορρόπηση των οφελών του χρέους (φόρος και μείωση των ελεύθερων ταμειακών ροών) με το κόστος του χρέους.

Ορισμένες μελέτες διερεύνησαν τη δυνατότητα εφαρμογής της θεωρίας αντιστάθμισης στις επιχειρήσεις όλων των ειδών. Μελέτη από τους López-Gracia και Sogorb-Mira (2008) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η θεωρία αντιστάθμισης συμβάλλει στην εξήγηση της οικονομικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων. Ωστόσο, σύμφωνα με αυτά, η μεγαλύτερη εμπιστοσύνη πρέπει να τεθεί στην προσέγγιση αντιστάθμισης. Τα αποτελέσματά τους αποκάλυψαν επίσης ότι οι ασπίδες φορολόγησης χρέους φαίνεται ότι παίζουν σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό των πηγών χρηματοδότησης.

### **1.5.3 Θεωρία περιουσιακών στοιχείων**

Υποστηρίζοντας ότι τόσο η PeckingOrderTheory όσο και η θεωρία Trade-off παραβλέπουν το σημείο ότι η πλευρά του ενεργητικού του ισολογισμού καθορίζει πρωτίστως την πηγή χρηματοδότησης για μία πρόσθετη μονάδα χρημάτων. Οι Bartholdy και ο Mateus (2008) εισήγαγαν τη θεωρία της πλευράς του ενεργητικού σε μια προσπάθεια να εντοπιστεί ο παράγοντας ή οι παράγοντες που καθορίζουν τις κύριες πηγές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις.

Η θεωρία τους υποστηρίζει ότι λόγω των ασύμμετρων πληροφοριών και της επίλυσης αυτού του προβλήματος για διάφορους παρόχους χρηματοδότησης κυρίως τράπεζες και άλλες επιχειρήσεις υπό μορφή εμπορίου, το οριακό κόστος κάθε πηγής χρηματοδότησης αποτελεί συνάρτηση της χρήσης των κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, η σύνθεση της πλευράς του ενεργητικού ή η προβλεπόμενη χρήση των κεφαλαίων καθορίζει την πηγή των κεφαλαίων και, γενικότερα, τη διάρθρωση του κεφαλαίου.



Ειδικότερα, οι αγορές, τα αγαθά και οι υπηρεσίες χρηματοδοτούνται από εμπορικές πιστώσεις, οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι που χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμα δάνεια από τράπεζες και άλλους οφειλέτες και από άλλα μέρη εργασίας όπως τα κεφάλαια που χρηματοδοτούνται από βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια.

Παρά την προσπάθεια που έχει γίνει για τη θεωρητικοποίηση της οικονομικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων, η οποία έχει οδηγήσει σε διαφορετικά μοντέλα χρηματοδότησης που ακολουθούν οι επιχειρήσεις, φαίνεται ότι θεωρίες προτείνουν διαφορετικές προσεγγίσεις. Ωστόσο, ανεξάρτητα από το ποια είναι η θεωρία ή το σχέδιο που ακολουθούνται όταν αναζητούν χρηματοδότηση οι επιχειρήσεις γενικά έχουν μια σειρά επιλογών για να καλύψουν τις ανάγκες χρηματοδότησής τους.

## Κεφάλαιο 2

### 2.1 Χρηματοδότηση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων

Ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις πρέπει να χρηματοδοτήσουν την επιχείρησή τους και πώς πραγματικά το κάνουν είναι σημαντικά ερωτήματα που απασχολούσαν ερευνητές από το παρελθόν (FrankandGoyal, 2007, MyersandMajluf, 1984). Ωστόσο, οι περισσότερες έρευνες επικεντρώθηκαν σε μεγάλες εταιρείες. Σήμερα, είναι γενικά αποδεκτό ότι μορφές χρηματοδότησης διαφέρουν από πολλές απόψεις.

Τα ειδικά χαρακτηριστικά των μορφών επηρεάζουν όχι μόνο την επιχειρηματική τους στρατηγική αλλά και τις αποφάσεις χρηματοδότησής τους (Ang, 1992, Michaelasetal., 1999). Τα μέσα χρηματοδότησης που διατίθενται και χρησιμοποιούνται από τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις ποικίλλουν σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τους Degryse et al. (2012), η πρόσβαση των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι περιορισμένη και συνεπώς οι αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση περιορίζονται κυρίως στην επιλογή μεταξύ χρέους (τραπεζικά δάνεια) και μετοχικού κεφαλαίου. Σε αντίθεση με τις μεγάλες εταιρείες, οι οποίες έχουν σημαντικά περισσότερες επιλογές όσον αφορά την επιλογή χρηματοδότησης, δηλαδή το ιδιωτικό χρέος ή το δημόσιο χρέος (ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου, μετατρέψιμα ομόλογα κ.λπ.). Λόγω των περιορισμένων οικονομικών πηγών των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων, οι τράπεζες αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοδότησης και στην πράξη οι αποφάσεις χρηματοδότησης των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων περιορίζονται κυρίως στην επιλογή μεταξύ τραπεζών

## 2.2 Παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης

Παρόλο που η χρηματοδότηση των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων διαφέρει από τη χρηματοδότηση μεγάλων επιχειρήσεων λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους, οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις μπορούν να επιλέξουν μεταξύ διαφόρων πηγών και μέσων χρηματοδότησης. Αυτές οι πηγές και τα μέσα μπορούν να έχουν υποκαταστατικό και συμπληρωματικό ρόλο στη χρηματοδότηση μιας εταιρείας.

Η χρηματοδότηση από μετοχικούς και χρεωστικούς τίτλους περιλαμβάνει διάφορες πηγές και μέσα χρηματοδότησης. Στη συνέχεια, θα γίνει διαφοροποίηση μεταξύ παραδοσιακών και εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Το «παραδοσιακό κεφάλαιο» παρέχεται συνήθως από τους ιδιοκτήτες, την οικογένεια και τους φίλους, τους εξωτερικούς παρόχους επιχειρηματικών κεφαλαίων και παράγεται μέσω των δραστηριοτήτων της επιχείρησης (δηλ., των διαφυγόντων κερδών).

Το «παραδοσιακό χρέος» παρέχεται κυρίως από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα και από την κυβέρνηση δηλαδή επιχορηγήσεις και επιδοτήσεις. Η εναλλακτική χρηματοδότηση συνήθως περιλαμβάνει μορφές χρηματοδότησης που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία αλλά και πιο πρόσφατες εναλλακτικές λύσεις μη τραπεζικής χρηματοδότησης. Περιλαμβάνει την εμπορική πίστωση, τη χρηματοδοτική μίσθωση και την πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων, αλλά και τις νέες τάσεις όπως το crowdfunding.

### 2.3 Χρηματοδότηση μετοχικού κεφαλαίου

Λόγω του ηθικού κινδύνου και των προβλημάτων με την αδιαφάνεια της πληροφορίας είναι συνήθως πιο σοβαρή κατά τα αρχικά στάδια της εσωτερικής χρηματοδότησης των ιδίων κεφαλαίων για την ανάπτυξη των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων. Οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις τείνουν να περιορίζουν την εξάρτησή τους από αυτές τις πηγές και να αρχίσουν να αναζητούν εναλλακτικές λύσεις-κανάλια για άντληση κεφαλαίων.

Το μετοχικό κεφάλαιο είναι το κεφάλαιο που επενδύεται στην επιχείρηση χωρίς συγκεκριμένη ημερομηνία αποπληρωμής, στην περίπτωση που ο προμηθευτής του μετοχικού κεφαλαίου επενδύει στην πραγματικότητα (Ou and Haynes, 2006). Το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξηθεί είτε εσωτερικά ή εξωτερικά. Οι εσωτερικοί μετοχικοί πόροι είναι κεφάλαια που προέρχονται από τον σημερινό ιδιοκτήτη-διαχειριστή, την οικογένεια και τους φίλους σας, ή από τα διαφυγόντα κέρδη εντός της επιχείρησης.

Τα εξωτερικά ίδια κεφάλαια, ωστόσο, είναι το κεφάλαιο που αποκτήθηκε από εξωτερικούς διαύλους διαφορετικούς από τους υφιστάμενους εταίρους και τους συγγενείς τους. Όπως προαναφέρθηκε, η χρηματοδότηση με μετοχικό κεφάλαιο προτιμάται έναντι του χρέους ως μέσο χρηματοδότησης για νέες και μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις καθώς υφίστανται τυπική έλλειψη μετρητών και γενικά δεν είναι σε θέση για την εξασφάλιση δανείων κατά τη διάρκεια της φάσης ίδρυσης. Τα πλεονεκτήματα αυτής της χρηματοδότησης από την άποψη αυτή είναι διττά (Ou and Haynes, 2006).

Πρώτον, σε αντίθεση με το χρέος, προσφέρει μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση με ελάχιστη εκροή μετρητών με τη μορφή τόκων. Δεύτερον, συμβάλλει στην ενίσχυση της πιστοληπτικής ικανότητας της νέας επιχείρησης, υποδεικνύοντας ότι η επιχείρηση έχει την έγκριση των εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών επαγγελματιών.

Οι Ou και Haynes (2006) προσδιόρισαν δύο περιπτώσεις κατά τις οποίες οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις επωφελούνται από τη χρηματοδότηση των ιδίων κεφαλαίων για την κάλυψη των αναγκών επέκτασης. Πρώτον, όταν αντιμετωπίζουν οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις οικονομική δυσπραγία σε συνδυασμό με την έλλειψη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Δεύτερον, όταν οι ταμειακές εκροές υπερβαίνουν τις

ταμειακές εισροές που παράγονται από τακτικές πηγές. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις αυτές ταξινομούνται συνήθως ως υψηλού κινδύνου.

Οι Schäfer, Werwatz και Zimmermann (2004) διαπίστωσαν ότι οι επικίνδυνες μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις είναι περισσότερο πιθανό να λάβουν χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Μια άλλη μελέτη του Ueda (2004) υποστηρίζει αυτό το εύρημα. Άλλα επιχειρήματα δείχνουν ότι ορισμένοι ιδιοκτήτες-διαχειριστές των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων ενδέχεται να επιλέξουν να μην χρησιμοποιήσουν αυτή τη μορφή για να αποφευχθούν τυχόν ανεπιθύμητες αλλαγές στην ιδιοκτησία των εταιρειών τους (Reid,

Οι εταιρείες μετατρέπονται σε εξωτερικό κεφάλαιο μόνο μετά την εξάντληση των εσωτερικών τους πόρων. Προτιμούν το εξωτερικό χρέος έναντι των εξωτερικών ιδίων κεφαλαίων, καθώς το κόστος και ο κίνδυνος αφαίρεσης του ελέγχου που σχετίζεται με εξωτερικές συμμετοχές είναι ανεπιθύμητες για πολλές επιχειρήσεις και ιδιαίτερα για τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις (Coshetal., 2009).

Ωστόσο, οι εξωτερικοί επενδυτές ιδιωτικών κεφαλαίων, όπως οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου (VC) και οι επιχειρηματικοί άγγελοι (BA), συχνά παρέχουν κάτι περισσότερο από απλή χρηματοδότηση. Προσφέρουν διευθυντική υποστήριξη και επιχειρηματικές επαφές για νέες επιχειρήσεις (MasonandHarrison, 2015).

Αυτά τα πλεονεκτήματα μπορεί να αντισταθμίσουν τα μειονεκτήματα αυτής της μορφής χρηματοδότησης (Hsu, 2004, MachtandWeatherston, 2014). Από την πλευρά της προσφοράς, υποστηρίχθηκε ότι οι επενδυτές ιδιωτικών κεφαλαίων έχουν υψηλότερα κίνητρα για να δεχθούν τους κινδύνους που συνεπάγονται νέες επενδύσεις σε επιχειρήσεις (Coshetal., 2009). Ο συλλογισμός πίσω από αυτό το επιχειρήματα είναι ότι οι πάροχοι εξωτερικού κεφαλαίου για τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλές ασυμμετρίες πληροφόρησης και προβλήματα αντιπροσώπευσης (BergerandUdell, 1998).

Όσο μικρότερη είναι η επιχείρηση, τόσο λιγότεροι είναι σε θέση να παράσχουν ιστορικό, ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις ή περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εξασφάλιση (Gregoryetal., 2005). Ιδιαίτερα το επιχειρηματικό δυναμικό και οι κίνδυνοι που ενέχουν οι νεαρές επιχειρήσεις με

κυρίως άλλα περιουσιακά στοιχεία που βασίζονται στην πνευματική ιδιοκτησία είναι δύσκολο να αξιολογηθούν για τους εξωτερικούς επενδυτές (Hsu, 2004).

Ωστόσο, οι επενδυτές μετοχών, σε αντίθεση με τους προμηθευτές χρεών όπως οι τράπεζες, συμμετέχουν στην επιτυχία της εταιρείας. Ως εκ τούτου, έχουν υψηλότερα κίνητρα για επενδύσεις σε αυτές τις επιχειρήσεις, καθώς μπορούν να αντισταθμίσουν τους υψηλότερους κινδύνους με πιθανή υψηλότερη απόδοση εάν η εταιρεία είναι επιτυχημένη (Hall, 2010). Οι προηγούμενες έρευνες έδειξαν ότι οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου και οι επιχειρηματικοί άγγελοι - ως δύο διαφορετικοί τύποι επενδυτών ιδιωτικών κεφαλαίων - χρησιμοποιούν διαφορετικές προσεγγίσεις για την αξιολόγηση μιας εταιρείας και την επένδυση.

Δεδομένου ότι οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου είναι μεσάζοντες που επενδύουν τα χρήματα των παρόχων χρηματοδότησης στις νεοσύστατες επιχειρήσεις, πρέπει να επιδείξουν επαγγελματική συμπεριφορά στην επενδυτική τους διαδικασία (Mason and Stark, 2004, van Osnabrugge, 2000). Ορισμένες μελέτες έχουν επικεντρωθεί στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και στα κριτήρια λήψης αποφάσεων των εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου (Busenitz et al., 2005).

Έχει αποδειχθεί ότι οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου φαίνεται να επικεντρώνονται σε μια σειρά διαφορετικών κριτηρίων για να λάβουν την επενδυτική τους απόφαση, η οποία μπορεί να συνοψιστεί σε τέσσερις κύριες κατηγορίες: κριτήρια που σχετίζονται με την αγορά, όπως το δυναμικό της αγοράς και οι ρυθμοί ανάπτυξης της αγοράς, (Franke et al., 2008), καθώς και τα χαρακτηριστικά του προϊόντος, όπως είναι η εμπειρία και η προσωπικότητα του επιχειρηματία και τα οικονομικά κριτήρια.

Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι είναι σημαντικό αν η νέα επιχείρηση ταιριάζει με τη γενική επενδυτική στρατηγική της εταιρείας επιχειρηματικού κεφαλαίου VC (Hall and Hofer, 1993). Επιπλέον, για να λάβει οικονομική υποστήριξη από τις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου VC, μια επιχείρηση τυπικά πρέπει να είναι σε θέση να παρέχει κάποια απόδειξη της ιδέας (Petty and Gruber, 2011).

Ως εκ τούτου, οι εταιρείες VC συνήθως δεν επενδύουν στα πολύ πρώιμα στάδια του κύκλου ζωής μιας επιχείρησης (Berger και Udell, 1998). Ο δεύτερος τύπος επενδυτών ιδιωτικών κεφαλαίων είναι οι επιχειρηματικοί άγγελοι

BA που έχουν χαρακτηριστεί ως πλούσιοι, συνήθως μορφωμένοι (Feeney et al., 1999, Wetzel, 1983). Σε αντίθεση με τις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου VC, οι BA επενδύουν τα χρήματά τους χωρίς μεσάζοντα και συχνά επενδύουν σε πολύ πρώιμα στάδια μιας επιχείρησης (Feeney et al., 1999).

### **2.3.1 Επιχειρηματικά κεφάλαια (VentureCapital)**

Τα επιχειρηματικά κεφάλαια είναι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο είναι αυτή η μορφή χρηματοδότησης στην οποία το κεφάλαιο των επενδυτών ανακατανέμεται και επενδύεται άμεσα σε εταιρείες χαρτοφυλακίου (Metrick and Yasuda, 2010) οι οποίες ως επί το πλείστον είναι νέες ή νεοσύστατες επιχειρήσεις. Επιπλέον, οι επιχειρηματίες επενδυτικών κεφαλαίων αποφασίζουν το χρονοδιάγραμμα και το είδος της επένδυσης εκτός από τον ρόλο τους στην παρακολούθηση, τον έλεγχο και τη σύναψη συμβάσεων (Gorman και Sahlman, 1989).

Επιπλέον, πραγματοποιώντας αυτές τις λειτουργίες επιχειρηματικών κεφαλαίων ουσιαστικά συμμετέχουν στον στρατηγικό σχεδιασμό και τη λήψη αποφάσεων στην επιχείρηση. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο περιλαμβάνει μια ποικιλία οργανισμών, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων επιχειρήσεων, των μικρών επιχειρήσεων, τις επενδυτικές εταιρείες και ιδιωτικές εταιρείες περιορισμένης ευθύνης (Barry, 1994).

Σε σύγκριση με άλλες πιο συμβατικές πηγές χρηματοδότησης, τα επιχειρηματικά κεφάλαια εμφανίζουν κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Αρχικά, οι επενδύσεις που χρησιμοποιούν επιχειρηματικά κεφάλαια συχνά συνεπάγονται υψηλά επίπεδα ασυμμετρίας και αβεβαιότητας (Gompers, 1995). Επιπλέον, ο Hellmann (1998) εξήγησε ότι η κατάσταση κατά την οποία μια επιχείρηση έχει επαρκές κίνητρο για ενεργό έλεγχο πραγματοποιείται μόνο όταν ο επενδυτής κεφαλαίων επενδύσεων επενδύει συγκεντρωτικά.

Η παρακολούθηση σε τέτοιες περιπτώσεις μπορεί να περιλαμβάνει το πέρασμα περισσότερου χρόνου στην εταιρεία και τακτικές συναντήσεις με τους διευθυντές (Hellmann and Puri, 2000). Τέλος, οι επιχειρηματίες κεφαλαίων μπορούν να παρέχουν στην επιχείρηση στρατηγική πρόσβαση σε τεχνολογικούς εμπειρογνώμονες, νομικούς και λογιστικούς συμβούλους, νέους προμηθευτές και πελάτες, καθώς και στρατηγικούς εταίρους (Cumming και Johan, 2010).

Όπως προαναφέρθηκε, οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων συνδέονται ομοιόμορφα με υψηλό κίνδυνο και αβεβαιότητα. Για παράδειγμα, κατά την παροχή εξωτερικής χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων αντιμετωπίζουν ένα σημαντικό πρόβλημα δυσμενούς επιλογής και ζητήματα ηθικού κινδύνου (Smolarski και Kut, 2011).

Ένα άλλο πρόβλημα που μπορεί να προκύψει είναι το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (Berger and Udell, 1998). Αυτό συμβαίνει στη σχέση μεταξύ του επιχειρηματία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και του ιδιοκτήτη, όταν ο τελευταίος δεν διαθέτει επαρκείς πληροφορίες ή ικανότητες για τη λήψη βέλτιστων αποφάσεων παραγωγής. Αυτό το πρόβλημα μπορεί να υπάρχει όταν οι πληροφορίες σχετικά με το έργο είναι ατελείς και αποκαλύπτονται με την πάροδο του χρόνου (Bergemann και Hege, 1998).

Προκειμένου να μετριαστούν αυτά τα προβλήματα και να μειωθεί η αβεβαιότητα μπορούν να εφαρμοστούν κάποιοι μηχανισμοί. Στο πλαίσιο αυτό, ο Gompers (1995) υπογράμμισε τρεις στρατηγικές ελέγχου. Οι στρατηγικές αυτές είναι:

- (i) η χρήση μετατρέψιμων τίτλων
- (ii) η κοινοπραξία των επενδύσεων και
- (iii) η σταθεροποίηση των εγχύσεων κεφαλαίου σε τακτά διαστήματα

Σύμφωνα με τον Cumming (2006), οι περισσότερες συναλλαγές επιχειρηματικών κεφαλαίων περιλαμβάνουν μετατρέψιμα χρεόγραφα. Οι Bascha και Walz (2001) ισχυρίστηκαν ότι σε αντίθεση με το παραδοσιακό χρέος ή και τα ίδια κεφάλαια τα μέσα μετατρέψιμων τίτλων έχουν τη δυνατότητα να μετριάσουν τις επιπτώσεις από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης αφήνοντας τον ιδιοκτήτη-διαχειριστή με κάποιο έλεγχο κατά τη διάρκεια της επενδυτικής περιόδου.

Επιπλέον, ο Barry (1994) ισχυρίστηκε ότι καθώς η τιμή της μετατροπής είναι συνάρτηση της απόδοσης του επιχειρηματικού κεφαλαίου έχει καλύτερες πιθανότητες να ανακτήσει την επένδυση εάν η επιχείρηση δεν είναι επιτυχής. Η κοινοπραξία είναι μια κοινή μορφή μείωσης του κινδύνου επιχειρηματικών κεφαλαίων και αναφέρεται σε δύο ή τρεις επιχειρηματίες κεφαλαίων που μοιράζονται



σε ένα μόνο γύρο χρηματοδότησης. Ο μηχανισμός αυτός χρησιμοποιείται προκειμένου να μειωθούν τα προβλήματα που σχετίζονται με την αρνητική επιλογή μέσω της συμμετοχής ενός συν-επενδυτή που μοιράζεται τον κίνδυνο (Smolarski and Kut, 2011).

Ο Cumming (2006) έφτασε σε γενικές γραμμές σε παρόμοιο συμπέρασμα που αναφέρει ότι η κοινοπραξία επιχειρηματικού κεφαλαίου σημαντικά μετριάξει τα δυσμενή προβλήματα επιλογής. Επιπλέον, ο Lerner (1994) πρότεινε αυτό το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής ότι μπορεί να μετριαστεί αποτελεσματικά με την παρουσία υψηλών επιπέδων ασυμμετρίας της πληροφόρησης σχετικά με τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών κεφαλαίων μέσω της εφαρμογής της κοινοπραξίας ως στρατηγική. Διαπιστώθηκε επίσης ότι η κοινοπραξία μειώνει την περιστασιακή συμπεριφορά των επιχειρηματιών (Wright and Lockett, 2003).

Μια άλλη στρατηγική επιχειρηματικού κεφαλαίου είναι η σταδιακή χρηματοδότηση. Ο Gompers (1995) παρείχε στοιχεία γεγονός που υποδηλώνει ότι η σταδιακή επένδυση επιτρέπει στον επιχειρηματία κεφαλαίων να συγκεντρώνει περισσότερες πληροφορίες επιτρέποντάς του / της να παρακολουθεί την επιχείρηση πριν από τη λήψη αποφάσεων αναχρηματοδότησης.

Ο επενδυτής έχει την επιλογή να εγκαταλείψει το έργο (Cherif and Elouaer, 2008). Τα αποτελέσματα του Wang και του Zhou (2004) έδειξαν ότι η χρηματοδότηση παίζει καθοριστικό ρόλο στον έλεγχο του ηθικού κινδύνου. Ως εκ τούτου, είναι ένας αποτελεσματικός μηχανισμός στον έλεγχο των προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Όχι μόνο οι venture capitalists παρέχουν μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις αλλά συμβάλλουν επίσης στην επίλυση πολλών προβλημάτων πληροφόρησης που μαστίζουν τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις. Ωστόσο, η παροχή επιχειρηματικού κεφαλαίου φαίνεται να είναι σχετικά ανελαστική, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, δεδομένου ότι απαιτεί πολυετή πείρα για την ανάπτυξη των απαραίτητων δεξιοτήτων (Kortum και Lerner, 2000).

### **2.3.2 Επιχειρηματικοί Άγγελοι (BusinessAngels)**

Σε αντίθεση με άλλες εξωτερικές πηγές, η χρηματοδότηση των επιχειρηματικών αγγέλων δεν είναι ενδιάμεση. Είναι αντ 'αυτού μια άτυπη αγορά για άμεση χρηματοδότηση. Οι άγγελοι είναι εξαιρετικά επιλεκτικοί πλούσιοι άνθρωποι με

μακρά επιχειρηματική εμπειρία που επενδύουν άμεσα σε μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις με υψηλή ανάπτυξη με τις οποίες δεν είχαν καμία προηγούμενη σχέση (Ramadani, 2009, Madill, Haines and Riding, 2005).

Αυτή η μορφή επένδυσης βασίζεται συνήθως σε σύμβαση μετοχικού κεφαλαίου που συνήθως είναι κοινή. Αν και οι άγγελοι εξ ορισμού είναι άτομα, μερικές φορές συντονίζουν τις επενδύσεις σε μικρούς επενδυτικούς ομίλους (Prowse, 1998). Σύμφωνα με τους Harrison και Mason (1992) υπάρχουν τρία χαρακτηριστικά που κάνουν τον άγγελο χρηματοδότηση κατάλληλης επιλογής για τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις.

Πρώτον, οι άγγελοι είναι πιο ενεργοί στα πρώτα στα στάδια του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων που κλείνουν το αποκαλούμενο «κεφαλαιακό χάσμα» αποτελώντας μια «γέφυρα» μεταξύ των εσωτερικών πηγών χρηματοδότησης και των εξωτερικών επενδυτών. Δεύτερον, με χαμηλότερα ποσοστά απόρριψης και με πιο ασθενή μορφή κεφαλαίου με μεγαλύτερη έξοδο οι χρηματοδότες αγγέλων τείνουν να είναι πιο υποχρεωμένοι στις ανάγκες των ιδιοκτητών των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων.

Σε έρευνα της Brettel (2003), οι Γερμανοί επιχειρηματίες κατέταξαν τους επιχειρηματικούς αγγέλους ως τους πιο επιθυμητούς χρηματοδότες. Τέλος, σε αντίθεση με τον αγγλό επιχειρηματία κεφαλαίων οι επενδυτές προτιμούν να επενδύουν στις τοπικές οικονομίες τους όπου δραστηριοποιείται η πλειονότητα των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων.

Οι επενδυτές Angel είναι μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης για πολλές μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις, ιδίως νεοσύστατες επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τον Morrissette (2007), υπολογίζεται το ποσό του κεφαλαίου που παρέχουν οι άγγελοι να είναι έντεκα φορές μεγαλύτερο από αυτή που παρέχουν οι επιχειρηματίες κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου.

Ο βαθμός στον οποίο συμμετέχουν οι αγγέλους στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν είναι αμφισβητήσιμος. Ο Barry (1994) υποστήριξε ότι οι άγγελοι δεν είναι ενεργοί επενδυτές. Ωστόσο, οι μελέτες δείχνουν αντίθετα αποτελέσματα (Harding and Cowling, 2006, Landström, 1993). Όσον αφορά τα οφέλη, οι Lumme, Mason και Suomi (1998) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιδόσεις των επιχειρήσεων που

έχουν επενδύσει μπορούν να βελτιωθούν ως αποτέλεσμα των δεξιοτήτων, των γνώσεων και της εμπειρίας των επενδυτών αγγέλου.

Σε παγκόσμιο επίπεδο, βάσει ποσοτικής ανάλυσης, η χρηματοδότηση από το άγγελο κυριαρχεί στο επιχειρηματικό κεφάλαιο όσον αφορά τόσο τον αριθμό των επιχειρήσεων που το χρησιμοποιούν όσο και τη χρηματοοικονομική αξία (Fairchild, 2011). Ωστόσο, ως πηγή χρηματοδότησης, οι επιχειρηματικοί άγγελοι έχουν δύο βασικούς περιορισμούς (Wall, 2007).

Πρώτον, λίγοι άγγελοι είναι έτοιμοι να ενέχουν επιπλέον χρήματα σε μια επιχείρηση για να μπορέσει να αναπτυχθεί και να είναι ένας πραγματικός ανταγωνιστής στην αγορά του. Δεύτερον, οι περισσότεροι επενδυτές αγγέλων δεν έχουν ούτε τις δεξιότητες ούτε το ενδιαφέρον να επενδύσουν σε μια επιχείρηση αφού έχει πρόσβαση σε άλλες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων αγορών μετοχών.

Για να ελέγξουν τους κινδύνους των οργανισμών, οι επιχειρηματικοί άγγελοι ΒΑ συνήθως ενδιαφέρονται περισσότερο για τη μετα-επενδυτική συμμετοχή και ως εκ τούτου προτιμούν να επενδύσουν σε επιχειρήσεις κοντά στο σπίτι (Feeney et al., 1999, van Osnabrugge, 2000). Σε σύγκριση με τις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου VC, έχει αποδειχθεί ότι οι επιχειρηματικοί άγγελοι ΒΑ δεν χρησιμοποιούν ένα ολοκληρωμένο μοντέλο απόφασης που αξιολογεί μεγάλο αριθμό χαρακτηριστικών (Mason and Harrison, 1996, Maxwell et al., 2011).

Ακόμη και αν και οι δύο εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου VC και οι επιχειρηματικοί άγγελοι ΒΑ υποκινούνται από υψηλά δυναμικά οικονομικής απόδοσης μιας επένδυσης, έχει αποδειχθεί ότι αυτό είναι σχετικά λιγότερο σημαντικό για τους επιχειρηματικούς αγγέλους ΒΑ, καθώς συχνά έχουν και ορισμένα εσωτερικά κίνητρα για επενδύσεις (Mason and Harrison, 1996).

Οι επιχειρηματικοί άγγελοι συχνά ενδιαφέρονται για μη οικονομικές αποδόσεις όπως η κοινωνική ευθύνη και η προσωπική ικανοποίηση για να στηρίξουν νέες επιχειρήσεις και είναι διατεθειμένοι να δεχτούν χαμηλότερη οικονομική απόδοση αν αυτές οι μη οικονομικές αποδόσεις μπορούν να επιτευχθούν (Mason and Harrison, 1996).

## 2.4 Χρηματοδότηση χρέους

Είναι γνωστό ότι οι αποφάσεις για τη διάρθρωση των κεφαλαίων, στις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις, όπως και στις μεγάλες επιχειρήσεις, σχετίζονται με την χρήση είτε των ιδίων κεφαλαίων είτε του χρέους ή και των δύο. Οι ιδιοκτήτες-διαχειριστές των επιχειρήσεων ενδέχεται να προτιμούν να επιδιώξουν τη χρηματοδότηση του χρέους αντί της εξωτερικής συμμετοχής (Berger και Udell, 1998).

Τρεις σημαντικές διαφορές παρατηρούνται μεταξύ της χρηματοδότησης του χρέους για τις επιχειρήσεις και των μεγάλων επιχειρήσεων (Wu, Hedges and Zhang, 2007). Πρώτον, σε αντίθεση με τους διαχειριστές των μεγάλων επιχειρήσεων που συνήθως έχουν την επιλογή ενός ευρύτερου φάσματος πόρων χρηματοδότησης χρέους, οι επιχειρήσεις τείνουν να είναι περισσότερο συνδεδεμένες με τους εμπορικούς δανειστές, ιδίως τους θεσμικούς δανειστές που είναι πηγή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους και που μπορεί να ανανεωθεί για το μακροπρόθεσμο χρέος.

Δεύτερον, τα προβλήματα ασυμμετρίας των πληροφοριών είναι πιο οξεία στις μακροπρόθεσμες δανειοδοτήσεις των επιχειρήσεων. Τρίτον, σε ορισμένες επιχειρήσεις και σε αντίθεση με όσα προτείνει η θεωρία αντιπροσώπευσης, δεν είναι σαφές εάν το χρέος μπορεί να μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης που προκύπτει από την ασυμμετρία πληροφόρησης και από τα διαφορετικά κίνητρα των ιδιοκτητών και των διαχειριστών.

Η επιλογή μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους είναι σημαντική όταν η επιχείρηση αναζητά χρηματοδότηση. Οι βραχυπρόθεσμες αποφάσεις χρέους επηρεάζονται από τα οφέλη και τα μειονεκτήματα (García-Teruel και Martínez-Solano, 2007).

Αυτά τα πλεονεκτήματα περιλαμβάνουν

- μηδενικό επιτόκιο σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως στην περίπτωση εμπορικής πίστωσης
- σε σύγκριση σε μακροπρόθεσμα δάνεια, το βραχυπρόθεσμο χρέος έχει γενικά χαμηλότερα ονομαστικά επιτόκια
- εύκολη προσαρμογή ανάλογα με τις οικονομικές ανάγκες της επιχείρησης και

- χαμηλότερο κόστος από εκείνα των μακροπρόθεσμων δανείων.

Επιπλέον, από τη σκοπιά του δανειστή, βραχυπρόθεσμα το χρέος είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος αντιμετώπισης των προβλημάτων πληροφόρησης ως προς την ασυμμετρία, όπως πρέπει να έχουν οι επιχειρήσεις για να εξοφλήσουν το χρέος και τις σχετικές χρεώσεις σε μικρότερη σταθερή περίοδο (Myers, 1977).

Ωστόσο, το κύριο μειονέκτημα του βραχυπρόθεσμου χρέους είναι το υψηλότερο επίπεδο κινδύνου. Ως εκ τούτου, οι οικονομικά αδύναμες επιχειρήσεις θα προτιμούσαν το μακροπρόθεσμο χρέος καθώς αντιλαμβάνονται το βραχυπρόθεσμο χρέος ως υψηλότερου κινδύνου (García-Teruel και Martínez-Solano, 2007). Στις περιπτώσεις αυτές, το μακροπρόθεσμο χρέος μπορεί να είναι καλύτερη επιλογή για την επιχείρηση, καθώς θα μπορούσε να έχει θετικό αντίκτυπο στις επενδύσεις και τις επιδόσεις (Παγκόσμια Τράπεζα, 2015).

#### **2.4.1 Εμπορική πίστωση**

Μία από τις σημαντικότερες πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις είναι η εμπορική πίστωση. Οι Berger και ο Udell (2006) εκτιμούν ότι το ένα τρίτο του συνολικού χρέους των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ το 1998 αντιπροσωπεύεται από την εμπορική πίστωση. Σύμφωνα με τους García-Teruel και Martínez-Solano (2010) η εμπορική πίστωση είναι μια καθυστέρηση στην πληρωμή για τα αγαθά ή τις υπηρεσίες.

Οι προμηθευτές δεν αναμένουν πάντα άμεση πληρωμή για τα πωληθέντα αγαθά και υπηρεσίες, αλλά παρέχουν εμπορική πίστωση, την αναβολή πληρωμών για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (Ayadi, 2009). Η σημασία της εμπορικής πίστης ως χρηματοδοτικού εργαλείου στις επιχειρηματικές σχέσεις έχει προσελκύσει την ακαδημαϊκή έρευνα στο παρελθόν. Οι μελέτες για την εμπορική πίστωση συζητούν διάφορους λόγους για αυτό το χρηματοδοτικό μέσο, με βάση τα πλεονεκτήματα για τους προμηθευτές και τους πελάτες.

Από την πλευρά των προμηθευτών, η παροχή εμπορικών πιστώσεων βοηθά τους πελάτες τους να χρηματοδοτήσουν τις αγορές τους και μειώνει τις αβεβαιότητες σχετικά με την ποιότητα του προϊόντος, καθώς το προϊόν μπορεί να δοκιμαστεί πριν από την πληρωμή (Martínez-Sola et al., 2013, Schwartz, 1974). Ως εκ τούτου, με την

παροχή εμπορικής χρηματοδότησης, οι προμηθευτές ενδέχεται να είναι σε θέση να δημιουργήσουν σχέσεις, να αυξήσουν τις πωλήσεις και το μερίδιο αγοράς και ακόμη και την αποδοτικότητά τους μέσω των σιωπηρών επιτοκίων που περιλαμβάνονται στην αγοραία τιμή (Fisman and Love, 2009, Martínez-Sola et al., 2013).

Από την πλευρά των πελατών, η εμπορική πίστωση μπορεί να συμβάλει στην υπέρβαση των οικονομικών περιορισμών, καθώς η εμπορική χρηματοδότηση είναι ένας τρόπος ανακατανομής οικονομικών πόρων από οικονομικά ισχυρότερες προς πιο αδύναμες επιχειρήσεις (Carbó-Valverde και Rodríguez-Fernández, 2008, Love et al., 2007). Επιπλέον, οι προμηθευτές έχουν συχνά πλεονεκτήματα όσον αφορά την απόκτηση πληροφοριών, τον έλεγχο του δανειστή και την ανάκτηση αξίας από υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία (Fraser et al., 2013).

Έχει διαπιστωθεί ότι η παροχή εμπορικών πιστώσεων μπορεί ακόμη και να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να αποκτήσουν τραπεζικά δάνεια, καθώς μπορεί να θεωρηθεί ως ένα θετικό μήνυμα για τη φερεγγυότητα μιας επιχείρησης (Biais and Gollier, 1997, Psillaki and Eleftheriou, 2014). Έχει υποστηριχθεί ότι η χρήση της εμπορικής πίστωσης εξαρτάται ιδίως από την περίοδο πληρωμής, την πρόσβαση σε άλλες μορφές χρηματοδότησης και την πρόσβαση των ίδιων των προμηθευτών στη χρηματοδότηση (Ayadi, 2009).

Παρόλο που η εμπορική πίστωση αποτελεί σημαντική μορφή χρηματοδότησης (Berger and Udell, 1998), οι προμηθευτές συχνά διστάζουν να παρέχουν εμπορικές πιστώσεις σε πολύ μικρές επιχειρήσεις, καθώς οι ασυμμετρίες πληροφόρησης και τα ποσοστά αθέτησης είναι πολύ υψηλά (Ayadi, 2009). Όμως, λόγω του γεγονότος ότι οι μικρότερες και νεότερες επιχειρήσεις τυπικά είναι πιο συχνά οικονομικά περιορισμένες, εξαρτώνται περισσότερο από εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης όπως η εμπορική πίστωση (Berger και Udell, 1998, Petersen and Rajan, 1997).

Επιπλέον, οι επιχειρήσεις συχνά προτιμούν την εμπορική πίστη σε σύγκριση με τα τραπεζικά δάνεια, καθώς οι προμηθευτές έχουν αποδειχθεί λιγότερο αυστηροί στις πολιτικές εκκαθάρισης τους (Huyghebaert και van de Gucht, 2007). Ωστόσο, οι εμπορικές πιστώσεις μπορεί να είναι ακριβότερες για τους πελάτες σε σύγκριση με άλλους τύπους δανεισμού - τουλάχιστον σε ορισμένες χώρες (Taketa και Udell, 2007). Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις έχουν βρεθεί να την αντικαθιστούν με

φθηνότερη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, όπου είναι δυνατόν (Garcia-Teruel και Martinez-Solano, 2010).

Συνολικά, διαπιστώθηκε ότι οι εμπορικές πιστώσεις αποτελούν σημαντικό χρηματοδοτικό μέσο για τις επιχειρήσεις και μπορούν είτε να συμπληρώσουν είτε να υποκαταστήσουν τα παραδοσιακά τραπεζικά δάνεια, ανάλογα με τις μακροοικονομικές συνθήκες (Demirgüç-Kunt και Maksimovic , 2001, Psillaki and Eleftheriou, 2014).

Ως εκ τούτου, για την επιχείρηση αυτή είναι μια πηγή χρηματοδότησης που εμφανίζεται στον ισολογισμό κάτω από τις τρέχουσες υποχρεώσεις (πληρωτέοι λογαριασμοί), ενώ για τον προμηθευτή πρόκειται για επένδυση σε απαιτήσεις από πελάτες. Το σκεπτικό της ευρείας χρήσης της εμπορικής πίστης μεταξύ των επιχειρήσεων αποτελεί πηγή της επιχειρηματολογίας στη βιβλιογραφία.

Αυτή η στάση μπορεί να αποδοθεί σε ένα κίνητρο συναλλαγής ή ένα κίνητρο χρηματοδότησης. Το κίνητρο της συναλλαγής υποδεικνύει την καλύτερη ικανότητα και για τα δύο μέρη (ο πωλητής και ο αγοραστής) να προβλέψουν τις ταμειακές ανάγκες τους βραχυπρόθεσμα. Ως εκ τούτου, τα έξοδα συναλλαγής διαχείρισης μπορούν να εξοικονομηθούν (Ferris, 1981). Το κίνητρο χρηματοδότησης είναι ότι οι επιχειρήσεις προσφεύγουν στην εμπορική πίστωση όταν δεν υπάρχουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης ή είναι πιο ακριβές (Arslan και Umutlu, 2009).

Οι Fatoki και Odeyemi (2010) υποστήριξαν ότι η εμπορική πίστωση προτιμάται από τις νέες επιχειρήσεις, όταν ο κίνδυνος αθέτησης είναι υψηλός κατά τα πρώτα έτη λειτουργίας. Επιπλέον, σε σχέση με τα οικονομικά κίνητρα οι επιχειρήσεις με ευκολότερη πρόσβαση στην πιστωτική αγορά μπορούν να ενεργήσουν ως χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές και να προσφέρουν χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυσκολίες πρόσβασης σε εξωτερική χρηματοδότηση (Rodriguez-Rodriguez, 2006, Demirgüç-Kunt και Maksimovic, 2001).

Ο ρόλος της εμπορικής πίστης ως πηγής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις είναι ακόμα πιο σημαντικός σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένα τραπεζικά και χρηματοπιστωτικά συστήματα όπου είναι τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης είναι πιο έντονα. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα προέρχεται από τη Ρωσία, όπου το

χρηματοπιστωτικό και το τραπεζικό σύστημα θεωρείται συνήθως λιγότερο αναπτυγμένο. Ο Cook (1999) τόνισε τον μοναδικό θετικό ρόλο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Ο συγγραφέας εξήγησε δύο τρόπους με τους οποίους η εμπορική πίστωση μπορεί να υπερβεί την κεφαλαιαγορά.

Πρώτον, δεδομένου ότι οι προμηθευτές εμπορικών πιστώσεων έχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τους εταίρους τους, οι εμπορικές πιστώσεις των επιχειρήσεων μπορούν να μετριάσουν το πρόβλημα της αδυναμίας της πληροφόρησης και να αξιολογούν και να ελέγχουν τον πιστωτικό κίνδυνο των αγοραστών τους.

Δεύτερον, με τη χρήση εμπορικών πιστώσεων μπορούν να αποδείξουν την πιστοληπτική τους ικανότητα προς τις τράπεζες και, κατά συνέπεια, οι τράπεζες θα είναι πιο πρόθυμες να δανείσουν στις επιχειρήσεις. Ορισμένοι ερευνητές (Wilson and Summers, 2002) υποστήριξαν ότι η εμπορική πίστωση μπορεί να είναι δαπανηρή πηγή χρηματοδότησης εάν ο αγοραστής καθυστερήσει την πληρωμή πέραν της καθορισμένης ημερομηνίας στη συμφωνία.

Παρ' όλα αυτά, οι Berger και Udell (2006) πιστεύουν ότι παρά τα μερικά μειονεκτήματα των εμπορικών πιστώσεων εξακολουθεί να αποτελεί βασική πηγή χρηματοδότησης για τις περισσότερες επιχειρήσεις, ιδίως τις νέες επιχειρήσεις. Εξηγούν περαιτέρω ότι η εμπορική πίστωση έχει τη δυνατότητα να παρέχει το επιθυμητό μαξιλάρι κατά τη διάρκεια πιστωτικών κρίσεων, ή άλλων σοκ που μπορεί να αναγκάσουν άλλους χρηματοδότες να μην χρηματοδοτήσουν τις επιχειρήσεις.

#### **2.4.2 Μη τραπεζικό χρέος χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων**

Σύμφωνα με τους Berger και Udell (1998), η χρηματοδότηση που παρέχεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι η κύρια κατηγορία χρέους για τις επιχειρήσεις. Αυτά τα ιδρύματα περιλαμβάνουν τραπεζικά συστήματα και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ωστόσο, δεδομένου ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τείνουν να διαφέρουν από τις τράπεζες οι δανειακές πολιτικές ενδεχομένως εν μέρει λόγω κανονιστικών διαφορών (Berger και Udell, 1998) να διαφέρουν από τις κανονικές.

Το μη τραπεζικό χρέος προσφέρει ένα κανάλι για τις επιχειρήσεις για την άντληση κεφαλαίων και στα αναπτυγμένα έθνη. Μια πρόσφατη μελέτη που πραγματοποιήθηκε



από την Ομοσπονδία Μικρών Επιχειρήσεων διαπίστωσε ότι 15.000 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις ΗΠΑ ανταγωνίστηκαν να δανείσουν σε επιχειρήσεις, εκ των οποίων το ήμισυ ήταν μη τραπεζικοί δανειστές με τη μορφή πίστωσης (Goff και Nasiripour, 2012).

Ο Johnson (1997) εξήγησε ότι ενώ οι τράπεζες προτιμούν το βραχυπρόθεσμο χρέος ως υποχρεώσεις τους επίσης βραχυπρόθεσμα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι γενικά υπέρ των μακροπρόθεσμων δανείων καθώς έχουν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ωστόσο, ο συγγραφέας πιστεύει ότι τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να ενεργούν ως χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι μεταξύ των τραπεζών και του δημόσιου χρέους. Σε άλλη εργασία, ο Aryeetey (1998) πρότεινε να ενθαρρύνουν τις τράπεζες να συνεργάζονται με μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Γενικά, το κύριο πλεονέκτημα που ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέη από άλλες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση είναι το πλεονέκτημα της φορολογικής ασπίδας (Fosberg, 2004). Επιπλέον, κατά την αναζήτηση εξωτερικής χρηματοδότησης, οι ιδιοκτήτες-διαχειριστές των επιχειρήσεων τείνουν να περιορίζουν τη χρήση των ιδίων κεφαλαίων για να διατηρηθεί ο έλεγχος των επιχειρήσεων τους (Cressy and Olofsson, 1997; Hutchinson, 1995).

Ωστόσο, η Abor (2008b) διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις με πολλούς μετόχους μπορούν να επιλέξουν να χρησιμοποιούν χαμηλά επίπεδα χρέους για την αποφυγή της πτώχευσης και των εξόδων πρακτόρευσης που συνοδεύονται από χρηματοδότηση με χρέος.

## 2.5 Κρατική Βοήθεια

Και στις αναπτυγμένες και στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι κυβερνήσεις έχουν αναγνωρίσει ότι οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν περιορισμένη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση που μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τον κρίσιμο ρόλο τους στην επίτευξη των αναπτυξιακών στόχων. Ως εκ τούτου, πολλές κυβερνητικές πρωτοβουλίες έχουν εφαρμοστεί για να διασφαλιστεί ότι οι επιχειρήσεις θα έχουν ευκολότερη πρόσβαση στη χρηματοδότηση.

Τα δάνεια πιστωτικής εγγύησης, τα προγράμματα πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων και τα επιδοτούμενα τέλη αποτελούν τυπικά παραδείγματα τέτοιων προγραμμάτων. Σύμφωνα με το Mensah (2004) κυβερνητικά επίσημα συστήματα είναι αυτά που εισήχθησαν από την κυβέρνηση είτε μόνα τους είτε με την υποστήριξη των χορηγών με σκοπό να αυξήσουν τη ροή της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις. Έχει υποστηριχθεί ότι τέτοια συστήματα έχουν την ικανότητα να διευκολύνει την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε πρόσθετες πιστώσεις (Boocock and Shariff, 2005; Levitski, 1997).

Ωστόσο, οι Riding, και Haines (2007) υποστηρίζουν ότι τα καθεστώτα που αποσκοπούν στη διευκόλυνση της πρόσβασης των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση μπορούν να είναι αποτελεσματικά μόνο υπό σαφώς καθορισμένες συνθήκες. Επιπλέον, καθώς οι επιχειρήσεις υπόκεινται σε πιστώσεις λόγω του μεγέθους τους και των πληροφοριών τους οι Zecchini και Ventura (2009) πρότειναν ότι για να είναι αποτελεσματικά τέτοια συστήματα θα πρέπει να αποσκοπούν στη μείωση του βαθμού διακριτικής μεταχείρισης των δανειοληπτών.

Επιπλέον, ο Albaum (1983) συνέστησε να ληφθεί υπόψη ότι όλες οι επιχειρήσεις βρίσκονται στην ίδια φάση της ανάπτυξης των εξαγωγών, έτσι, ένα σύνολο προγραμμάτων που στοχεύουν σε διάφορα στάδια της ανάπτυξης των εξαγωγών είναι απαραίτητα. Τα συστήματα εγγύησης πιστώσεων και άλλα προγράμματα κρατικής βοήθειας αντιπροσωπεύουν ένα κλειδί-εργαλείο πολιτικής για την αντιμετώπιση του κενού χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Ο σημαντικός ρόλος των επιχειρήσεων στην απασχόληση, την καινοτομία και την οικονομική ανάπτυξη (Ayyagari et al., 2007, Brown και Degryse, 2012) επιχειρήθηκε να δικαιολογήσει την κρατική παρέμβαση για τη στήριξη της πρόσβασης των

επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση (Beck et al., 2008). Ειδικά η στήριξη νέων, καινοτόμων επιχειρήσεων μέσω της παροχής φορολογικών μέτρων, η δημιουργία δημόσιων ταμείων επιχειρηματικών κεφαλαίων ή η παροχή στήριξης μέσω επιχορηγήσεων ή επιδοτούμενων δανείων αποτέλεσε σημαντικό στόχο πολιτικής στην Ευρώπη τις τελευταίες δεκαετίες (Revest και Sapiro, 2010).

Στόχος αυτών των προγραμμάτων είναι η διευκόλυνση της πρόσβασης των μικρών επιχειρήσεων σε πιστώσεις και η μείωση του κόστους χρηματοδότησής τους (Achleitner et al., 2011, Revest και Sapiro, 2010). Εκτός από την άμεση χρηματοδότηση για τις επιχειρήσεις, η συμμετοχή κυβερνητικών φορέων έχει προβληθεί για να αυξήσει την πιθανότητα για τις επιχειρήσεις να αποκτήσουν άλλες μορφές χρηματοδότησης λόγω ενός αποτελέσματος πιστοποίησης, πιθανής μείωσης των ασυμμετριών πληροφόρησης και των μειωμένων κινδύνων πτώχευσης (Freel, 2006, Mina et al., 2013, Murray and Lott, 1995).

Παρόλο που η έρευνα για τη σχέση αυτή εξακολουθεί να είναι σπάνια, τα πρώτα εμπειρικά στοιχεία φαίνεται να υποστηρίζουν τη θετική επίδραση της κυβερνητικής στήριξης στην πρόσβαση των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση. Έχει διαπιστωθεί ότι οι επιχειρήσεις που λαμβάνουν κρατικές επιχορηγήσεις είναι πιο πιθανό να αποκτήσουν άλλες μορφές θεσμικού χρέους (Beck et al., 2008, Demirgüç-Kunt και Maksimovic, 1999) και ότι αυτό το φαινόμενο είναι ακόμη υψηλότερο για τις μικρότερες επιχειρήσεις (Öztürk και Mrkaic , 2014).

## Κεφάλαιο 3

### 3.1 Εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης

Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι συμβατική σύμβαση όπου ο δανειολήπτης (ο μισθωτής) μισθώνει ένα σταθερό περιουσιακό στοιχείο από τον δανειστή (ο «εκμισθωτής») για ορισμένο χρονικό διάστημα σε αντάλλαγμα για συγκεκριμένο τέλος χρηματοδοτικής μίσθωσης. Η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης περιέχει συχνά μια επιλογή αγοράς στο τέλος της μίσθωσης έναντι μιας προκαθορισμένης τιμής αγοράς (Berger και Udell, 2006, Oxford Economics, 2011).

Παρόλο που οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι σε θέση να παρέχουν ένα ευρύ φάσμα τύπων περιουσιακών στοιχείων, τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται πιο συχνά για χρηματοδοτική μίσθωση είναι οχήματα, μηχανήματα και βιομηχανικός εξοπλισμός (Oxford Economics, 2011). Η μίσθωση είναι ένας τύπος χρηματοδότησης επενδύσεων όπου χωρίζονται η νομική και οικονομική ιδιοκτησία του περιουσιακού στοιχείου (Neuberger και Rāthke-Dörpner, 2013). Το περιουσιακό στοιχείο βρίσκεται υπό τον έλεγχο του μισθωτή, ενώ ο εκμισθωτής παραμένει ο νόμιμος ιδιοκτήτης. Οι προκύπτοντες κίνδυνοι για τον εκμισθωτή αντικατοπτρίζονται στο τέλος μίσθωσης (Eisfeldt και Rampini, 2007, Lasfer και Levis, 1998).

Η πρόσβαση στη μίσθωση δεν εξαρτάται άμεσα από την πιστοληπτική ικανότητα του αγοραστή, δεδομένου ότι η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης βασίζεται στο υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο και ο εκμισθωτής παραμένει το δικαίωμα ανάκτησης του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου εάν ο αγοραστής δεν καταβάλλει τη μίσθωση (Deloof et al., 2007, Eisenhardt και Graebner, 2007). Σύμφωνα με εμπειρικά στοιχεία, η μίσθωση είναι ένα από τα σημαντικότερα χρηματοδοτικά μέσα, ιδίως για τις επιχειρήσεις (Eisenhardt και Graebner, 2007).

Δεδομένου ότι η χρηματοδοτική μίσθωση συχνά δεν απαιτεί πρόσθετες εξασφαλίσεις, η μίσθωση είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα για τις μικρές επιχειρήσεις με πιστωτικό περιορισμό (Deloof et al., 2007, Gallardo, 1997, Sharpe and Nguyen, 1995). Επιπλέον, η μίσθωση δεν συνεπάγεται την αποκάλυψη πληροφοριών για την ιδιωτική επιχείρηση και την εκτροπή του ελέγχου (Bathala and Mukherjee, 1995). Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για την παροχή του περιουσιακού στοιχείου κατανέμονται

κατά τη συμφωνηθείσα χρονική περίοδο με την ευκαιρία αναβάθμισης του εξοπλισμού χρηματοδοτικής μίσθωσης στο τέλος της συμφωνημένης περιόδου χρηματοδοτικής μίσθωσης, η οποία αποφεύγει τον κίνδυνο απαξίωσης (Bathala and Mukherjee, 1995).

Ένα πρόσθετο πλεονέκτημα της μίσθωσης μπορεί να είναι τα πιθανά φορολογικά οφέλη, τα οποία εξαρτώνται από συγκεκριμένους εθνικούς κανονισμούς (Barclay and Smith, 1995). Παρόλο που οι φορολογικές διαφορές μπορεί να είναι μια εξήγηση για τη διαφορετική χρησιμοποίηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης μεταξύ των χωρών, τα εμπειρικά στοιχεία κατέδειξαν ότι τα ειδικά χαρακτηριστικά των συμβάσεων και των επιχειρήσεων είναι πιο σημαντικά (Neuberger και Rätthke- Dörrner, 2013).

Οι Lasfer και Levis (1998) διαπίστωσαν ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο οι μικρές επιχειρήσεις μισθωτών είναι λιγότερο κερδοφόρες με υψηλότερα ποσοστά ανάπτυξης και λιγότερα τραπεζικά δάνεια, ενώ οι μεγαλύτερες εταιρείες μισθωτών τείνουν να είναι πιο κερδοφόρες με υψηλότερες φορολογικές απώλειες. Οι Neuberger και Rätthke Dörrner (2013) διαπίστωσαν στη μελέτη τους για τη γερμανική αγορά χρηματοδοτικής μίσθωσης ότι η χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης εξαρτάται επίσης από τα κοινωνικοοικονομικά και δημογραφικά χαρακτηριστικά του επιχειρηματία όπως η επαγγελματική ιδιότητα, η ηλικία, το φύλο και η οικογενειακή κατάσταση.

### 3.2 Factoring

Η Factoring είναι μια χρηματοδοτική τεχνική που βασίζεται στις συναλλαγές για να διαχειρίζονται τις εισπρακτέες οικονομικές τους καταστάσεις και να λαμβάνουν κεφάλαια κίνησης (Berger and Udell, 2006, Klapper, 2006). Σε μια εμπορική συναλλαγή, μετά την παράδοση των αγαθών, οι αγοραστές συνήθως αναμένουν καθυστερημένο στόχο πληρωμής (κυρίως 30-90 ημέρες). Κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου, ο προμηθευτής πρέπει να αναχρηματοδοτήσει τις πωλήσεις του έως ότου ληφθεί το οφειλόμενο χρέος.

Η Factoring επιτρέπει στον προμηθευτή να πωλεί το τιμολόγιο σε μια εξειδικευμένη εταιρεία factoring ή σε μια τράπεζα – παράγοντας σε έκπτωση και σε αντάλλαγμα λαμβάνει άμεση ρευστότητα. Η έκπτωση περιλαμβάνει τους τόκους έως την ημερομηνία πληρωμής συν ένα τέλος υπηρεσιών που περιλαμβάνει ένα ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποδοτικότητα των πωλήσεων (Klapper, 2006 · Martínez-Sola et al., 2013). Ωστόσο, αυτό το αρνητικό αποτέλεσμα μπορεί να αντισταθμιστεί από την προηγούμενη διαθεσιμότητα ρευστότητας και από την εξοικονόμηση που προκύπτει από τη μεταφορά της διαχείρισης της πίστωσης στον παράγοντα (Summers and Wilson, 2000).

Επιπλέον, ο παράγοντας συχνά παρέχεται «χωρίς προσφυγή», πράγμα που σημαίνει ότι ο παράγοντας δεν μπορεί να επαναφέρει το ποσό του τιμολογίου από τον πωλητή τιμολογίου (προμηθευτής), σε περίπτωση που ο οφειλέτης (αγοραστής) αθετήσει. Συνεπώς, ο factoring χωρίς προσφυγή επιτρέπει στον προμηθευτή να μεταφέρει τον πιστωτικό κίνδυνο στον παράγοντα (Klapper, 2006). Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι ιδιαίτερα οι μικρές επιχειρήσεις που βρίσκονται υπό οικονομική πίεση που πωλούν σε μεγάλους αγοραστές χρησιμοποιούν το factoring ως πηγή χρηματοδότησης (Martínez-Sola et al., 2013).

Η συλλογιστική πίσω από αυτό το συμπέρασμα είναι ότι ο factoring δεν είναι μια τεχνική δανεισμού που βασίζεται στην πιστοληπτική ικανότητα του προμηθευτή, αλλά είναι μάλλον μια τεχνική χρηματοδότησης βασισμένη σε περιουσιακά στοιχεία που βασίζεται στην πιστοληπτική ικανότητα του αγοραστή (Bakker et al., 2004, Beck, 2013, Berger and Udell, 2006).

Το φαινόμενο αυτό είναι ακόμη πιο έντονο στην περίπτωση της αντιστροφής factoring, δεδομένου ότι ο παράγοντας εισέρχεται απευθείας σε μια συμφωνία με μια μεγάλη εταιρεία υψηλής ποιότητας για τη χρηματοδότηση των εισπρακτέων λογαριασμών από τους μικρούς προμηθευτές της (Beck and Demirgüç-Kunt, 2006, Klapper, 2006).

Μπορεί να συνοψιστεί ότι εναλλακτικές τεχνικές χρηματοδότησης, όπως η εμπορική πίστη, η μίσθωση και η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων, μπορούν να διευκολύνουν τη μεγαλύτερη πρόσβαση στη χρηματοδότηση, ιδίως για μικρότερες και νεότερες επιχειρήσεις, ακόμη και αν δεν υπάρχουν καλά ανεπτυγμένα ιδρύματα (Beck and Demirgüç-Kunt, 2006). Ωστόσο, αυτές οι εναλλακτικές λύσεις χρηματοδότησης απαιτούν ένα νομικό πλαίσιο το οποίο να επιτρέπει τη ρύθμιση των συναλλαγών (Beck και Demirgüç-Kunt, 2006). Έχει διαπιστωθεί ότι ο βαθμός στον οποίο χρησιμοποιούνται εναλλακτικά χρηματοδοτικά μέσα ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των χωρών (Bakker et al., 2004).

### **3.3 Τάσεις στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων**

Η χρηματοπιστωτική κρίση και τα προβλήματα των επιχειρήσεων για την πρόσβαση σε παραδοσιακά χρηματοδοτικά μέσα πυροδότησαν τη συζήτηση για τις εναλλακτικές λύσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Οι τροποποιήσεις των ήδη υφιστάμενων χρηματοδοτικών τεχνικών καθώς και οι νέες πηγές χρηματοδότησης έχουν εξελιχθεί τα τελευταία χρόνια.

Για παράδειγμα, οι επενδυτές ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων όπως οι ΒΑ μειώνουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους και αυξάνουν την αποτελεσματικότητα των δραστηριοτήτων τους (Ayadi, 2009, Mason and Stark, 2004). Έχουν δημιουργηθεί νέες κυβερνητικές πρωτοβουλίες για τη βελτίωση της πρόσβασης στη χρηματοδότηση για τις μικρότερες επιχειρήσεις (Nassr and Wehinger, 2014). Και οι ίδιες οι επιχειρήσεις προσπάθησαν να βρουν δημιουργικούς τρόπους για να αυξήσουν τις δυνατότητες χρηματοδότησής τους.

#### **3.3.1 Δημοσιονομική ενίσχυση**

Οι περιορισμοί στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων προκάλεσαν ώθηση για τη διερεύνηση τρόπων μείωσης των εξωτερικών χρηματοδοτικών απαιτήσεων και αύξησης του ενδιαφέροντος για τις τεχνικές εσωτερικής χρηματοδότησης (Ebben, 2009, Malmström, 2014). Η χρηματοδότηση με bootstrap είναι ένας τρόπος αποτελεσματικότερης χρήσης των εσωτερικών πόρων (Bhide, 1992).

Ωστόσο, δεν υπάρχει γενικός αποδεκτός ορισμός του ποιο είναι το bootstrapping (van Auken και Neeley, 1996). Μετά την κατανόηση των Freear et al. (1995), οι μέθοδοι εκκίνησης είναι εξαιρετικά δημιουργικοί τρόποι απόκτησης της χρήσης των πόρων χωρίς δανεισμό χρημάτων ή άντληση κεφαλαίων από παραδοσιακές πηγές. Επιτρέπει στις εταιρείες να αναπτυχθούν χωρίς να ασκήσουν πρόσθετη πίεση στις ταμειακές ροές ή να υποστούν ζημιές του ελέγχου στην εταιρεία (Harrison et al., 2004).

Έχει βρεθεί ότι διάφοροι τύποι επιχειρήσεων ασχολούνται με διάφορους τύπους στρατηγικών εκκίνησης (van Auken, 2005, Winborg and Landström, 2001). Οι Winborg και Landström (2001) ανέπτυξαν μια τυπολογία «οικονομικών bootstrappers» για να κατανοήσουν καλύτερα τις τεχνικές εκκίνησης που



χρησιμοποιούν οι μικρές επιχειρήσεις. Βάσει αυτών των διαπιστώσεων, μπορούν να διακριθούν τουλάχιστον τους ακόλουθους διαφορετικούς τύπους εκτοξεύσεων:

- οι μέθοδοι που σχετίζονται με τον ιδιοκτήτη, συμπεριλαμβανομένων των οικογενειών και των φίλων που εργάζονται κάτω από τους μισθούς της αγοράς ή παρακρατούν τους μισθούς των διαχειριστών,
- τις μεθόδους που σχετίζονται με τον πελάτη, όπως η απόκτηση προκαταβολών ή η χρέωση τόκων υπερημερίας, (van Auken, 2005, Ebben και Johnson, 2006, Winborg και Landström, 2001).

Οι Ebben και Johnson (2006) διαπίστωσαν ότι η χρήση των διαφορετικών τεχνικών εκκίνησης αλλάζει κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων. Ενώ η εκκίνηση που σχετίζεται με τον ιδιοκτήτη και την από κοινού χρήση μειώνεται με την πάροδο του χρόνου, οι μέθοδοι που σχετίζονται με τον πελάτη αυξάνονται. Σε αντίθεση με τις προσδοκίες τους, διαπίστωσαν επίσης ότι οι τεχνικές καθυστέρησης μειώθηκαν κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων (Ebben and Johnson, 2006).

Ο Van Auken (2005) διερεύνησε την εκκίνηση σε βιομηχανίες υψηλής και χαμηλής τεχνολογίας και διαπίστωσε ότι οι χρησιμοποιούμενες τεχνικές εκκίνησης εξαρτώνται από τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά του κλάδου. Ο Malmström (2014) έχει δείξει ότι οι συμπεριφορές εκκίνησης αντικατοπτρίζουν άμεσα την επιχειρησιακή στρατηγική. Ανέπτυξε μια ταξινόμια των τριών στρατηγικών χρηματοδότησης με bootstrap και δίνει πληροφορίες για το γιατί διαφορετικοί τύποι επιχειρηματιών χρησιμοποιούν διαφορετικές στρατηγικές εκκίνησης.

Έχουν βρεθεί ανάμεικτα αποτελέσματα όσον αφορά τη σχέση μεταξύ εκκίνησης και σταθερής ανάπτυξης. Μερικοί μελετητές υποδεικνύουν ότι η εκκίνηση είναι μια τελευταία λύση για επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν οικονομικούς περιορισμούς και ενδέχεται να παρεμποδίσουν την ανάπτυξη (Carpenter and Petersen, 2002a). Άλλοι είναι πεπεισμένοι ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν bootstrapping χρησιμοποιούν τους πόρους τους πιο αποτελεσματικά, βρίσκουν νέους τρόπους για να δημιουργήσουν αξία και είναι ακόμη πιο πιθανό να αναπτυχθούν (Baker and Nelson, 2005).

### **3.3.2 Δανεισμός με βάση την αγορά για τις επιχειρήσεις**

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με εξωτερικές μη τραπεζικές εναλλακτικές λύσεις έχει μεγάλο ενδιαφέρον τα τελευταία χρόνια. Εκτός από τις εναλλακτικές λύσεις που βασίζονται στο εμπόριο και τα περιουσιακά στοιχεία που συζητήθηκαν στο προηγούμενο τμήμα, μια άλλη επιλογή είναι η δημιουργία άμεσης σύνδεσης μεταξύ δανειοληπτών και δανειστών μέσω χρηματοπιστωτικών αγορών χωρίς τη μεσολάβηση τραπεζών.

Ωστόσο, έχει υποστηριχθεί στο παρελθόν ότι οι τράπεζες έχουν ένα πλεονέκτημα έναντι των άλλων δανειστών λόγω της καλύτερης ενημέρωσης σχετικά με τον οφειλέτη και της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας στην παρακολούθηση των δραστηριοτήτων του (Chemmanur and Fulghieri, 1994). Στην εναλλακτική χρηματοπιστωτική αγορά, οι μη τραπεζικοί επενδυτές όπως οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και οι μικροεπενδυτές πρέπει να λάβουν πιστωτική απόφαση χωρίς να έχουν τις ίδιες πληροφορίες και δυνατότητες με τις τράπεζες (Chemmanur and Fulghieri, 1994, Landström, 1992).

Η κατάσταση αυτή είναι ιδιαίτερα δύσκολη στην περίπτωση των επιχειρήσεων, δεδομένου ότι είναι συνήθως αδιαφανείς με υψηλές ασυμμετρίες πληροφόρησης, χωρίς αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και άλλες αξιόπιστες πληροφορίες για τις εταιρείες, ώστε οι δανειστές να μπορούν να λαμβάνουν μια καλά ενημερωμένη πιστωτική απόφαση (Berger and Udell, 1998).

Εκτός από τις πρωτοβουλίες των τραπεζών και των κυβερνήσεων για τη μείωση των κινδύνων που συνδέονται με τη χορήγηση δανείων προς τις επιχειρήσεις και την αύξηση του όγκου δανεισμού στην αγορά μέσω μέσων όπως η τιτλοποίηση δανείων και καλυμμένων ομολογιών. Μία δυνατότητα για τις επιχειρήσεις είναι η έκδοση ιδιωτικών τοποθετήσεων (PP).

Τα PPs είναι σταθεροί τόκοι, μακροπρόθεσμα χρεόγραφα (λήξης 5-7 ετών) τα οποία διευθετούνται απευθείας μεταξύ της εταιρείας που αναζητεί κεφάλαια και ενός ή περισσότερων θεσμικών επενδυτών (The City UK, 2013). Στις ΗΠΑ, η αγορά PP είναι καθιερωμένη, αλλά στην Ευρώπη οι αγορές εξακολουθούν να είναι σχετικά μικρές και εξαιρετικά κατακερματισμένες.

Η έλλειψη τυποποιημένων πληροφοριών και τεκμηρίωσης σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών, η έλλειψη ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά και οι διαφορές στη νομοθεσία περί αφερεγγυότητας είναι τα κύρια εμπόδια για το εν λόγω χρηματοδοτικό μέσο (Nassar and Wehinger, 2014). Παρόλο που τα PPs είναι πολύ ευέλικτα και δεν έχουν ελάχιστο όριο μεγέθους, το κόστος για την πραγματοποίηση μιας τέτοιας τοποθέτησης απαιτεί ελάχιστο ποσό έκδοσης, το οποίο είναι συνήθως πιο ενδιαφέρον για μεγαλύτερες επιχειρήσεις (Nassar and Wehinger, 2014).

Μια άλλη αγορά που έχει καθιερωθεί σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες είναι η αγορά ομολόγων λιανικής. Τα ομόλογα λιανικής (που ονομάζονται επίσης «μίνι ομόλογα») είναι ομόλογα που εκδίδονται από επιχειρήσεις σε ιδιώτες επενδυτές μέσω χρηματιστηρίων (TheCityUK, 2013). Τα κύρια εμπόδια που συνδέονται με αυτό το είδος χρηματοδότησης είναι πολύ παρόμοια με τις ιδιωτικές τοποθετήσεις, ιδίως το πρόβλημα της αδιαφάνειας των πληροφοριών σχετικά με τις εταιρείες έκδοσης.

Για να ξεπεραστούν αυτές οι ελλείψεις πληροφόρησης, οι εταιρείες υποχρεούνται να παρέχουν πιστοληπτική διαβάθμιση και να πληρούν συγκεκριμένες απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων (Nassar and Wehinger, 2014). Ως εκ τούτου, το κόστος και οι οργανωτικές απαιτήσεις που σχετίζονται με αυτή την πηγή χρηματοδότησης δεν είναι ελκυστικές για τις μικρές επιχειρήσεις (Holton και McCann, 2013).

### **3.3.3 Crowdfunding**

Το Crowdfunding είναι μια νέα μορφή εξωτερικής μη τραπεζικής χρηματοδότησης για τα μέρη που αναζητούν κεφάλαια με τη συγκέντρωση οικονομικών πόρων από έναν μεγάλο αριθμό παρόχων κεφαλαίων μέσω του Διαδικτύου για τη χρηματοδότηση μιας ιδέας, ενός έργου ή μιας εταιρείας (Belleflamme et al. , 2010). Τυπικά, το crowdfunding διαμεσολαβείται από μια εξειδικευμένη πλατφόρμα που εξασφαλίζει μια τυποποιημένη διαδικασία για τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Παρόλο που ο γενικός όρος crowdfunding χρησιμοποιείται συχνά, υπάρχουν διάφορα μοντέλα crowdfunding, τα οποία διαφοροποιούνται ανάλογα με την πολυπλοκότητα και τον κίνδυνο. Μπορούν να διαφοροποιηθούν τέσσερις βασικοί τύποι crowdfunding (Beck, 2012, Giudici et al., 2012):

- crowdfunding βασισμένη στη δωρεά, βασισμένη σε ανταμοιβή, δανειοδότηση και μετοχική βάση. Αυτοί οι τύποι crowdfunding διαφέρουν ως προς τη χρήση των οικονομικών πόρων και των αποδόσεων στους επενδυτές (Moritz and Block, 2014). Η δωρεά που βασίζεται σε crowdfunding είναι η συλλογή χρημάτων μέσω του Διαδικτύου για μια καλή αιτία.
- Στους crowdfunding με βάση την ανταμοιβή, οι επιχειρηματίες έχουν τη δυνατότητα να προχρηματοδοτούν την παραγωγή τους μέσω του πλήθους. Οι επενδυτές δεν λαμβάνουν οικονομική απόδοση, αλλά σε αντάλλαγμα για τη συμμετοχή τους, λαμβάνουν ανταμοιβή, συχνά το τελικό προϊόν (Collins and Pierrakis, 2012).
- Αντίθετα, το crowdfunding με βάση το δανεισμό περιλαμβάνει την παροχή δανείου από μεγάλο αριθμό δανειστών έναντι οικονομικής απόδοσης (Everett, 2014). Για την παροχή κεφαλαίου, οι επενδυτές θα λάβουν σταθερό επιτόκιο και την αποπληρωμή του κεφαλαίου κατά τη λήξη τους (Collins and Pierrakis, 2012).
- Η μετοχική κεφαλαιοποίηση αφορά την πώληση μετοχών μιας εταιρείας σε επενδυτές πλήθους. Στις περισσότερες χώρες - μεταξύ άλλων στις μετοχές που εκδίδουν στην ΕΕ μέσω μετοχικού κεφαλαίου, απαγορεύεται ή, λόγω αυστηρών νομικών απαιτήσεων, συνδέεται με υψηλό κόστος συναλλαγής για τον εκδότη (Hornuf and Schwienbacher, 2014a). Μια εναλλακτική λύση είναι να χρησιμοποιηθούν τα χρηματοπιστωτικά μέσα μεσάζων, τα οποία μπορούν να εξοπλιστούν με συμμετοχή στα κέρδη, αλλά συνήθως δεν περιλαμβάνουν τη χορήγηση δικαιωμάτων ψήφου στους επενδυτές.

Το Crowdfunding είναι ένα μέσο χρηματοδότησης ιδιαίτερα κατάλληλο στα αρχικά στάδια μιας επιχείρησης (Hemer et al., 2011). Δεν είναι μόνο μια μέθοδος συλλογής κεφαλαίων, αλλά και η προσέλκυση της προσοχής του κοινού στο προϊόν και στην επιχείρηση (Belleflamme et al., 2013). Η εταιρεία έχει την ευκαιρία να δοκιμάσει το προϊόν στην αγορά και να λάβει σχόλια (Schwienbacher, 2014). Έχει αποδειχθεί εμπειρικά ότι το crowdfunding αυξάνει την ορατότητα και οδηγεί σε μεγαλύτερη κατανάλωση του προϊόντος (Burtch et al., 2013).

Επιπλέον, οι επενδυτές μπορούν να δρουν ως πολλαπλασιαστές επικοινωνώντας την εμπειρία τους με το προϊόν (ή την εταιρεία) στα κοινωνικά και επαγγελματικά τους

δίκτυα (Hienerth and Riar, 2013). Επιπλέον, η εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει τη σοφία του πλήθους ως πόρο για επιχειρηματικούς σκοπούς όπως η δημιουργία επαφών στην αγορά, η επίλυση εταιρικών ή νομικών ζητημάτων και η συμμετοχή του πλήθους στις δραστηριότητες μάρκετινγκ (Macht and Weatherston, 2014).

Εκτός από αυτά τα πλεονεκτήματα, το crowdfunding συνεπάγεται έναν αριθμό κινδύνων για τις επιχειρήσεις. Για μια επιτυχημένη εκστρατεία crowdfunding, η εταιρεία πρέπει να δημοσιεύσει πληροφορίες σχετικά με την ιδέα, το προϊόν ή / και την εταιρεία. Απαιτείται διαφάνεια για τη διευκόλυνση της νομιμότητας και της αξιοπιστίας και για να πείσει το πλήθος να επενδύσει (Moritz et al., 2015).

Ωστόσο, αυτή η διαφάνεια δημιουργεί κινδύνους για την εταιρεία, όπως απομίμηση του προϊόντος ή της ιδέας (Agrawal et al., 2014α). Επιπλέον, η εμπλοκή πολλών εκατοντάδων επενδυτών μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικές επιπτώσεις εάν η επένδυση δεν εξελίσσεται όπως αναμένεται, χρονοβόρα «φροντίδα» των επενδυτών και δυσκολίες σε σχέση με τις χρηματοδοτήσεις παρακολούθησης (Block and Moritz, 2014).

Το Crowdfunding είναι είτε δυνατό ως άμεση συναλλαγή, όπου το κόμμα που αναζητά κεφάλαιο προσπαθεί να αποκτήσει άμεσα τους χρηματοοικονομικούς πόρους ή ως έμμεση συναλλαγή, (Lambert and Schwienbacher, 2010). Ο μεγάλος και συνεχώς αυξανόμενος αριθμός των πλατφορμών για τη συγκέντρωση (πάνω από 500 παγκοσμίως, συμπεριλαμβανομένων περίπου 300 στην Ευρώπη<sup>59</sup>) μιλάει για την προτίμηση αυτής της μεθόδου.

Μια πλατφόρμα ως διαμεσολαβητής μπορεί να εξασφαλίσει μια τυποποιημένη διαδικασία μιας συναλλαγής crowdfunding για το μέρος που αναζητά κεφάλαιο. Ταυτόχρονα, η πλατφόρμα αποτελεί πύλη πληροφόρησης, επικοινωνίας και διαχείρισης για τους ενδιαφερόμενους παρόχους κεφαλαίων. Οι πλατφόρμες επιτρέπουν τη μείωση των ασυμμετριών πληροφόρησης και του κόστους συναλλαγής (Allen and Santomero, 1997, Beck, 2012).

Οι κύριοι παράγοντες σε μια συναλλαγή crowdfunding είναι οι αιτούντες κεφάλαια, οι προμηθευτές κεφαλαίων και οι μεσάζοντες (συνήθως πλατφόρμες crowdfunding). Μια έμμεση συναλλαγή crowdfunding μπορεί να περιγραφεί σύντομα στα ακόλουθα βήματα. Ένα κόμμα που αναζητά κεφάλαιο αποστέλλει μια αίτηση σε μια πλατφόρμα

crowdfunding. Η αίτηση περιέχει πληροφορίες σχετικά με το σχέδιο, την εταιρεία και τις χρηματοδοτικές απαιτήσεις. Οι εγγεγραμμένοι χρήστες λαμβάνουν κατά την αποδοχή από την πλατφόρμα πρόσβαση σε αυτές τις πληροφορίες και μπορούν να προσδιορίσουν το ποσό που επιθυμούν να επενδύσουν.

Η πλατφόρμα οργανώνει τη σύμβαση μεταξύ αιτούντων κεφαλαίου και παρόχων κεφαλαίου. Οι πάροχοι κεφαλαίου πληρώνουν το υποσχεθέν ποσό μέσω τραπεζικών μεταφορών ή παρόχων μικροπληρωμών. Η πλατφόρμα δεν θα κρατήσει τα χρήματα άμεσα, αλλά αναθέτει το έργο αυτό σε έναν καταπιστευματοδόχο, ο οποίος εκταμιεύει τα χρήματα στο κόμμα που αναζητά κεφάλαια. Το Crowdfunding είναι ένα πρόσφατο φαινόμενο.

Έτσι, πολλά ερευνητικά κείμενα σχετικά με το crowdfunding ακολουθούν μια προσέγγιση που βασίζεται σε φαινόμενα (von Krogh et al., 2012). Αυτό συνεπάγεται την ανάπτυξη ενός ορισμού και περιγραφής, καθώς και μια διαφοροποίηση σε σχετικά θέματα και έννοιες. Οι πρώτες επιστημονικές συζητήσεις που αναφέρονται στο «crowdfunding» επικεντρώθηκαν κυρίως στα νομικά ζητήματα που διέπουν το αμερικανικό δίκαιο.

Το 2009, ο Kappel ανέλυσε τους νομικούς περιορισμούς του crowdfunding βάσει του νόμου περί κινητών αξιών, χρησιμοποιώντας ως παραδείγματα τη μουσική βιομηχανία. Στη συνέχεια, οι νομικοί περιορισμοί του crowdfunding κυριάρχησαν στην αμερικανική νομική βιβλιογραφία. Έχουν προκύψει αρκετές επιστημονικές συνεισφορές, ακολουθώντας μια περιγραφική, επεξηγηματική ή φιλοσοφική προσέγγιση, συχνά σε συνδυασμό με περιπτωσιολογικές μελέτες από το αντίστοιχο εθνικό πλαίσιο (Deffains-Crapsky and Sudolska, 2014).

Οι πρώτες εμπειρικές μελέτες είναι ποιοτικά-εμπειρικές και περιγράφουν το φαινόμενο. Τα αρχικά δεδομένα της αγοράς αναλύθηκαν και ενισχύθηκαν με ευρήματα από συνεντεύξεις (Aitamurto, 2011). Η έρευνα που βασίζεται σε ποσοτικά στοιχεία άρχισε να προκύπτει αφού οι πλατφόρμες καθιερώθηκαν ως ενδιάμεσοι και τα δεδομένα συναλλαγών έγιναν διαθέσιμα ή πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες έρευνες (Ahlers et al., 2015, Kuppuswamy and Bayus, 2013).

## Κεφάλαιο 4

### 4.1 Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία ξεκίνησε με την παροχή βασικής κατανόησης των διαφόρων χρηματοδοτικών πηγών και μέσων που διατίθενται στις επιχειρήσεις στα διαφορετικά στάδια του κύκλου ζωής τους. Διακρίθηκε μεταξύ παραδοσιακών και εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης και των κύριων χαρακτηριστικών τους.

Στη συνέχεια συζητήθηκαν οι τρέχουσες τάσεις στη χρηματοδότηση των ΜΜΕ. Παρόλο που η έρευνα για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, λίγα είναι γνωστά για τα μοντέλα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Προηγούμενες εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι παράγοντες της συγκεκριμένης επιχείρησης, του προϊόντος, της βιομηχανίας και της χώρας επηρεάζουν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Εντούτοις, διερευνούν κυρίως την επίδραση ενός ή μερικών παραγόντων σε ένα ενιαίο χρηματοδοτικό μέσο ή επικεντρώνονται σε μία μόνο χώρα (BergerandUdell, 1998, Coshetal., 2009). Αυτό, ωστόσο, δεν είναι ικανοποιητικό, καθώς υπάρχουν διάφορα υποκατάστατα και συμπληρωματικά αποτελέσματα μεταξύ των διαφόρων χρηματοδοτικών μέσων και των καθοριστικών τους παραγόντων.

Η πρόσβαση των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση έχει αποκτήσει αυξανόμενο ενδιαφέρον για τους ακαδημαϊκούς και τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής τα τελευταία χρόνια, ιδίως από την έναρξη της κρίσης των χρηματοπιστωτικών αγορών το 2008. Όπως ήδη αναφέρθηκε, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων διαφέρει σημαντικά από τη χρηματοδότηση μεγαλύτερων εταιρειών. Για να γίνει κατανοητή η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, πρέπει να εξεταστούν οι παράγοντες της ζήτησης και της προσφοράς.

Για να προσδιοριστούν οι αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, τα επιχειρήματα σχετικά με το κόστος πρέπει να τεθούν στο πλαίσιο του επιχειρηματικού ενδιαφέροντος της αυτοδιάθεσης και της επιθυμίας διατήρησης του ελέγχου της επιχείρησής τους (Achleitner et al., 2011, Cressy, 1995). Ως εκ τούτου, οι αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι πολύ σύνθετες, καθώς

βασίζονται σε μια σειρά από κοινωνικούς, συμπεριφορικούς και οικονομικούς παράγοντες (Romano et al., 2001).

Επιπλέον, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων περιορίζεται από τις υψηλές ασυμμετρίες πληροφόρησης, τους κινδύνους εκπροσώπησης, τις ανεπαρκείς εξασφαλίσεις και τους μικρούς όγκους συναλλαγών. Σε αυτό το πλαίσιο, οι προηγούμενες έρευνες έδειξαν ότι η αξιοποίηση των χρηματοδοτικών μέσων από τις επιχειρήσεις εξαρτάται από τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης επιχείρησης και του προϊόντος όπως το μέγεθος της επιχείρησης, η ηλικία της επιχείρησης, η δομή ιδιοκτησίας ή η καινοτομικότητα των επιχειρήσεων (Artola and Genre, 2011), τον κλάδο στον οποίο λειτουργούν (Hall et al., 2000) και το μακροοικονομικό και νομικό τους περιβάλλον (La Porta κ.ά., 1997).



## **Βιβλιογραφία**

Allen, F. and Song, W.-L. (2005), “Financial Integration and EMU”, *European Financial Management*, Vol. 11 No. 1, pp. 7–24.

Allison, T.H., Davis, B.C., Short, J.C. and Webb, J.W. (2015), “Crowdfunding in a Prosocial Microlending Environment: Examining the Role of Intrinsic Versus Extrinsic Cues”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39 No. 1, pp. 53–73.

An, J., Quercia, D. and Crowcroft, J. (2014), “Recommending Investors for Crowdfunding Projects”, *Proceedings of the 23rd International Conference on World Wide Web. International World Wide Web Conferences Steering Committee*, 2014, No. 261-270, doi:10.1145/2566486.2568005.

Ang, J. (1992), “On the Theory of Finance for Privately Held Firms”, *The Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1 No. 3, pp. 185–203.

Banerjee, A. (1992), “A Simple Model of Herd Behavior”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107 No. 3, pp. 797–817.

Barasinska, N. and Schäfer, D. (2010), “Does Gender Affect Funding Success at the Peer-to-Peer Credit Markets?”, *DIW Berlin Discussion Papers No. 1094*, available at: [http://www.diw.de/sixcms/detail.php?id=diw\\_01.c.366504.de](http://www.diw.de/sixcms/detail.php?id=diw_01.c.366504.de) (accessed 22 March 2015).

Barasinska, N. and Schäfer, D. (2014), “Is Crowdfunding Different? Evidence on the Relation between Gender and Funding Success from a German Peer-to-Peer Lending Platform”, *German Economic Review*, Vol. 15 No. 4, pp. 436–452.

Barbi, M. and Bigelli, M. (2015), “Crowdfunding Practices In and Outside the US”, *SSRN Working Paper No. 2567399*, available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2567399](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2567399) (accessed 22 March 2015).

Barclay, M. and Smith, C. (1995), “The Priority Structure of Corporate Liabilities”, *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 3, pp. 899–916.

Bassen, A., Basse Mama, H. and Ramaj, H. (2010), “Investor Relations: A Comprehensive Overview”, *Journal für Betriebswirtschaft*, Vol. 60 No. 1, pp. 49–79.

- Bathala, C. and Mukherjee, T. (1995), “A Survey of Leasing in Small Firms”, *The Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 4 No. 2, pp. 113–127.
- Brown, M. and Degryse, H. (2012), “How Do Banks Screen Innovative Firms? Evidence from Startup Panel Data”, ZEW Discussion Papers No. 12-032, available at: <http://ftp.zew.de/pub/zewdocs/dp/dp12032.pdf> (accessed 22 March 2015).
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D. and Wright, M. (2015), “New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39 No. 1, pp. 9–26.
- Budescu, D. and Chen, E. (2014), “Identifying Expertise and Using it to Extract the Wisdom of the Crowds”, Working Paper, available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~eyoon/seminar/dbudescu/Paper.pdf> (accessed 22 March 2015).
- Bulan, L. and Yan, Z. (2009), “The Pecking Order Theory and the Firm’s Life Cycle”, *Banking and Finance Letters*, Vol. 3 No. 1.
- Chen, N., Ghosh, A. and Lambert, N.S. (2014), “Auctions for Social Lending: A Theoretical Analysis”, *Games and Economic Behavior*, Vol. 86, pp. 367–391.
- Chittenden, F. and Hutchinson, P. (1996), “Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation”, *Small Business Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 59–67.
- Cholakova, M. and Clarysse, B. (2015), “Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments?”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39 No. 1, pp. 145–172.
- Cipriani, M. and Guarino, A. (2005), “Herd Behavior in a Laboratory Financial Market”, *American Economic Review*, Vol. 95 No. 5, pp. 1427–1443.
- Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (1999), “Bank-Based and Market-Based Financial Systems”, Policy Research Working Paper 2143, available at: <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-2143> (accessed 23 March 2015).
- Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. (1999), “Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 54 No. 3, pp. 295–336.

Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001), “Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data”, Policy Research Working Papers, available at: <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-2696> (accessed 23 March 2015).

European Commission (2013), 2013 SMEs’ Access to Finance Survey Analytical Report, European Commission Analytical Report, available at: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf) (accessed 23 March 2015).

European Commission (2005), The New SME Definition, available at: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme\\_definition/sme\\_user\\_guide\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_en.pdf) (accessed 23 March 2015).

European Investment Bank (2014), Supporting Access to Finance for SMEs and Midcaps, available at: [http://www.eib.org/attachments/thematic/supporting\\_smes\\_and\\_midcaps\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/thematic/supporting_smes_and_midcaps_en.pdf) (accessed 23 March 2015).

Freedman, S. and Jin, G. (2008), “Do Social Networks Solve Information Problems for Peer-to-Peer Lending? Evidence from Prosper.com”, NET Institute Working Paper No. 08-43, available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1304138](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1304138) (accessed 23 March 2015).

Freedman, S. and Jin, G. (2014), “The Signaling Value of Online Social Networks: Lessons from Peer-to-Peer Lending”, NBER Working Paper No. 19820, available at: <http://www.nber.org/papers/w19820> (accessed 23 March 2015).

Freel, M.S. (2006), “Are Small Innovators Credit Rationed?”, *Small Business Economics*, Vol. 28 No. 1, pp. 23–35.

Harris, M. and Raviv, A. (1991), “The Theory of Capital Structure”, *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 1, pp. 297–355.

Harrison, R.T. and Mason, C.M. (2007), “Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 31 No. 3, pp. 445–472.

- Harrison, R.T., Mason, C.M. and Girling, P. (2004), “Financial Bootstrapping and Venture Development in the Software Industry”, *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 16 No. 4, pp. 307–333
- Kirsch, D., Goldfarb, B. and Gera, A. (2009), “Form or Substance: The Role of Business Plans in Venture Capital Decision Making”, *Strategic Management Journal*, Vol. 30 No. 5, pp. 487–515.
- Klaebe, H. and Laycock, R. (2012), *How to Work the Crowd: A Snapshot of Barriers and Motivations to Crowdfunding*, Artsupport Australia, available at: [http://eprints.qut.edu.au/53471/1/ Report\\_Helen\\_Klaebe\\_ePrints53471.pdf](http://eprints.qut.edu.au/53471/1/Report_Helen_Klaebe_ePrints53471.pdf) (accessed 23 March 2015).
- Klafft, M. (2008), “Online Peer-to-Peer Lending: A Lenders’ Perspective”, *Proceedings of the International Conference on E-Learning, E-Business, Enterprise Information Systems, and EGovernment, EEE*, pp. 371–375.
- Klapper, L. (2006), “The Role of Factoring for Financing Small and Medium Enterprises”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 No. 11, pp. 3111–3130.
- Lehner, O. (2013), “Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 15 No. 4, pp. 289–311.
- Leimeister, M. (2012), “Crowdsourcing”, *Zeitschrift für Controlling und Management (ZFCM)*, Vol. 56, pp. 388–392.
- Leland, H. and Pyle, D. (1977), “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, pp. 371–387.
- Levine, R. (2002), “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11 No. 4, pp. 398–428
- Massolution (2013), 2013 Crowdfunding Report, available at: [http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107?utm\\_source=website&utm\\_medium=text&utm\\_content=LP+bottom&utm\\_campaign=2013CF+Launch](http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107?utm_source=website&utm_medium=text&utm_content=LP+bottom&utm_campaign=2013CF+Launch) (accessed 3 April 2015).
- Maxwell, A.L., Jeffrey, S.A. and Lévesque, M. (2011), “Business Angel Early Stage Decision Making”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 26 No. 2, pp. 212–225.

- Mayring, P. (2010), *Qualitative Inhaltsanalyse - Grundlagen und Techniken*, 11th ed., Beltz Verlag, Weinheim and Basel.
- Nassr, I.K. and Wehinger, G. (2014), “Non-Bank Debt Financing for SMEs: The Role of Securitisation , Private Placements and Bonds”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2014/1, pp. 139–159.
- Neuberger, D. and R athke-D oppner, S. (2013), “Leasing by Small Enterprises”, *Applied Financial Economics*, Vol. 23 No. 7, pp. 535–549.
- Nivorozhkin, E. (2005), “Financing Choices of Firms in EU Accession Countries”, *Emerging Markets Review*, Vol. 6 No. 2, pp. 138–169.
- Rajan, R. and Zingales, L. (1995), “What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421–1460.
- Rajan, R. and Zingales, L. (1998), “Financial Dependence and Growth”, *The American Economic Review*, Vol. 88 No. 3, pp. 559–586.
- Rao, R., Chandy, R. and Prabhu, J. (2008), “The Fruits of Legitimacy: Why Some New Ventures Gain More from Innovation Than Others”, *Journal of Marketing*, Vol. 72 No. 4, pp. 58–75.
- Ravina, E. (2012), “Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets”, SSRN Working Paper No. 1107307, available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1107307](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107307) (accessed 23 March 2015).
- Stemler, A.R. (2013), “The JOBS Act and Crowdfunding: Harnessing the Power—and Money—of the Masses”, *Business Horizons*, Vol. 56 No. 3, pp. 271–275.
- Stiglitz, J. and Weiss, A. (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, Vol. 71 No. 3, pp. 393–410.