

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ**  
**ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ**  
**ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ**

**ΑΓΓΕΛΙΚΗ ΚΑΛΛΙΓΟΣΦΥΡΗ**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

**Πειραιάς, Μάιος 2016**



**UNIVERSITY OF PIRAEUS**  
**DEPARTMENT OF ECONOMICS**



**MASTER PROGRAM IN ECONOMIC AND BUSINESS**  
**STRATEGY**

**ENTREPRENEURSHIP AND ECONOMIC**  
**ENVIRONMENT**

**By**  
**AGGELIKI KALLIGOSFYRI**

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment  
of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

**Piraeus, Greece, May 2016**



Χώρος για Αφιέρωσεις

*Στην οικογένειά μου*



## **Ευχαριστίες**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Σωτήρη Καρκαλάκο, Αναπληρωτή Καθηγητή του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς, για τις υποδείξεις, την καθοδήγηση και την βοήθειά του στην ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.





## Περίληψη

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να διερευνηθεί η ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας σε μια οικονομία, ποιοι παράγοντες την επηρεάζουν και ποια η συμβολή της στην οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη. Επιπλέον εξετάζονται οι παραδοσιακές και οι νέες μορφές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων καθώς και οι οικονομικές παράμετροι που συμβάλλουν στην αύξηση του αριθμού των επιχειρηματιών μιας χώρας.



## **Abstract**

The aim of this thesis is to investigate the development of entrepreneurship in an economy, the factors which affect it and its contribution to the economic and social development. Also, it is considered the traditional and the new forms of business financing as well as the economic parameters which contribute to the increase in the number of a country's entrepreneurs.



# Περιεχόμενα

Περίληψη .....	ix
Abstract .....	xi
Περιεχόμενα .....	xiii
Κατάλογος πινάκων .....	xv
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
1.1 Τι είναι επιχειρηματικότητα; .....	1
1.2 Γιατί είναι σημαντική η επιχειρηματικότητα; .....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ .....	5
2.1. Εισαγωγή .....	5
2.2. Ανάπτυξη Χρηματοοικονομικών Αγορών και Επιχειρηματικότητα .....	6
2.2.1. Βάθος Χρηματοπιστωτικής Αγοράς (Financial Market Depth) .....	7
2.2.2. Ανταγωνισμός μεταξύ των Ενδιάμεσων Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών .....	9
2.2.3 Δομή των Ενδιάμεσων Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών και οι σχέσεις τους με τις επιχειρήσεις .....	10
2.3. Προσωπικός πλούτος και Επιχειρηματικότητα .....	12
2.3.1. Ενδογενής δημιουργία πλούτου .....	14
2.3.2. Επιδράσεις πλούτου, προτιμήσεις και διαλογή (sorting) .....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ .....	17
3.1 Εισαγωγή .....	17
3.2 Η επιχειρηματικότητα σήμερα: παράγοντες που την επηρεάζουν .....	19
3.2.1 Κανονιστικό πλαίσιο .....	19
3.2.2 Συνθήκες Αγοράς .....	21
3.2.3 Πρόσβαση στη χρηματοδότηση .....	22
3.2.4 Δημιουργία και διάχυση της γνώσης .....	22
3.2.5 Επιχειρηματικές δυνατότητες .....	23
3.3 Επιχειρηματική κουλτούρα .....	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ .....	25
4.1 Εισαγωγή .....	25
4.2 Συμβολή επιχειρηματιών σε μια οικονομία .....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ .....	29
5.1 Εισαγωγή .....	29
5.2 Παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης ΜΜΕ και επιχειρηματιών .....	30
5.3 Νέες μορφές χρηματοδότησης ΜΜΕ και επιχειρηματιών .....	33
5.3.1 Κεφαλαιακή χρηματοδότηση (Asset-based finance) .....	34
5.3.2 Χρέος (Alternative debt) .....	35
5.3.3 Χρηματοδότηση από κοινωνικές ομάδες (Crowdfunding) .....	36
5.3.4 Μικτά προϊόντα (Hybrid instruments) .....	38
5.3.5 Ίδια κεφάλαια (Equity finance) .....	39
5.3.6 Δημόσια επιδότηση (Public equity: specialised platforms for public listing of SMEs) .....	41
5.4 Εμπόδια εφαρμογής νέων μορφών χρηματοδότησης .....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ .....	55

7.1	Εισαγωγή.....	55
7.2	Αποτελέσματα Έρευνας.....	56
7.2.1	Γαλλία.....	56
7.2.2	Γερμανία.....	58
7.2.3	Ιταλία.....	59
7.2.4	Ισπανία.....	61
7.2.5	Σουηδία.....	62
7.2.6	Αγγλία.....	64
7.2.7	Μέσος όρος χωρών.....	65
7.3	Ανακεφαλαίωση.....	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....		69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....		71

## Κατάλογος πινάκων

Πίνακας 5-1 Εναλλακτικές τεχνικές εξωτερικής χρηματοδότησης ΜΜΕ και επιχειρηματιών.....	43
Πίνακας 7-1 Επιχειρηματικότητα - Μεταβλητές που αναλύονται.....	55
Πίνακας 7-2 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Γαλλία.....	56
Πίνακας 7-3 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Γερμανία.....	58
Πίνακας 7-4 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ιταλία.....	59
Πίνακας 7-5 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ισπανία.....	61
Πίνακας 7-6 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Σουηδία.....	62
Πίνακας 7-7 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Αγγλία.....	64
Πίνακας 7-8 Πολλαπλή παλινδρόμηση για τους μέσους όρους των χωρών.....	65





# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1 Τι είναι επιχειρηματικότητα;

Η έννοια της επιχειρηματικότητας, είναι πολύ πιο πλατιά από εκείνη του επιχειρηματία διότι περιλαμβάνει και πολλά άλλα άτομα εκτός από τον επιχειρηματία.

Επιχειρηματικότητα είναι η προσπάθεια μετατροπής της πρωτοβουλίας σε αποτέλεσμα και από αυτή τη διαδικασία να προκύψει οικονομικό κέρδος. Περιλαμβάνει σαν βήματα την καινοτομία, την ηγεσία, τη διαχείριση και την ανάπτυξη της πρωτοβουλίας. Υπάρχουν Οργανισμοί που προάγουν την επιχειρηματικότητα σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο, όπως το JCI (Junior Chamber International), η JADE, η EUROOPEN κα.<sup>1</sup>

Η επιχειρηματικότητα είναι η διαδικασία ανακάλυψης νέων τρόπων συνδυασμού των πόρων. Όταν η τιμή αγοράς που δημιουργείται από αυτό το νέο συνδυασμό των πόρων, είναι μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς των πόρων μεμονωμένα ή σε κάποιο άλλο συνδυασμό, τότε ο επιχειρηματίας έχει κέρδος.<sup>2</sup>

Στην επιχειρηματικότητα, που αρκετοί έχουν ονομάσει τέταρτο παραγωγικό συντελεστή, πολλοί έχουν προσδώσει διάφορα γνωρίσματα τα οποία περιγράφουν το περιεχόμενο της. Για παράδειγμα, η επιχειρηματικότητα αναφέρεται σε: ♦ παραγωγή αξιών για άλλες παραγωγικές μονάδες ή για καταναλωτές ♦ ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου ♦ μετατροπή των συντελεστών της παραγωγής σε προϊόντα ♦ ορθολογική διάθεση των στοιχείων παραγωγής ♦ πραγματοποίηση νέων συνδυασμών συντελεστών παραγωγής και συνεισφορά τους στην οικονομική πρόοδο της επιχείρησης.

---

<sup>1</sup><https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CF%80%CE%B9%CF%87%CE%B5%CE%B9%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1>

<sup>2</sup> <http://www.econlib.org/library/Enc/Entrepreneurship.html>

## 1.2 Γιατί είναι σημαντική η επιχειρηματικότητα;

Η επιχειρηματικότητα, δηλαδή η προσπάθεια για τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, προωθεί την τοπική και εθνική οικονομική ανάπτυξη, δημιουργεί νέες θέσεις εργασίας και συμβάλλει στην ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής. Ειδικότερα, έχει θετική συμβολή σε μια οικονομία διότι:

1. Συμβάλλει στη δημιουργία θέσεων εργασίας και στην ανάπτυξη. Οι νέες και μικρές επιχειρήσεις δημιουργούν όλο και περισσότερες θέσεις εργασίας έναντι των μεγάλων επιχειρήσεων (Entrepreneurship: A survey of the literature, 2002). Οι χώρες που παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη αύξηση στα ποσοστά επιχειρηματικότητας τείνουν να παρουσιάζουν και τη μεγαλύτερη μείωση των ποσοστών ανεργίας. Από την έρευνα προκύπτει ότι η επιχειρηματικότητα συμβάλλει σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη παρόλο που η αύξηση του ΑΕγχΠ επηρεάζεται και από πολλούς άλλους παράγοντες. Η επιχειρηματικότητα μπορεί, επίσης, να συμβάλλει στην ενίσχυση της οικονομικής και κοινωνικής συνοχής στις περιφέρειες εκείνες που παρουσιάζουν υστέρηση στην ανάπτυξη, στην ενθάρρυνση της οικονομικής δραστηριότητας και δημιουργίας θέσεων εργασίας ή στην ένταξη ανέργων ή μειονεκτούντων ατόμων στην ενεργό ζωή.
2. Αποτελεί βασικό παράγοντα βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας. Νέες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες, που αφορούν την ίδρυση μιας νέας επιχείρησης ή τον αναπροσανατολισμό μιας υπάρχουσας (π.χ. μετά τη μεταβίβαση μιας επιχείρησης σε ένα νέο ιδιοκτήτη), δίνουν ώθηση στην παραγωγικότητα, αυξάνουν την ανταγωνιστική πίεση, αναγκάζοντας άλλες επιχειρήσεις να αντιδράσουν βελτιώνοντας τις επιδόσεις τους ή καινοτομώντας. Οι υψηλότερες επιδόσεις ή καινοτομία των επιχειρήσεων σε επίπεδο οργάνωσης, μεθόδων, προϊόντων, υπηρεσιών ή αγορών, βελτιώνουν την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας συνολικά.
3. Απελευθερώνει τον δυναμισμό του ατόμου. Η άσκηση ενός επαγγέλματος δεν αποτελεί απλά και μόνο μέσο προσπορισμού χρημάτων. Υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή επαγγελματικής σταδιοδρομίας όπως είναι η ασφάλεια, το επίπεδο ανεξαρτησίας, η ποικιλία καθηκόντων και το

ενδιαφέρον που παρέχει η εργασία.

4. Επιχειρηματικότητα και κοινωνικές επιταγές. Οι επιχειρηματίες αποτελούν την κινητήρια δύναμη της οικονομίας της αγοράς και τα επιτεύγματα τους προσφέρουν στην κοινωνία πλούτο, θέσεις εργασίας και στους καταναλωτές ποικιλία επιλογών. Ανταποκρινόμενες στις αυξανόμενες προσδοκίες της κοινής γνώμης όσον αφορά τον αντίκτυπο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην κοινωνία και στο περιβάλλον, πολλές μεγάλες εταιρείες υιοθέτησαν επίσημες στρατηγικές για την εταιρική κοινωνική ευθύνη, που συνεπάγεται την προαιρετική ενσωμάτωση κοινωνικών και περιβαλλοντικών παραμέτρων στην επιχειρηματική πρακτική και στη συνεργασία με τα ενδιαφερόμενα μέρη εφόσον οι επιχειρήσεις αναγνωρίζουν πλέον ότι η υπεύθυνη επιχειρηματική στάση συμβάλλει στην επιχειρηματική επιτυχία. Η στάση αυτή μπορεί να περιλαμβάνει, για παράδειγμα, τη δέσμευση για την αύξηση της παραγωγικής δραστηριότητας κατά έναν φιλικό προς το περιβάλλον τρόπο ('οικολογική αποδοτικότητα') ή για το σεβασμό των θεμάτων που συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον των καταναλωτών και για την προώθηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας κατά έναν φιλικό προς τους καταναλωτές τρόπο. Η επιχειρηματικότητα μπορεί επίσης να διαδραματίσει θετικό ρόλο στην αποτελεσματική παροχή υπηρεσιών στον τομέα της υγείας, της εκπαίδευσης και της κοινωνικής πρόνοιας. Οι επιχειρήσεις της κοινωνικής οικονομίας ενθαρρύνουν τη συμμετοχή των ενδιαφερομένων μερών στη διαχείριση και παροχή παρόμοιων υπηρεσιών, βελτιώνοντας την καινοτομία και τον προσανατολισμό προς τους πελάτες. Μια παρόμοια προσέγγιση μπορεί να συμπληρώσει τους δημόσιους πόρους και να επεκτείνει το φάσμα των υπηρεσιών που προσφέρονται στους καταναλωτές.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### 2.1. Εισαγωγή

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με την επιχειρηματικότητα εστιάζει κυρίως στα εμπόδια χρηματοδότησης της.

Η εξασφάλιση επαρκής πρόσβασης σε κεφάλαια είναι ένα από τα μεγαλύτερα εμπόδια στη δημιουργία μιας start-up επιχείρησης. Η επιχειρηματικότητα θεωρείται ότι παίζει σημαντικό ρόλο στην διαδικασία της δημιουργικής ανοικοδόμησης (creative destruction) μιας οικονομίας και κατ' επέκταση στην οικονομική ανάπτυξη. Γι' αυτό το λόγο η άρση των χρηματοοικονομικών εμποδίων για τους δυνητικούς επιχειρηματίες αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο όλων των φορέων χάραξης αναπτυξιακής πολιτικής παγκοσμίως.

Η σιωπηρή παραδοχή αυτών των πολιτικών είναι ότι υπάρχουν σημαντικές τριβές στις πιστωτικές αγορές οι οποίες αποκλείουν ικανούς επιχειρηματίες με καλές ιδέες (π.χ. επενδυτικά σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία) από την είσοδο τους στις αγορές των προϊόντων, λόγω της αδυναμίας πρόσβασης σε επαρκή κεφάλαια προκειμένου να αναπτύξουν την νέα επιχειρηματική τους ιδέα. Μεγάλο μέρος της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας, επομένως, έχει επικεντρωθεί στην ανάλυση της φύσης αυτών των τριβών, την επίδραση που έχουν στην πρόσβαση για χρηματοδότηση, καθώς και τον αντίκτυπο των μειωμένων χρηματοδοτικών περιορισμών στα ποσοστά της επιχειρηματικότητας.

Υπάρχουν δύο επιστημονικά ρεύματα που εξετάζουν την συσχέτιση των χρηματοδοτικών εμποδίων και της επιχειρηματικότητας.

Το πρώτο εξετάζει την επίδραση της ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών στην επιχειρηματικότητα όπως για παράδειγμα οι διαφοροποιήσεις που παρατηρούνται μεταξύ περιοχών στο επίπεδο του ανταγωνισμού των τραπεζών, στο βάθος των πιστωτικών αγορών κ.α. και πως σχετίζονται με την πρόσβαση των νέων επιχειρηματιών σε χρηματοδοτικά κεφάλαια και τελικά τα πραγματικά ποσοστά δημιουργίας μιας start-up επιχείρησης.

Το δεύτερο επικεντρώνεται σε ατομικό επίπεδο και εξετάζει πως οι τάσεις στη

δημιουργία μιας νέας επιχείρησης σχετίζονται με τον προσωπικό πλούτο ή τις πρόσφατες αλλαγές σε αυτόν. Ειδικότερα, εξετάζει την συσχέτιση του προσωπικού πλούτου και της τάσης για αυτο-απασχόληση ή της δημιουργίας μιας νέας επιχείρησης.

Παρακάτω παρατίθεται μια επισκόπηση των βασικών συμπερασμάτων των δυο ερευνητικών ρευμάτων.

## **2.2. Ανάπτυξη Χρηματοοικονομικών Αγορών και Επιχειρηματικότητα**

Ο Joseph Schumpeter (1911), υποστήριξε ότι οι ενδιαμέσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αλλάζουν το μονοπάτι της οικονομικής προόδου επηρεάζοντας την κατανομή των αποταμιεύσεων και όχι απαραίτητα την αλλαγή του ποσοστού των αποταμιεύσεων.

Οι King and Levine (1993a,b) και Levine (1997) σημειώνουν τον ρόλο που έχει η επιχειρηματικότητα στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας και της διασύνδεσής της με την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντός της. Η δουλειά τους έφερε στο προσκήνιο το ρόλο της οικονομίας στην δημιουργική ανοικοδόμηση (creative destruction) του Schumpeter, σύμφωνα με την οποία επιχειρηματίες με νέες ιδέες και τεχνολογίες αντικαθιστούν κατεστημένους φορείς με ξεπερασμένες τεχνολογίες, με αποτέλεσμα μια συνεχή αύξηση της παραγωγικότητας και της οικονομικής ανάπτυξης.

Από την άλλη πλευρά διατυπώνεται ο αντίλογος, με υποστηρικτές τον Joan Robinson και άλλους, οι οποίοι θεωρούν ότι η ανάπτυξη της χρηματοοικονομικού τομέα και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι απόρροια της οικονομικής ανάπτυξης.

Κεντρική ιδέα σε αυτήν την άποψη είναι ότι ένα μεγάλο κλάσμα της παραγωγικότητας μιας οικονομίας λαμβάνει μέρος σε ένα εκτεταμένο πλαίσιο (π.χ. η “γέννηση” νέων επιχειρήσεων, το κλείσιμο των μη παραγωγικών) παρά σ’ ένα εντατικό (π.χ. υφιστάμενες επιχειρήσεις γίνονται περισσότερο παραγωγικές εσωτερικά).

Καθώς πολλές επιχειρήσεις χρειάζεται να αυξήσουν τα χρηματοδοτικά τους κεφάλαια προκειμένου να εφαρμόσουν τις νέες ιδέες τους, διαστρωματικές διαφορές στην ικανότητα των κεφαλαιακών αγορών να επιλέξουν και να χρηματοδοτήσουν τις

περισσότερο ελπιδοφόρες επιχειρήσεις ίσως επιφέρει σημαντικές διαφοροποιήσεις στην ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και της παραγωγικότητας ανάμεσα στις οικονομίες (Greenwood and Jovanovic 1990; Jayaratne and Strahan 1996; Levine 1997; Beck et al. 2000; Guiso et al. 2004).

Τρεις μηχανισμοί έχουν αναπτυχθεί μέσω των οποίων καταγράφονται οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί των νέων επιχειρηματιών από τις κεφαλαιακές αγορές, το βάθος της χρηματοπιστωτικής αγοράς, ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και η δομή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και η σχέση τους με τις επιχειρήσεις.

### **2.2.1. Βάθος Χρηματοπιστωτικής Αγοράς (Financial Market Depth)**

Ο πιο σημαντικός ίσως παράγοντας στην ικανότητα των νεοφυών (startups) επιχειρήσεων να συλλέξουν το απαιτούμενο κεφάλαιο για τα επενδυτικά τους σχέδια είναι το βάθος των τοπικών χρηματοπιστωτικών αγορών.

Το βάθος των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι ένα φυσικό σημείο αναφοράς της ανάπτυξης της χρηματοπιστωτικής αγοράς και της ικανότητάς της να χρηματοδοτεί επενδυτικά σχέδια εντάσεως κεφαλαίου. Τρόποι μέτρησης τους βάθους της χρηματοπιστωτικής αγοράς είναι για παράδειγμα η αναλογία των καταθέσεων των τραπεζών στο ΑΕΠ ή η κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς στο ΑΕΠ.

Για παράδειγμα, οι Rajan και Zingales (1998) έδειξαν ότι οι τομείς της βιομηχανίας με τις μεγαλύτερες ανάγκες σε εξωτερική χρηματοδότηση αναπτύσσονται γρηγορότερα σε χώρες με βαθύτερες κεφαλαιακές αγορές. Οι Fisman και Love (2003) διαπίστωσαν ότι συγκεκριμένα οι startups επιχειρήσεις “παλεύουν” να υπερπηδήσουν τις αδυναμίες ανάπτυξης των χρηματοπιστωτικών αγορών, όταν οι ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιούν την εμπορική πίστωση σαν υποκατάστατο της επίσημης χρηματοδότησης. Οι Comin και Nanda (2009) έδειξαν πως οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι startups στην συγκέντρωση κεφαλαίων επιδρούν αρνητικά στην εμπορευματοποίηση των νέων τεχνολογιών. Χρησιμοποιώντας ιστορικά δεδομένα του τραπεζικού τομέα και της διάχυσης των τεχνολογιών, βρήκαν ότι οι τεχνολογίες εντάσεως κεφαλαίου υιοθετούνται πολύ πιο γρήγορα σε σύγκριση με τις λιγότερο, σε

χώρες που βρίσκονται πάνω από ένα ορισμένο όριο στην ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα.

Η έλλειψη ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει εντοπιστεί σε διάφορους άλλους σχετικούς παράγοντες. Σε ένα πολύ βασικό επίπεδο, η προθυμία των ενδιαμέσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών να χορηγούν δάνεια σε επιχειρηματίες (και η προθυμία των καταθετών να αποταμιεύουν σε ενδιαμέσους) εξαρτάται από την οικονομική και χρηματοοικονομική νομοθεσία σε μια χώρα. Ο Paravisini (2008) έδειξε στα πλαίσια της Αργεντινής, ότι οι τράπεζες όχι μόνο αντιμετωπίζουν τριβές στην πρόσβαση τους σε εξωτερική χρηματοδότηση, αλλά και ότι οι τριβές αυτές τις εμποδίζουν από την ανάληψη κερδοφόρων επενδυτικών ευκαιριών στην πραγματική οικονομία.

Το πρόβλημα του βάθους της χρηματοπιστωτικής αγοράς μπορεί να είναι εντονότερο στις αναπτυσσόμενες χώρες αλλά και οι startups στις ανεπτυγμένες χώρες δεν είναι ανεπηρέαστες από τέτοιου είδους ζητήματα. Για παράδειγμα, οι Berkowitz και White (2004), διαπίστωσαν ότι οι τράπεζες δεν επεκτείνουν την πίστωση τους προς τις νεοφυείς (startups) επιχειρήσεις σε συνθήκες αβεβαιότητας, υπό το φόβο απώλειας των δανειακών τους κεφαλαίων σε περίπτωση αποτυχίας της επιχείρησης ή κάλυψης απέναντι στο ενδεχόμενο πτώχευσης μιας επιχείρησης.

Τα ευρήματα αυτά είναι σημαντικά ώστε να υπογραμμίσουν την σημασία των τοπικών χρηματοπιστωτικών αγορών στην επιχειρηματικότητα. Ο βαθμός ασύμμετρης πληροφόρησης που σχετίζεται με τα μικρά επιχειρηματικά κεφάλαια είναι πολύ υψηλός. Σαν αποτέλεσμα αυτού, οι ενδιαμέσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί οι οποίοι είναι ικανότεροι να ξεπεράσουν τα κόστη της εξέτασης και παρακολούθησης αυτών των κεφαλαίων είναι συνήθως τοπικοί. Βαθιές, εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές από μόνες τους ίσως δεν είναι επαρκείς για την ανακούφιση των χρηματοδοτικών περιορισμών των νεοφυών (startups) επιχειρήσεων.

Η σημασία της πρόσβασης στην τοπική χρηματοδότηση φαίνεται να είναι εξίσου σημαντική για την χρηματοδότηση των επενδυτικών κεφαλαίων όπως είναι και για την τραπεζική χρηματοδότηση. Οι Sorenson και Stuart (2001) διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι πολύ πιθανόν να χρηματοδοτήσουν επιχειρηματίες οι οποίοι βρίσκονται σε μικρή γεωγραφική απόσταση από την έδρα τους



(ή να παρέχουν χρηματοδότηση υπό την προϋπόθεση οι επιχειρηματίες να μετακομίσουν σε κοντινή απόσταση από τις επιχειρήσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων.)

### **2.2.2. Ανταγωνισμός μεταξύ των Ενδιάμεσων Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών**

Το επίπεδο του ανταγωνισμού μεταξύ των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών μπορεί να επηρεάσει τους όρους της πίστωσης των νεοφυών (startups) επιχειρήσεων όσο και το βαθμό με τον οποίο το κεφάλαιο τοποθετείται στα υψηλής ποιότητας επενδυτικά σχέδια (Levine 1997). Αυτό το ζήτημα είναι έντονο κυρίως στις αναπτυσσόμενες χώρες όπου το τραπεζικό σύστημα υποκινείται από την πολιτική (Banerjee et al. 2003; Cole 2009).

Η απορρύθμιση του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ παρέχει ένα χρήσιμο εργαλείο στην μελέτη των επιπτώσεων του τραπεζικού ανταγωνισμού στην επιχειρηματικότητα. Πριν την απελευθέρωση, οι τράπεζες των ΗΠΑ αντιμετώπισαν περιορισμούς στην γεωγραφική εξάπλωση και εντός αλλά και μεταξύ των πολιτειών. Ο πιο αυστηρός από αυτούς, γνωστός ως τραπεζική μονάδα, περιόριζε κάθε τράπεζα σ' ένα υποκατάστημα. Από τη δεκαετία του 1970 έως τα μέσα τις δεκαετίας του 1990, ο περιορισμός αυτός παύει να υφίσταται και οι τράπεζες είχαν την ικανότητα να ιδρύουν υποκαταστήματα και να εξαπλώνονται πέρα των ορίων των πολιτειών είτε μέσω νέων υποκαταστημάτων ή εξαγορών.

Ο μεγάλος τραπεζικός ανταγωνισμός και οι αγορές για εταιρικό έλεγχο (Markets for corporate control) κατά τη διάρκεια της απορρύθμισης των ΗΠΑ θεωρείται ότι παρείχαν βελτιωμένη κατανομή των πόρων επιτρέποντας στο κεφάλαιο να ρέει ελεύθερα προς τα έργα με τις υψηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, αν και ο αριθμός των τραπεζών κατά την περίοδο αυτή μειώθηκε, ο αριθμός των τραπεζικών υποκαταστημάτων αυξήθηκε σημαντικά, αντικατοπτρίζοντας μεγαλύτερο ανταγωνισμό και αυξάνοντας τις επιλογές των καταναλωτών στις τοπικές αγορές. Από μια θεωρητική άποψη, αυτές οι αναμορφώσεις είχαν μια ισχυρή θετική επίδραση στην επιχειρηματικότητα, αν οι startups αντιμετώπιζαν τους πιστωτικούς περιορισμούς. Επιπλέον, όταν οι επιχειρηματίες τυπικά

θα έχουν λιγότερες έξω-τραπεζικές επιλογές στην χρηματοδότηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων σε σύγκριση με τις υφιστάμενες επιχειρήσεις (π.χ. αγορές ομολόγων), πιο αποδοτική εναλλακτική τοποθέτηση του κεφαλαίου εντός του τραπεζικού κλάδου θα οδηγήσει σε μεγαλύτερες αυξήσεις στην είσοδο startups επιχειρήσεων σε σχέση με τις επεκτάσεις των υφιστάμενων, με την προϋπόθεση ότι οι startups θα αντιμετωπίσουν τους περιορισμούς που έχουν ως προς την ικανότητά τους να εξοικονομήσουν τα απαιτούμενα εξωτερικά κεφάλαια προκειμένου να αναπτυχθούν.

Η αύξηση του τραπεζικού ανταγωνισμού έχει τη δυνατότητα να παρεμποδίσει την δραστηριότητα των νεοφυών (startups) επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι Petersen και Rajan (1995) ισχυρίζονται ότι οι νεοφυείς (startups) επιχειρήσεις ωφελούνται από τις συγκεντρωτικές τραπεζικές αγορές (Concentrated banking markets) επειδή το μονοπώλιο στον τραπεζικό τομέα μπορεί να ασκήσει διαχρονικές διαστρωματικές χρηματοδοτήσεις των δανείων. Καθώς μια μονοπωλιακή τράπεζα μπορεί να χρεώσει πάνω από το επιτόκιο της αγοράς στις ώριμες επιχειρήσεις, μπορεί επίσης να χρεώσει χαμηλότερο επιτόκιο από αυτό της αγοράς σε νεοφυείς (startups) επιχειρήσεις. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός αδυνατεί το μερίδιο της αγοράς των τοπικών τραπεζών, μειώνει την ικανότητά τους να δανείζουν με επιτόκιο πάνω από αυτό της αγοράς καθώς και αποδυναμώνει τα κίνητρα για την επιδότηση νεοεισερχόμενων. Παρά αυτή την πιθανότητα, η ισχυρή ελαστικότητα της εισόδου σε σχέση με τις μεταρρυθμίσεις υποδηλώνει ότι η πρωταρχική επίπτωση της αύξησης του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών ήταν η διευκόλυνση της παροχής φθηνών πιστώσεων και η καλύτερη κατανομή του κεφαλαίου σε νέα επενδυτικά σχέδια.

### **2.2.3 Δομή των Ενδιάμεσων Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών και οι σχέσεις τους με τις επιχειρήσεις**

Οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί έχουν ένα σημαντικό ρόλο, αποφασίζοντας ποια επενδυτικά σχέδια θα χρηματοδοτηθούν και ελέγχοντας τα μετά την χρηματοδότησή τους. Καθώς για τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς το κόστος απόκτησης πληροφορήσης για τους δανειζόμενους αυξάνει, γίνεται δυσκολότερη η χρηματοδότησή τους επικερδώς. Από αυτή την άποψη, οι υφιστάμενες επιχειρήσεις

έχουν, πολλά πλεονεκτήματα όπως δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, μεγαλύτερη εγγύηση για την χορήγηση νέων δανείων και δυνητικά την δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν εν μέρει, μια επέκταση, μέσω αδιανέμητων κερδών. Από την άλλη πλευρά όμως, η ασύμμετρη πληροφόρηση και τα περιορισμένα περιουσιακά στοιχεία είναι περιοριστικοί παράγοντες ιδιαίτερα έντονοι για τους δυνητικούς επιχειρηματίες, με αποτέλεσμα καλά επενδυτικά σχέδια να μην χρηματοδοτούνται εξαιτίας της αδυναμίας των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών να τους αξιολογήσουν αποτελεσματικά.

Οι Stiglitz και Weiss (1981) οριοθέτησαν τους λόγους για τους οποίους τα κόστη πληροφόρησης, αξιολόγησης και ελέγχου των νεοφυών (startups) επιχειρήσεων δεν μπορούν να ξεπεραστούν πλήρως από την αύξηση των επιτοκίων. Παρατήρησαν ότι τα αυξανόμενα επιτόκια μπορεί να αποδειχτούν μια δυσμενής επιλογή, καθώς μόνο οι επιχειρηματίες που επενδύουν σε πιο ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχέδια θα συμφωνήσουν σε αυτούς τους όρους του τραπεζικού δανείου. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι τράπεζες θα αντιμετωπίσουν μεγαλύτερες πιθανότητες αθέτησης, καθιστώντας τα δάνεια μη κερδοφόρα. Έτσι οι καινοτομίες στον χρηματοπιστωτικό τομέα με τα χαμηλότερα κόστη πληροφόρησης μπορεί να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη μείωση των χρηματοδοτικών περιορισμών για τους επιχειρηματίες.

Πολλοί μελετητές διαπιστώνουν ότι οι στενοί δεσμοί μεταξύ των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και των επιχειρήσεων μειώνουν τις ασυμμετρίες πληροφόρησης και τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς. Για παράδειγμα, οι Petersen και Rajan (1994) και Berger και Udell (1995) διαπίστωσαν ότι οι δανειζόμενοι με τις μεγαλύτερες διαχρονικές τραπεζικές σχέσεις είναι λιγότερο πιθανόν να καταφύγουν σε εξασφαλίσεις ενέχυρου ή ακριβών εμπορικών πιστώσεων και ως εκ τούτου περιορίζονται λιγότερο στις επενδυτικές τους αποφάσεις από τις επιχειρήσεις με μικρότερες τραπεζικές σχέσεις. Σχετικές μελέτες υποδεικνύουν ότι οι μικρές και αποκεντρωμένες τράπεζες - όπου οι διευθυντές των υποκαταστημάτων έχουν μεγαλύτερη εξουσία στην εκδίκαση δικαστικών αποφάσεων - είναι περισσότερο πιθανόν να δανείζουν νεοφυείς (startups) ή μικρές επιχειρήσεις. Αυτές οι τράπεζες έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα στην αξιολόγηση των πληροφοριών που λαμβάνουν. Επίσης, οι διευθυντές αυτών των τραπεζών έχουν την δυνατότητα να δρουν στις σχετικές πληροφορίες απ' ότι οι διευθυντές των μεγάλων

τραπεζών, στις οποίες οι αποφάσεις λαμβάνονται κεντρικά.

Για παράδειγμα, οι Canales και Nanda (2011) διαπιστώνουν ότι οι αποκεντρωμένες τράπεζες - όπου ο διευθυντής έχει αυτονομία στις δανειακές αποφάσεις - δίνουν μεγαλύτερα δάνεια σε μικρότερες επιχειρήσεις και με μικρή σχετικά πληροφόρηση. Η “σκοτεινή πλευρά” των αποκεντρωμένων τραπεζών υπογραμμίζουν, είναι ότι το επίπεδο του τραπεζικού ανταγωνισμού είναι το κλειδί το οποίο καθορίζει ποια οργανωτική δομή παρέχει καλύτερους δανειακούς όρους σε μικρές επιχειρήσεις. Οι Bozkaya και Kerr (2007) δείχνουν ότι χώρες με ισχυρή νομοθεσία στην προστασία της απασχόλησης - όπου η απόλυση εργαζομένων είναι πολύ δύσκολη - έχουν ασθενέστερη σχέση επιχειρηματικών κεφαλαίων και ιδιωτικών μετοχικών αγορών. Τα ευρήματά τους υποδηλώνουν ότι θεσμικά περιβάλλοντα έχουν σε πρώτο βαθμό επιπτώσεις στην παρουσία και στην δομή ορισμένων τύπων ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και, ως εκ τούτου στη διαθεσιμότητα κεφαλαίου εκκίνησης σε ορισμένους τύπους βιομηχανιών.

### **2.3. Προσωπικός πλούτος και Επιχειρηματικότητα**

Το δεύτερο ερευνητικό ρεύμα των χρηματοδοτικών περιορισμών και της επιχειρηματικότητας αναλύει την τάση των ατόμων να αναπτύσσουν επιχειρηματική δραστηριότητα ανάλογα με την προσωπική οικονομική τους κατάσταση.

Οι επιχειρηματίες τείνουν να είναι πλουσιότεροι από αυτούς που εργάζονται ως έμμισθοι. Για παράδειγμα, οι Gentry και Hubbard (2004) παρατήρησαν ότι οι επιχειρηματίες στις ΗΠΑ αποτελούν λιγότερο από το 9% των νοικοκυριών αλλά κατέχουν το 38% των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών και το 39% του συνολικού καθαρού πλούτου. Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν είναι μόνο οι επιχειρηματίες πλουσιότεροι αλλά και οι πλούσιοι είναι πολύ πιθανόν να γίνουν επιχειρηματίες.

Το μοντέλο ώστε να κατανοηθεί η σχέση ανάμεσα στον ατομικό πλούτο και την επιχειρηματικότητα αναπτύχθηκε από τους Evans και Jovanovic (1989). Στο μοντέλο τους, το ποσό που μπορεί να δανειστεί ένα άτομο για να χρηματοδοτήσει μια επένδυση

είναι συνάρτηση του προσωπικού του πλούτου. Αν το ποσό που ο επιχειρηματίας χρειάζεται να δανειστεί προκειμένου να χρηματοδοτήσει μια νέα επιχειρηματική δραστηριότητα είναι ικανοποιητικό, τότε ο επιχειρηματίας δεν αντιμετωπίζει περιορισμούς. Από την άλλη πλευρά, αν ο επιχειρηματίας χρειάζεται να επενδύσει περισσότερα από αυτά που μπορεί να δανειστεί, τότε οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί οδηγούν σε μια μη βέλτιστη επένδυση. Δεδομένου ότι η επιλογή των επιχειρηματικών σχεδίων είναι θετική συνάρτηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων, μερικά επιχειρηματικά σχέδια τα οποία θα μπορούσαν να είναι κερδοφόρα για έναν επιχειρηματία χωρίς περιορισμούς, γίνονται μη επικερδή για κάποιον με περιορισμούς στην χρηματοδότηση.

Έτσι, η κεντρική πρόβλεψη αυτού του μοντέλου είναι ότι η τάση να γίνει κάποιος επιχειρηματίας είναι συνάρτηση του προσωπικού του πλούτου αν οι δυνητικοί επιχειρηματίες αντιμετωπίζουν πιστωτικούς περιορισμούς. Οι πλούσιοι είναι λιγότερο πιθανόν να αντιμετωπίσουν χρηματοδοτικούς περιορισμούς κατά την ανάπτυξη ενός επενδυτικού σχεδίου.

Από τη άλλη πλευρά, η μηδενική σχέση ανάμεσα στον πλούτο και στην επιχειρηματικότητα θα υποστήριζε ότι οι δανειακοί περιορισμοί δεν είναι δεσμευτικοί για τους δυνητικούς επιχειρηματίες. Παρατηρώντας αν υπάρχει αυστηρή συσχέτιση μεταξύ του προσωπικού πλούτου και της τάσης να γίνει κάποιος επιχειρηματίας, μπορεί να αναδειχθεί η φύση των χρηματοδοτικών περιορισμών σε μια οικονομία.

Οι Evans και Jovanovic (1989) εκτιμώντας το μοντέλο τους, ισχυρίζονται ότι η θετική σχέση ανάμεσα στον προσωπικό πλούτο και την είσοδο στην επιχειρηματικότητα μπορεί να αποτελέσει ένα αποδεικτικό στοιχείο της αποτυχίας της αγοράς, καθώς άτομα με καινοτόμες ιδέες αλλά λιγότερο πλούσια αποκλείονται από την επιχειρηματικότητα λόγω έλλειψης απαιτούμενων οικονομικών πόρων ώστε να χρηματοδοτήσουν την επένδυσή τους.

Καθώς η μηδενική υπόθεση ανάμεσα στον προσωπικό πλούτο και την επιχειρηματικότητα υποδεικνύει την έλλειψη χρηματοδοτικών περιορισμών, οι Evans και Jovanovic (1989) παρατηρούν ότι η απαρατήρητη ετερογένεια μπορεί να οδηγήσει, στις εμπειρικές μελέτες, σε μια “πλαστική” συσχέτιση ανάμεσα στον προσωπικό πλούτο και την επιχειρηματικότητα, ακόμα και αν τα άτομα δεν αντιμετωπίζουν χρηματοδοτικούς περιορισμούς. Δύο είναι οι κύριες αιτίες αυτής της συσχέτισης, η ενδογενής δημιουργία

πλούτου και οι επιδράσεις του πλούτου, οι προτιμήσεις και η διαλογή (sorting).

### **2.3.1. Ενδογενής δημιουργία πλούτου**

Στο μοντέλο των Evans και Jovanovic (1989), η επιστροφή στην επιχειρηματικότητα είναι μεγαλύτερη για τα άτομα με υψηλές ικανότητες. Μια μικρή ανησυχία για τα εμπειρικά ευρήματα τα οποία δείχνουν ότι τα πλουσιότερα άτομα γίνονται επιχειρηματίες, είναι ότι η συσσώρευση προσωπικού πλούτου είναι ενδογενής. Αυτό σύμφωνα με την έρευνα, συμβαίνει γιατί άτομα με υψηλές ικανότητες είναι πιθανότερο να αποταμιεύουν (γιατί αμείβονται καλύτερα από το μέσο εργαζόμενο) και συνεπώς να γίνουν επιχειρηματίες. Επομένως, η συσχέτιση μεταξύ του προσωπικού πλούτου και της επιχειρηματικότητας ίσως αντανάκλα αυτό το απαρατήρητο χαρακτηριστικό παρά την αιτιώδη επίδραση των χρηματοδοτικών περιορισμών (Holtz-Eakin et al. 1994; Blanchflower and Oswald 1998). Μια παρόμοια ανησυχία ίσως ισχύει και για τα αποτελέσματα τα οποία υποδεικνύουν ότι τα λιγότερο πλούσια άτομα ξεκινούν μικρότερες επιχειρήσεις (Cabral and Mata 2003).

Για να αντιμετωπίσουν αυτές τις ανησυχίες οι ερευνητές προσπάθησαν να βρουν εξωγενείς κλυδωνισμούς στον προσωπικό πλούτο και να μελετήσουν τις επιδράσεις τους στην επιλογή για επιχειρηματικότητα. Οι Blanchflower and Oswald (1998) βρήκαν ότι τα κληροδοτήματα αυξάνουν την πιθανότητα ανάπτυξης της αυτο-απασχόλησης κυρίως στους νεότερους εργαζόμενους οι οποίοι είναι πιθανότερο να αποταμιεύουν λιγότερο. Ομοίως, οι Holtz-Eakin et al., (1994) εξέτασαν την αυτο-απασχόληση συναρτήσει των κληροδοτημάτων και διαπίστωσαν ότι όσοι λαμβάνουν κληροδοτήματα έχουν λιγότερες πιθανότητες να αποτύχουν και καλύτερη συνολική απόδοση της επιχείρησής τους όσο συνεχίζουν τη δραστηριότητά τους.

Παρόλα αυτά οι Blanchflower and Oswald (1998) σημειώνουν, την επιφύλαξη ότι τα κληροδοτήματα ίσως να μην είναι πραγματικά εξωγενής μεταβλητή στην αναζήτηση της συσχέτισης του προσωπικού πλούτου και της επιχειρηματικότητας. Για παράδειγμα, στα κληροδοτήματα μπορεί να περιλαμβάνονται οι οικονομικοί προϋπολογισμοί των παιδιών. Τα παιδιά πλούσιων οικογενειών ίσως επιλέγουν να καταναλώσουν περισσότερα σήμερα και να επενδύσουν σε μια επιχείρηση όταν λαμβάνουν ένα κληροδοτήμα.

### **2.3.2   Επιδράσεις πλούτου, προτιμήσεις και διαλογή (sorting)**

Μια δεύτερη πηγή της “πλαστής” συσχέτισης προέρχεται από το γεγονός ότι οι παρατηρήσιμες και μη, ατομικές ικανότητες και προτιμήσεις για επιχειρηματικότητα μπορεί συστηματικά να συσχετίζονται με τον προσωπικό πλούτο. Για παράδειγμα, τα πλούσια άτομα μπορεί να έχουν χαμηλότερη απόλυτη αποστροφή κινδύνου κάνοντας αυτούς περισσότερο πιθανόν να γίνουν επιχειρηματίες (Evans and Jovanovic 1989; Khilstrom and Laffont 1979). Τα άτομα μπορεί ακόμη να έχουν μια προτίμηση να είναι αφεντικά του εαυτού τους που μεγαλώνει όσο μεγαλύτερος είναι ο προσωπικός τους πλούτος (Hurst and Lusardi 2004). Περαιτέρω, αν οι πλούσιοι είναι περισσότερο ικανοί να διευρύνουν τα βασικά δίκτυα τους τα οποία τους βοηθούν να κερδίζουν πρόσβαση σε σπάνιες πηγές, η σχετική ικανότητα των ατόμων ως επιχειρηματίες συγκρινόμενη με το μισθό ενός εργαζομένου μπορεί συστηματικά να αλλάξει όσο πλουσιότερος γίνεται κάποιος - ανεξάρτητα από την απόλυτη ικανότητά του σε κάθε τομέα. Αυτό πιθανότερα να κάνει τα πλουσιότερα άτομα να επιλέγουν την επιχειρηματικότητα ακόμη και αν τα λιγότερο πλούσια δεν αντιμετωπίζουν χρηματοδοτικούς περιορισμούς.





## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

### 3.1 Εισαγωγή

Σύμφωνα με έκθεση του ΟΟΣΑ “Entrepreneurship at a Glance 2013”, η επιχειρηματικότητα αποτελεί σημαντική πηγή της καινοτομίας, αλλά και της ανάπτυξης και της απασχόλησης σε μια οικονομία. Η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση είχε ως αντίκτυπο αυστηρότερους χρηματοδοτικούς περιορισμούς για τις επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα να επηρεαστεί όχι μόνο η δημιουργία νέων επιχειρήσεων αλλά να παρεμποδιστεί η περαιτέρω ανάπτυξη και λειτουργία των υφιστάμενων νεοφυών (startups) επιχειρήσεων, καθώς και η ικανότητά τους να επιβιώνουν στις δύσκολες συνθήκες της αγοράς.

Η σημαντικά υψηλή αύξηση της αναγκαστικής παύσης της λειτουργίας πολλών επιχειρήσεων, ειδικά μικρομεσαίων, επιβάλλει την ανάγκη να διερευνηθούν οι παράγοντες/δείκτες οι οποίοι επηρεάζουν την επιχειρηματικότητα και να ληφθούν σοβαρά υπόψη στην χάραξη των μελλοντικών πολιτικών για αυτήν.

Σύμφωνα με την έκθεση:

1. τα ποσοστά των start-up παραμένουν χαμηλά σε προ κρίσης επίπεδα σε πολλές χώρες, κυρίως στην Ευρωζώνη. Υπάρχουν αμυδρές ενδείξεις για βελτίωση αυτών των επιπέδων σε ορισμένες χώρες, όπως η Αυστραλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά φαίνεται να έχουν υψηλά ποσοστά αποτυχίας. Επιπλέον, ένας όχι και τόσο αμελητέος παράγοντας της αύξησης του ποσοστού επιχειρηματικότητας σε μια χώρα, είναι η αύξηση της αυτοαπασχόλησης, η οποία μπορεί να υποδεικνύει στρατηγικές προσαρμογής παρά επιχειρηματικότητας.
2. Λίγες επιχειρήσεις είχαν σημαντική ανάπτυξη κατά τη διάρκεια της κρίσης. Το μερίδιο των υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεων έπεσε μεταξύ του 2%-4% το 2010, κάτω από τα επίπεδα του 2006 σε όλες τις χώρες του ΟΟΣΑ (3,5%-

6%).

3. Η στάση απέναντι στις επιχειρηματικές αποτυχίες έχει γίνει περισσότερο θετική. Η κρίση φαίνεται να έχει αυξήσει την ευαισθητοποίηση σχετικά με την συσχέτιση των επιχειρηματιών με την ανάπτυξη και την απασχόληση και ταυτόχρονα φαίνεται να μην είναι τόσο έντονο πλέον το «στίγμα» της ενδεχόμενης επιχειρηματικής αποτυχίας. Ολοένα και αυξάνεται η αναγνώριση ότι θα πρέπει να δίνεται μια δεύτερη ευκαιρία στους επιχειρηματίες που αποτυγχάνουν.
4. Οι νέοι είναι περισσότερο θετικοί στο ενδεχόμενο να δημιουργήσουν τη δική τους επιχείρηση στο κοντινό μέλλον, παρόλο που τα ποσοστά της νεανικής επιχειρηματικότητας παραμένουν χαμηλά, κατά μέσο όρο στο 4%.
5. Το φύλλο παραμένει ένας σημαντικός παράγοντας στην επιχειρηματικότητα. Η γυναικεία επιχειρηματικότητα παραμένει λιγότερο εφικτή σε σχέση με τους άντρες επιχειρηματίες. Οι γυναίκες που αυτοαπασχολούνται κερδίζουν κατά μέσο όρο 35% λιγότερο, σε όλες τις χώρες, απ' ότι οι άντρες αυτοαπασχολούμενοι. Οι διαφορές είναι ευρύτερες στην απασχόληση όπου είναι κατά μέσο όρο 15%.
6. Η επιχειρηματικότητα και τα προγράμματα σπουδών. Η αντίληψη για το ρόλο που η σχολική εκπαίδευση θα μπορέσει να βοηθήσει την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας, διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στην Βραζιλία, Νορβηγία και Πορτογαλία πάνω από το 75% των ενηλίκων αναγνωρίζουν το ρόλο που παίζει η σχολική εκπαίδευση, όταν στην Ιαπωνία το αντίστοιχο ποσοστό είναι κάτω από 20%. Σε πολλές ωστόσο χώρες η αντίληψη της σχολικής εκπαίδευσης όσο και η ενθάρρυνση του επιχειρηματικού πνεύματος είναι αισθητά υψηλότερη από την αντίληψη του ρόλου της στην παροχή δεξιοτήτων που επιτρέπουν στα άτομα να δημιουργήσουν τη δική τους επιχείρηση.

Η έκθεση εξετάζει μια σειρά δεικτών που επηρεάζουν τις επιχειρηματικές επιδόσεις σε διάφορες χώρες.<sup>3</sup> Με βάση διαθέσιμα στοιχεία από κάθε χώρα και το βαθμό

---

<sup>3</sup> Οι δείκτες της επιχειρηματικής απόδοσης, υπολογίστηκαν από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία, και παρουσιάζονται για τις ακόλουθες χώρες: Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Βραζιλία, Βουλγαρία, Καναδά,

ωριμότητας αυτών των στοιχείων, οι παράγοντες που διαπιστώνεται να έχουν καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας σε μια χώρα εντάσσονται στις εξής κατηγορίες:

1. Κανονιστικό Πλαίσιο
2. Συνθήκες Αγοράς
3. Πρόσβαση στη Χρηματοδότηση
4. Δημιουργία και Διάχυση της Γνώσης
5. Επιχειρηματικές δυνατότητες
6. Επιχειρηματική κουλτούρα

### **3.2 Η επιχειρηματικότητα σήμερα: παράγοντες που την επηρεάζουν**

Αναλυτικά, σύμφωνα με την έκθεση του ΟΟΣΑ, οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιχειρηματικότητα σε καθεμία από τις γενικές κατηγορίες που αναφέρονται στην προηγούμενη ενότητα, είναι οι εξής:

#### **3.2.1 Κανονιστικό πλαίσιο**

Οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται σε αυτήν την κατηγορία είναι ο διοικητικός φόρτος, οι κανονισμοί πτώχευσης, το νομικό πλαίσιο, η υγεία και κοινωνική ασφάλιση, οι φόροι εισοδήματος/πλούτος/κληροδοτήματα, οι φόροι επιχειρήσεων και κεφαλαίου και οι πατέντες. Ειδικότερα:

Ο *διοικητικός φόρτος* αφορά όλες τις διαδικασίες που απαιτούνται για την είσοδο και ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων σε μια οικονομία και κατά κύριο λόγο σχετίζεται με i) το βάρος των κρατικών ρυθμίσεων δηλαδή την συμμόρφωση των επιχειρήσεων με τις διοικητικές απαιτήσεις (άδειες, κανονισμοί, υποβολή εκθέσεων), ανάλογα με το θεσμικό καθεστώς της κάθε χώρας, ii) τα κόστη που απαιτούνται για το ξεκίνημα μιας επιχείρησης, ως ποσοστό του κατά κεφαλήν Ακαθάριστου Εθνικού Εισοδήματος, iii) το

---

Τσεχική Δημοκρατία, Δανία, Εσθονία, Φινλανδία, Ουγγαρία, Ισραήλ, Ιταλία, Κορέα, Λετονία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Μεξικό, Ολλανδία, Νέα Ζηλανδία, Νορβηγία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σλοβακία, Σλοβενία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία και Ηνωμένες Πολιτείες.

ελάχιστο κεφάλαιο που απαιτείται για το ξεκίνημα μιας επιχείρησης και συγκεκριμένα το ελάχιστο καταβεβλημένο, σε τραπεζικό ίδρυμα, κεφάλαιο το οποίο αποτελεί προϋπόθεση για την έναρξη μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας, iv) τον απαιτούμενο χρόνο (αριθμό ημερών) για το ξεκίνημα μιας επιχείρησης, v) τον αριθμό των απαραίτητων διαδικασιών για την έναρξη μιας επιχείρησης, βιομηχανικής ή εμπορικής, vi) τον χρόνο που απαιτείται για την προετοιμασία και την καταβολή όλων των οικονομικών και φορολογικών θεμάτων όπως πληρωμή φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων, ΦΠΑ κλπ.

Οι *κανονισμοί πτώχευσης* αφορούν τον πραγματικό χρόνο και κόστος κλεισίματος μιας επιχείρησης, καθώς και το bankruptcy recovery rate μιας επιχείρησης δηλαδή το μέρος των χρημάτων που ανακτούν οι πιστωτές, φορολογικές αρχές και εργαζόμενοι από μια αφερέγγυα επιχείρηση.

Το *νομικό πλαίσιο* σχετίζεται i) με την εφαρμογή συμβάσεων και ειδικότερα το κόστος που καταχωρείται ως % της αξίωσης και περιλαμβάνει τρία είδη κόστους: δικαστικά έξοδα, κόστος εφαρμογής και μέση δικαστική αμοιβή, ii) τον αριθμό των διαδικασιών που απαιτούνται όπως, υποβολή της υπόθεσης, εκδίκαση και ετυμηγορία, επιβολή της απόφασης, iii) τον χρόνο που μεσολαβεί από τη στιγμή που ο ενάγων θα καταθέσει την αγωγή στο δικαστήριο μέχρι την τελική πληρωμή, iv) την δυσκολία στη διαδικασία απόλυσης/πρόσληψης προσωπικού, v) την ευκολία στην πρόσληψη ξένου εργατικού δυναμικού, vi) την ακαμψία του δείκτη των ωρών εργασίας π.χ. νυκτερινή εργασία, εργασία τα σαββατοκύριακα, μέρες εβδομαδιαίας εργασίας (5 ή περισσότερες), ώρες ημερήσιας εργασίας (μπορούν να επεκταθούν σε 12 συμπεριλαμβανομένων των υπερωριών), ημέρες διακοπών ετησίως (21 ημέρες ή λιγότερο).

Η *υγεία και κοινωνική Ασφάλιση* περιλαμβάνει την δημόσια δαπάνη για την υποστήριξη της ανεργίας και την δημόσια ιατροφαρμακευτική περίθαλψη.

Οι *Φόροι εισοδήματος/Πλούτος/Κληροδοτήματα* αφορούν i) τον μέσο φόρο εισοδήματος συν τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης ως ποσοστό του ακαθάριστου μισθού, ii) τον μέγιστο οριακό φόρο εισοδήματος συν τις εργοδοτικές εισφορές ως ποσοστό του ακαθάριστου μισθού, iii) τα έσοδα από τους φόρους κληροδοτημάτων καθώς και iv) τα έσοδα από φόρους περιουσίας.

Οι *Φόροι επιχειρήσεων και κεφαλαίου* περιλαμβάνουν i) τα ποσοστά φορολόγησης

μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ii) την φορολόγηση εσόδων νομικών προσώπων, iii) την φορολόγηση μερισμάτων – ανώτατο όριο οριακού φορολογικού συντελεστή και iv) την φορολόγηση δικαιωμάτων προαίρεσης.

Τέλος, οι *Πατέντες/Πρότυπα* περιλαμβάνουν τα δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας που αφορούν την προστασία της πνευματικής ιδιοκτησίας καθώς και τα δικαιώματα ιδιοκτησίας περιλαμβανομένων και των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.

### **3.2.2 Συνθήκες Αγοράς**

Η δεύτερη κατηγορία είναι οι συνθήκες αγοράς και αφορούν την πρόσβαση σε ξένες αγορές, τον βαθμό της δημόσιας παρέμβασης και την ιδιωτική ζήτηση. Καθεμία από αυτές τις μεταβλητές περιλαμβάνει:

Η *Πρόσβαση σε ξένες αγορές* αφορά τους περιορισμούς στις εξαγωγές και τις εισαγωγές, οι οποίοι προσδιορίζονται με βάση α) τον αριθμό των εγγράφων που απαιτούνται για την εξαγωγή προϊόντων, β) τον αριθμό των υπογραφών που απαιτούνται για την εξαγωγή των προϊόντων, γ) τον χρόνο που απαιτείται για την συμμόρφωση με όλες τις απαραίτητες διαδικασίες για την εξαγωγή των προϊόντων.

Ο *βαθμός της δημόσιας παρέμβασης* αρχικά σχετίζεται με τις κυβερνητικές επιχειρήσεις και επενδύσεις. Η παράμετρος αυτή μετράται με τον αριθμό, τη σύνθεση και το μερίδιο της παραγωγής που προέρχεται από κρατικές επιχειρήσεις καθώς και από τις κρατικές επενδύσεις ως ποσοστό της συνολικής επένδυσης μιας χώρας. Επίσης, σχετίζεται με τους περιορισμούς στη χορήγηση αδειών. Η παράμετρος αυτή λαμβάνει υπόψη τον αριθμό των ημερολογιακών ημερών που απαιτούνται ώστε να χορηγηθεί μια άδεια καθώς και το κόστος απόκτησης της. Τέλος, σχετίζεται με τον έλεγχο τιμών. Ο δείκτης αυτός μετρά το βαθμό στον οποίο οι τιμές καθορίζονται από την αγορά ή από κυβερνητική παρέμβαση.

Η *ιδιωτική ζήτηση* σχετίζεται με την επιτήδευση του αγοραστή. Πρόκειται για έναν δείκτη ο οποίος μετρά τις αγοραστικές αποφάσεις και τις παραμέτρους από τις οποίες αυτές εξαρτώνται, π.χ. χαμηλότερη τιμή ή περισσότερο εμπεριστατωμένη ανάλυση.

### **3.2.3 Πρόσβαση στη χρηματοδότηση**

Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει την πρόσβαση στη χρηματοδότηση χρέους, την πρόσβαση σε επιχειρηματικά δάνεια και την πρόσβαση στην χρηματιστηριακή αγορά.

Η *πρόσβαση στη χρηματοδότηση χρέους* σχετίζεται με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, τις εγχώριες πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα (ο δείκτης αναφέρεται σε οικονομικούς πόρους που παρέχονται προς τον ιδιωτικό τομέα - όπως μέσω δανείων, αγορές μη μετοχικών αξιών, και εμπορικών πιστώσεων και άλλων εισπρακτέων λογαριασμών - που καθιερώνουν αξίωση επιστροφής), την ευκολία πρόσβασης σε δανειοδότηση, το περιθώριο επιτοκίου, τον δείκτη νόμιμων δικαιωμάτων (είναι ο βαθμός στον οποίον οι νόμοι εγγυήσεων και πτωχεύσεων διευκολύνουν τη δανειοδότηση) και τέλος το μερίδιο των δανείων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στα επιχειρηματικά δάνεια.

Η *πρόσβαση σε επιχειρηματικά δάνεια* περιλαμβάνει την διαθεσιμότητα επιχειρηματικών κεφαλαίων και τις επενδύσεις με ιδιωτικά κεφάλαια σε νέες επιχειρήσεις με καινοτόμες ιδέες και αναπτυξιακή δυναμική.

Η μεταβλητή των *χρηματιστηρίων* σχετίζεται με την κεφαλαιοποίηση της πρωτογενούς αγοράς μετοχών σε σχέση με το ΑΕΠ της χώρας, την προστασία του επενδυτή (π.χ. διαφάνεια συναλλαγών) και την κεφαλαιοποίηση των πρόσφατα εισηγμένων εταιρειών σε σχέση με το ΑΕΠ της χώρας.

### **3.2.4 Δημιουργία και διάχυση της γνώσης**

Η κατηγορία αυτή αφορά την δραστηριότητα μια χώρας σε επενδύσεις σε έρευνα και τεχνολογία, στη μεταφορά μη εμπορικής γνώσης, στη συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων, στη διαθεσιμότητα τεχνολογίας και αφομοίωση. Αναλυτικότερα:

Η μεταβλητή *δραστηριότητα Έρευνας και Τεχνολογίας* αφορά την δαπάνη επιχειρήσεων σε έρευνα και τεχνολογία (BERD), την κυβερνητική δαπάνη σε έρευνα και τεχνολογία (GERD), την δαπάνη τριτοβάθμιας εκπαίδευσης σε έρευνα και τεχνολογία (HERD), την διεθνή συνεργασία μεταξύ των αιτήσεων διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας τα οποία απονέμονται βάσει της κατοικίας των εφευρετών, την

ιδιωτική χρηματοδότηση δραστηριοτήτων έρευνας και τεχνολογίας και την δημόσια χρηματοδότηση δραστηριοτήτων έρευνας και τεχνολογίας.

Η μεταφορά μη εμπορικής γνώσης σχετίζεται i) με την έρευνα στον τομέα της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης χρηματοδοτούμενη από επιχειρήσεις, ii) το μερίδιο των πατεντών που ανήκουν στα Πανεπιστήμια, iii) τα πανεπιστήμια και τους δημόσιους ερευνητικούς οργανισμούς ως πηγές καινοτομίας και iv) τη συνεργασία πανεπιστημίου και βιομηχανίας.

Η συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων αφορά την συνεργασία μικρομεσαίων επιχειρήσεων ως πηγή καινοτομίας.

Τέλος η διαθεσιμότητα τεχνολογίας και αφομοίωση περιλαμβάνει i) τον κύκλο εργασιών μιας επιχείρησης από το ηλεκτρονικό εμπόριο, ii) τις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν την ηλεκτρονική διακυβέρνηση, iii) τη δαπάνη σε τεχνολογίες πληροφοριών και επικοινωνιών όπως σε τεχνολογικό εξοπλισμό, λογισμικό και υπηρεσίες και τέλος iv) την δαπάνη σε τεχνολογίες πληροφοριών και επικοινωνιών στις τηλεπικοινωνίες και στις μεταφορές.

### **3.2.5 Επιχειρηματικές δυνατότητες**

Η κατηγορία επιχειρηματικές δυνατότητες περιλαμβάνει την διασύνδεση της επιχειρηματικότητας και της εκπαίδευσης, και την μετανάστευση.

Η μεταβλητή *επιχειρήσεις και εκπαίδευση στην επιχειρηματικότητα* σχετίζεται με i) τον αριθμό των διεθνών φοιτητών στην τριτοβάθμια εκπαίδευση, ii) τον πληθυσμό με τριτοβάθμια εκπαίδευση και συγκεκριμένα το % του πληθυσμού 24-35 ετών με τριτοβάθμια εκπαίδευση και συμμετοχή σε ερευνητικά προγράμματα, iii) την ποιότητα των σχολών διοίκησης, iv) την εκπαίδευση στη δημιουργία μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια φοίτησης, v) την εκπαίδευση στη δημιουργία μιας επιχείρησης μετά τη φοίτηση.

Η μετανάστευση σχετίζεται με τις εισροές ξένου εργατικού δυναμικού, με τους μετανάστες με τριτοβάθμια εκπαίδευση, την αυτο-απασχόληση στον τόπο γέννησης και τα αποθέματα ξένου εργατικού δυναμικού.

### 3.3 Επιχειρηματική κουλτούρα

Η επιχειρηματική κουλτούρα που υπάρχει σε μια χώρα αποτελεί έναν ξεχωριστό παράγοντα δημιουργίας και ανάπτυξης του επιχειρηματικού κλίματος σε μια οικονομία και αφορά κυρίως:

- Την ελκυστικότητα της αυτο-απασχόλησης η οποία σχετίζεται με τον αριθμό των ατόμων που επιθυμούν να γίνουν αυτοαπασχολούμενοι μέσα στα επόμενα 5 χρόνια.
- Την επιχειρηματική πρόθεση η οποία μετράται ως το % των ατόμων 18-64 ετών τα οποία προτίθεται να δημιουργήσουν μια επιχείρηση στα επόμενα τρία χρόνια.
- Το επιχειρηματικό κίνητρο ως το % των επιχειρηματιών σε πρώιμο στάδιο που είχαν ως κίνητρο είτε α) την επιθυμία για ανεξαρτησία ή β) την επιθυμία να αυξήσουν το εισόδημά τους.
- Την επιχειρηματικότητα μεταξύ διευθυντικών στελεχών.
- Την εικόνα των επιχειρηματιών.
- Τον φόβο της αποτυχίας ο οποίος σχετίζεται με το ποσοστό του μη-επιχειρηματικά ενεργού πληθυσμού ηλικίας 18-64 ετών που βλέπει καλές ευκαιρίες για να ξεκινήσει μια επιχείρηση, αλλά ο φόβος της αποτυχίας εμποδίζει την έναρξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- Τις καλές συνθήκες για το ξεκίνημα μιας επιχείρησης και αφορά το ποσοστό του μη-επιχειρηματικά ενεργού πληθυσμού ηλικίας 18-64 ετών που βλέπει καλές ευκαιρίες για την έναρξη μιας επιχείρησης μέσα στους επόμενους 6 μήνες.
- Το ρίσκο της επιχειρηματικής αποτυχίας.
- Την επιθυμία για απόκτηση δικής τους επιχείρησης.
- Την προτίμηση στην αυτο-απασχόληση έναντι της έμμισθης εργασίας με υπαλληλική σχέση.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ**

### **4.1 Εισαγωγή**

Η επιχειρηματικότητα είναι η μηχανή για την ανάπτυξη της οικονομίας και της κοινωνίας. Η επιχειρηματικότητα αξιοποιεί τους πόρους μιας χώρας, απασχολεί τους ανέργους, εξασφαλίζει κέρδη για τον επιχειρηματία και έσοδα για το κράτος (φόρος εισοδήματος και ΦΠΑ). Οι επιχειρήσεις με εξαγωγικό προσανατολισμό ενδυναμώνουν την οικονομία της χώρας, αυξάνουν την ευημερία των πολιτών και ισχυροποιούν τη χώρα σε διεθνές επίπεδο. Δεν είναι τυχαίο ότι οι χώρες που έχουν αναπτύξει την επιχειρηματικότητα είναι εκείνες που καταβάλλουν τους υψηλότερους μισθούς, έχουν το καλύτερο κοινωνικό κράτος, έχουν τη μικρότερη ανεργία, καταβάλλουν τις υψηλότερες συντάξεις και οι πολίτες απολαμβάνουν τις καλύτερες υπηρεσίες από το κράτος.

Το επιχειρηματικό περιβάλλον έχει τη μεγαλύτερη σημασία στην ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας. Ακόμα όμως και αν οι επιχειρηματίες και οι επιχειρήσεις συγκεντρώνουν τους παραπάνω ευνοϊκούς παράγοντες, δεν θα μπορέσουν να επιτύχουν εφόσον δεν υπάρχει το κατάλληλο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Είναι λοιπόν υψίστης προτεραιότητας η άρση των εμποδίων της επιχειρηματικότητας και η θέσπιση νομοθεσίας που ευνοεί την ανάπτυξη υγιούς επιχειρηματικότητας.

### **4.2 Συμβολή επιχειρηματιών σε μια οικονομία**

Οι ακόλουθοι έξι λόγοι εξηγούν γιατί οι επιχειρηματίες είναι σημαντικοί για μια οικονομία:

#### ***Οι επιχειρηματίες δημιουργούν νέες επιχειρήσεις***

Η προσφορά νέων προϊόντων και υπηρεσιών οδηγεί σε νέες θέσεις εργασίας η οποία μπορεί να έχει κλιμακωτές επιπτώσεις σε μια οικονομία. Η δημιουργία μιας νέας

επιχείρησης ή η επέκταση μιας υφιστάμενης σε νέες αγορές ή σε νέα γκάμα προϊόντων, μπορεί να προκαλέσει την άνθιση παράπλευρων ωφελειών όπως η ανάπτυξη σχετικών επιχειρήσεων ή κλάδων με σκοπό να υποστηρίξουν την νέα επιχειρηματική δραστηριότητα, με αποτέλεσμα έτσι να συμβάλλουν στην περαιτέρω οικονομική ανάπτυξη.

### ***Οι επιχειρηματίες προσθέτουν στο Εθνικό Εισόδημα***

Τα επιχειρηματικά κεφάλαια κυριολεκτικά δημιουργούν πλούτο. Οι υφιστάμενες επιχειρήσεις μπορεί να παραμένουν περιορισμένες στα πλαίσια των υφιστάμενων αγορών με αποτέλεσμα το εισόδημά τους να παραμένει περιορισμένο. Όμως καινοτόμες ιδέες σε νέα προϊόντα, υπηρεσίες και τεχνολογίες καθιστούν αυτούς τους επιχειρηματίες ικανούς να δημιουργήσουν νέες αγορές και νέο πλούτο.

Επιπρόσθετα, η αύξηση της απασχόλησης και τα υψηλότερα κέρδη συνεισφέρουν στην αύξηση του εθνικού εισοδήματος το οποίο προέρχεται από τα φορολογικά έσοδα και έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερες κυβερνητικές δαπάνες. Αυτά τα έσοδα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από την κυβέρνηση για επενδύσεις σε αναπτυσσόμενους τομείς της οικονομίας καθώς και σε ανθρώπινο κεφάλαιο.

### ***Οι επιχειρηματίες δημιουργούν κοινωνικές αλλαγές***

Μέσω της προσφοράς καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών, οι επιχειρηματίες ξεφεύγουν από την παράδοση και εμμέσως περιορίζουν την εξάρτηση από απαρχαιωμένα συστήματα και τεχνολογίες. Με αυτόν τον τρόπο προωθείται ένα υψηλότερο επίπεδο ζωής, μεγαλύτερη ηθική και οικονομική ελευθερία.

### ***Ανάπτυξης κοινότητας***

Οι επιχειρηματίες κανονικά καλλιεργούν επιχειρηματικά κεφάλαια. Επενδύουν σε επιχειρηματικά σχέδια της κοινότητας στην οποία εντάσσονται και παρέχουν χρηματοδοτική υποστήριξη σε τοπικούς κοινωφελείς σκοπούς. Αυτό καθιστά δυνατή την περαιτέρω ανάπτυξη διαμέσου των δικών τους επιχειρηματικών κεφαλαίων.

### ***Η άλλη πλευρά των επιχειρηματιών***

Η μεγάλη αύξηση της επιχειρηματικότητας μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική ανάπτυξη όταν δεν υφίστανται το κατάλληλο αναπτυξιακό και ρυθμιστικό πλαίσιο. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι η Ιταλία όπου πριν μερικά χρόνια τα υψηλά επίπεδα των αυτό-απασχολούμενων αποδείχτηκαν αναποτελεσματικά για την οικονομική της ανάπτυξη.

### ***Ο ρόλος των ρυθμιστικών αρχών***

Οι κανονισμοί έχουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας. Επιχειρηματικότητα εκτός κανονιστικού πλαισίου ίσως οδηγήσει σε ανεπιθύμητα κοινωνικά αποτελέσματα συμπεριλαμβανομένων αθέμιτων πρακτικών της αγοράς, διάχυτη διαφθορά, χρηματοοικονομική κρίση ακόμη και εγκληματική δραστηριότητα.

Τα ευρήματα του Πανεπιστημίου των Ηνωμένων Εθνών υπέδειξαν τις πιθανές επιπτώσεις της «υπερ-καλλιέργειας» της επιχειρηματικότητας όπως έντονος ανταγωνισμός, απώλεια επαγγελματικών επιλογών και εισοδηματικές ανισότητες λόγω μεταβλητότητας των επιχειρηματικών κεφαλαίων.

### ***Η κατώτατη γραμμή***

Η ενδιαφέρουσα αλληλεπίδραση της επιχειρηματικότητας και της οικονομικής ανάπτυξης έχει ζωτικής σημασίας εισροές και συμπεράσματα για τους αρμόδιους φορείς χάραξης πολιτικής, τα ινστιτούτα ανάπτυξης και τους ιδιοκτήτες επιχειρήσεων. Αν γίνουν κατανοητά τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα, μια ισορροπημένη προσέγγιση της καλλιέργειας της επιχειρηματικότητας θα έχει σίγουρα θετικά αποτελέσματα στην οικονομία και την κοινωνία.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

### 5.1 Εισαγωγή

Σύμφωνα με πρόσφατη έκθεση του ΟΟΣΑ<sup>4</sup>, ο τραπεζικός δανεισμός είναι η πιο κοινή μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης για πολλές μικρομεσαίες επιχειρήσεις και επιχειρηματίες και συχνά σε μεγάλο βαθμό αποτελεί τον παραδοσιακό δανεισμό για τις ανάγκες εκκίνησης μιας επιχείρησης, λειτουργικές και επενδυτικές. Παρόλο που χρησιμοποιείται συχνά από τις μικρές επιχειρήσεις, αποτελεί πρόκληση για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, κυρίως τις νεότερες, καινοτόμες και ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες με ένα risk-return προφίλ.

Ελλείψεις κεφαλαίου υφίστανται για τις εταιρείες οι οποίες αναλαμβάνουν σημαντικές μεταβάσεις στις δραστηριότητές τους, καθώς και για τις μικρομεσαίες που επιδιώκουν από-μόχλευση και βελτίωση των κεφαλαιακών τους δομών. Η μακροπρόθεσμη ανάγκη να ισχυροποιήσουν τις κεφαλαιακές τους δομές και να μειώσουν την εξάρτηση από το δανεισμό έχει γίνει περισσότερο αναγκαία τα τελευταία χρόνια, καθώς πολλές επιχειρήσεις αναγκάστηκαν να αυξήσουν την μόχλευση τους ώστε να καταφέρουν να επιβιώσουν στην πρόσφατη οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση. Το πρόβλημα της υπερβολικής μόχλευσης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων ίσως να έχει επιδεινωθεί από τις πολιτικές που υιοθετήθηκαν για την αντιμετώπιση της κρίσης και οι οποίες έτειναν να επικεντρωθούν σε μηχανισμούς οι οποίοι αύξησαν το χρέος των επιχειρήσεων (π.χ. άμεσος δανεισμός, δανειακές εγγυήσεις.)

Ενώ η τραπεζική χρηματοδότηση θα συνεχίσει να είναι ένας τομέας ζωτικής σημασίας για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, υπάρχει μια ευρεία ανησυχία ότι οι πιστωτικοί περιορισμοί θα γίνουν απλά «the new normal» για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους επιχειρηματίες. Επομένως, είναι απαραίτητο να διευρυνθεί το

---

<sup>4</sup> New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments, OECD 2015

φάσμα των χρηματοδοτικών μέσων που διατίθενται για τις MME και τους επιχειρηματίες, προκειμένου να μπορέσουν να συνεχίσουν να διαδραματίζουν το ρόλο τους στις επενδύσεις, την ανάπτυξη, την καινοτομία και την απασχόληση.

## **5.2 Παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης MME και επιχειρηματιών**

Η παραδοσιακή χρηματοδότηση χρέους - τραπεζικά δάνεια, υπεραναλήψεις, πιστωτικές γραμμές και η χρήση των πιστωτικών καρτών, είναι η πιο κοινή πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης για πολλές MME και επιχειρηματίες. Το καθοριστικό χαρακτηριστικό των άμεσων εργαλείων χρέους είναι ότι αντιπροσωπεύουν μια άνευ όρων απαίτηση έναντι του δανειολήπτη, ο οποίος πρέπει να πληρώσει ένα καθορισμένο ποσό τόκων προς τους πιστωτές σε τακτά χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της εταιρείας ή την απόδοση της επένδυσης. Το επιτόκιο μπορεί να είναι σταθερό ή να προσαρμόζεται περιοδικά ανάλογα με ένα επιτόκιο αναφοράς. Το άμεσο χρέος δεν έχει κάποια χαρακτηριστικά, εκτός από την καταβολή των τόκων και την αποπληρωμή του κεφαλαίου, δηλαδή δεν μπορεί να μετατραπεί σε άλλο περιουσιακό στοιχείο, και οι αξιώσεις της τράπεζας έχουν υψηλή προτεραιότητα στην περίπτωσης πτώχευσης (senior debt).

Στην παραδοσιακή χρηματοδότηση του χρέους, η επέκταση της πίστωσης βασίζεται κατά κύριο λόγο στη συνολική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και ο δανειστής θεωρεί τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης, ως την πρωταρχική πηγή εξόφλησης. Ωστόσο, οι τεχνικές για την αξιολόγηση και την παρακολούθηση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης, αναδεικνύουν το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ δανειστή και οφειλέτη και μπορεί να διαφέρουν σημαντικά. Διαφορετικές μέθοδοι αξιολόγησης δανεισμού συνδυάζουν διαφορετικές πηγές πληροφοριών για τον οφειλέτη, διαφορετικές διαδικασίες ελέγχου και αναδοχής, δομής των δανειακών συμβάσεων και παρακολούθησης των στρατηγικών και μηχανισμών.

Για παράδειγμα, α) αξιολόγηση με κριτήριο τις ενημερωμένες και ελεγμένες

οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Το κριτήριο αυτό αφορά τις πληροφοριακά διαφανείς εταιρείες, β) για τις μικρές επιχειρήσεις, με βάση το credit scoring<sup>5</sup>. Το κριτήριο αυτό μπορεί να εφαρμοστεί σε πληροφοριακά αδιαφανείς ΜΜΕ, καθώς μεγάλο μέρος των πληροφοριών αφορούν την προσωπική οικονομική κατάσταση του ιδιοκτήτη, αντί της επιχείρησης.

Στην περίπτωση της παραδοσιακής μορφής δανεισμού, οι πληροφορίες συλλέγονται απευθείας από το «δάνειο» μέσω της επικοινωνίας του δανειστή με την επιχείρηση κατά τη διάρκεια του δανείου, τον επιχειρηματία και την τοπική κοινότητα, και παρατηρώντας την απόδοση των ΜΜΕ σε όλες τις διαστάσεις της σχέσης τους, συμπεριλαμβανομένων των συμβάσεων δανείων, των καταθέσεων και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Ο αρμόδιος υπάλληλος για την χορήγηση του δανείου μπορεί συχνά να παραμείνει γνώστης απλών πληροφοριών, όπως αυτές που μπορούν εύκολα να παρατηρηθούν και να ελεγχθούν και από άλλους. Αυτό δημιουργεί προβλήματα στην τράπεζα, τα οποία μπορεί να αντιμετωπιστούν καλύτερα από μικρούς τραπεζικούς οργανισμούς με λίγα διευθυντικά στρώματα και στενότερο συντονισμό μεταξύ της διαχείρισης των δανείων και των αρμοδίων υπαλλήλων για το δάνειο (Berger and Udell, 2002; Stein, 2002.) Επίσης, οι μικρές τράπεζες είναι συχνά αυτές που εδρεύουν κοντά στους δυνητικούς πελάτες, μειώνοντας τα προβλήματα που σχετίζονται με τη μετάδοση απλών πληροφοριών από τους αρμόδιους υπαλλήλους του δανείου στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη της τράπεζας. Στην πραγματικότητα, η μεγαλύτερη ιεραρχική ή/και γεωγραφική απόσταση μεταξύ του υπαλλήλου για τη συλλογή πληροφοριών και του αρμοδίου για την έγκριση του δανείου μπορεί να οδηγήσει σε λιγότερη εξάρτηση στις υποκειμενικές πληροφορίες και μεγαλύτερη αντικειμενική πληροφόρηση (Liberti and Mian, 2009).

Συγκεκριμένες προκλήσεις περιορίζουν τον τραπεζικό δανεισμό για τις ΜΜΕ. Αυτές σχετίζονται κυρίως με τις μεγαλύτερες δυσκολίες που οι δανειστές αντιμετωπίζουν στην αξιολόγηση και τον έλεγχο των ΜΜΕ σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις (OECD,

---

<sup>5</sup> Το πιστωτικό σκορ (credit score) είναι η στατιστική έκφραση της πιστοληπτικής ικανότητας ενός ατόμου, που χρησιμοποιείται από τους δανειστές ώστε να προβλέψουν την πιθανότητα ένα άτομο να μπορέσει να αποπληρώσει τα χρέη του. Το πιστωτικό σκορ βασίζεται, μεταξύ άλλων, στο πιστωτικό ιστορικό (credit history) ενός ατόμου. Είναι ένας αριθμός μεταξύ 300 και 850 – όσο υψηλότερος είναι ο αριθμός τόσο πιο φερέγγυο θεωρείται το άτομο. [http://www.investopedia.com/terms/c/credit\\_score.asp#ixzz433WUvcDU](http://www.investopedia.com/terms/c/credit_score.asp#ixzz433WUvcDU)

2006, 2013b). Πρώτον η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι το πιο σοβαρό πρόβλημα στις ΜΜΕ απ' ότι στις μεγάλες επιχειρήσεις. Οι ΜΜΕ συχνά δεν συντάσσουν ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις οι οποίες συνήθως παρέχουν αξιόπιστες οικονομικές πληροφορίες και δεν έχουν την υποχρέωση δημοσιοποίησης των οικονομικών τους εκθέσεων, αν και γενικά υποχρεούνται να τις δημοσιοποιούν και να τις κάνουν διαθέσιμες στις σχετικές υπηρεσίες και αρχές, κατόπιν απαίτησης. Επιπλέον, σε μικρότερες επιχειρήσεις, η διαχωριστική γραμμή μεταξύ των οικονομικών του ιδιοκτήτη (ή των ιδιοκτητών) και αυτών που διοικούν την επιχείρηση είναι συνήθως θολή. Σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις οι οποίες υποχρεούνται δημοσιοποίησης των οικονομικών τους καταστάσεων, στις οποίες αναμένεται να τηρούνται τα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης με σαφώς καθορισμένους ρόλους των συμβαλλομένων, διευθυντών και μετόχων, οι ΜΜΕ τείνουν να αντανακλούν τις ιδιοσυγκρασίες των ιδιοκτητών τους και των ανεπίσημων σχέσεων με τους συμβαλλομένους. Οι συνέπειες των ασυμμετριών στην πληροφόρηση γίνονται πιο σοβαρές λόγω της ετερογένειας των ΜΜΕ. Οι ΜΜΕ χαρακτηρίζονται από ευρεία διακύμανση της κερδοφορίας και της ανάπτυξης απ' ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις και επιδεικνύουν μεγαλύτερη από έτος σε έτος μεταβλητότητα των κερδών (OECD, 2006).

Δεύτερον, το θεσμικό πρόβλημα, το οποίο είναι εγγενές σε όλες τις πράξεις χρηματοδότησης, είναι ιδιαίτερα οξύ στην περίπτωση των ΜΜΕ. Μόλις ληφθεί η χρηματοδότηση, ο επιχειρηματίας μπορεί να χρησιμοποιήσει τα χρηματοδοτικά κεφάλαια με διαφορετικούς τρόπους από εκείνους για τους οποίους προορίζονταν. Ένας επιχειρηματίας μπορεί να αναλάβει τα πιο ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχέδια από τα διαθέσιμα με βάση το προφίλ του, ενώ ο τραπεζίτης θα επιλέξει τα λιγότερο ριψοκίνδυνα, ακόμη και αν η κερδοφορία είναι μικρότερη σε σχέση με την πιο ριψοκίνδυνη εναλλακτική. Μια μεγάλη επιχείρηση που επιθυμεί να αναλάβει μια συγκριτικά ριψοκίνδυνη δραστηριότητα, θα μπορούσε να επιλέξει μια διαφορετική τεχνική με τις κατάλληλες φόρμουλες για τον καταμερισμό των κινδύνων και της ανταμοιβής, όπως η έκδοση μετοχών, εν αντιθέσει με το εύρος των διαθέσιμων επιλογών για τις μικρές επιχειρήσεις το οποίο είναι συνήθως πιο περιορισμένο (ΟΟΣΑ, 2013b).

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αναπτύξει διάφορες μεθόδους για να



μετριάσουν την επίπτωση αυτών των προκλήσεων στο δανεισμό των ΜΜΕ. Ο κύριος στόχος είναι να αλλάξει ο μηχανισμός καταμερισμού του κινδύνου προκειμένου να ευθυγραμμιστούν τα κίνητρα μεταξύ δανειστή και οφειλέτη.

Μέθοδοι που χρησιμοποιούνται συνήθως για τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου των ΜΜΕ περιλαμβάνουν (ΟΟΣΑ, 2013b):

i) απαιτήσεις συνεισφορών υψηλής καθαρής θέσης από υποψήφιους δανειολήπτες.

ii) απαιτήσεις για εξασφαλίσεις δηλαδή ένα περιουσιακό στοιχείο του οφειλέτη, ή το δικαίωμα κτήσης το οποίο παρέχεται στο δανειστή σε περίπτωση αθέτησης της συμφωνίας.

iii) πιστωτικές εγγυήσεις, τις οποίες παρέχει εκ των προτέρων ο οφειλέτης στον εγγυητή σε περίπτωση αθέτησης, αντισταθμίζοντας ένα προκαθορισμένο μερίδιο του οφειλόμενου δανείου.

iv) ρήτρες των δανείων, δηλαδή μια κατάσταση που επιβάλλεται από το δανειστή σύμφωνα με την οποία ο οφειλέτης πρέπει να τις πληροί προκειμένου να συμμορφωθεί με τους όρους της δανειακής σύμβασης.

Ο παραδοσιακός τρόπος δανεισμού παράγει μέτριες αποδόσεις για τους δανειστές και επομένως είναι κατάλληλος για χαμηλά έως μέτριου κινδύνου προφίλ επιχειρηματικών σχεδίων. Συνήθως συντηρεί τις συνήθειες δραστηριότητες και βραχυπρόθεσμες ανάγκες των ΜΜΕ και γενικά χαρακτηρίζεται από σταθερές ταμειακές ροές, μέτρια αύξηση, δοκιμασμένα επιχειρηματικά μοντέλα, και πρόσβαση σε εξασφαλίσεις ή εγγυήσεις.

### **5.3 Νέες μορφές χρηματοδότησης ΜΜΕ και επιχειρηματιών**

Η παραδοσιακή μορφή δανεισμού, όπως αναλύθηκε στην προηγούμενη ενότητα, φαίνεται ότι παρουσιάζει εκτός από εγγενή προβλήματα, όπως η ασύμμετρη πληροφόρηση και περιορισμένο φάσμα επιλογών χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ και επιχειρηματίες. Σύμφωνα με την έκθεση του ΟΟΣΑ, τα τελευταία χρόνια αναζητούνται νέες μορφές χρηματοδότησης αυτών των επιχειρήσεων και επιχειρηματιών.

### 5.3.1 Κεφαλαιακή χρηματοδότηση (Asset-based finance)

Σύμφωνα με την ως άνω έκθεση του ΟΟΣΑ, όλο και περισσότερο στις αναδυόμενες οικονομίες, η *κεφαλαιακή χρηματοδότηση* (asset-based finance)<sup>6</sup> χρησιμοποιείται ευρέως από τις ΜΜΕ, για την κάλυψη των κεφαλαιακών τους αναγκών, για να υποστηρίξουν τις εγχώριες και διεθνείς συναλλαγές, και εν μέρει, για επενδυτικούς σκοπούς.

Αυτή είναι μια μορφή χρηματοδότησης με βάση στοιχεία του ενεργητικού, για παράδειγμα factoring και leasing, σύμφωνα με την οποία μια επιχείρηση λαμβάνει μετρητά χωρίς να βασίζεται στη πιστοληπτική της ικανότητα, αλλά στην τιμή που δημιουργεί ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο κατά τη διάρκεια των εργασιών της.

Μέσω αυτής της μορφής χρηματοδότησης, οι εταιρείες αποκτούν κεφάλαια με βάση την αξία ειδικών περιουσιακών στοιχείων συμπεριλαμβανομένων εισπρακτέων λογαριασμών, αποσβέσεων, μηχανημάτων, εξοπλισμού και ακινήτων παρά με την πιστωτική τους θέση. Με αυτόν τον τρόπο, εξυπηρετούνται οι ανάγκες των νέων και μικρών επιχειρήσεων οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα πρόσβασης στον παραδοσιακό δανεισμό. Δανεισμός βάσει ενεργητικού, ο οποίος παρέχει πιο ευέλικτους όρους σε σχέση με τον εξασφαλισμένο παραδοσιακό δανεισμό, έχει επίσης επεκταθεί τα τελευταία χρόνια, σε χώρες με εξελιγμένο και αποτελεσματικό νομικό σύστημα και προηγμένη οικονομική τεχνογνωσία και υπηρεσίες.

Οι πολιτικές για την προώθηση της χρηματοδότησης επιχειρήσεων βάσει στοιχείων του ενεργητικού τους βασίζονται κυρίως στο κανονιστικό πλαίσιο, το οποίο αποτελεί το κλειδί ώστε να καταστεί δυνατή η χρήση ενός ευρύ συνόλου περιουσιακών στοιχείων για την εξασφάλιση δανείων. Μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ, οι ενεργές πολιτικές οι οποίες υποστηρίζουν την χρηματοδότηση επιχειρήσεων βάσει περιουσιακών στοιχείων/στοιχείων ενεργητικού, αδυνατούν να καλύψουν τα πιστωτικά σταθερότυπα που σχετίζονται με την μακροπρόθεσμη πίστωση. Ειδικότερα, ο καθορισμός κριτηρίων

---

<sup>6</sup> Μια εξειδικευμένη μέθοδος παροχής δομημένων κεφαλαίων κίνησης και μακροπρόθεσμων δανείων εξασφαλίζεται από τους εισπρακτέους λογαριασμούς, την απογραφή, τα μηχανήματα, τον εξοπλισμό και / ή ακίνητα. Αυτό το είδος χρηματοδότησης είναι μεγάλο για νεοσύστατες εταιρείες, αναχρηματοδότηση υφιστάμενων δανείων, αύξηση χρηματοδότησης, συγχωνεύσεις και εξαγορές, και διαχείριση buy-outs (MBOs) και buy-ins (MBIs). <http://www.investopedia.com/terms/a/assetbasedfinance.asp#ixzz41giNOFzC>

έχει υποστηριχθεί ως μέσο για τη διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜΜΕ στη χρηματοδότηση του εμπορίου και την προώθηση της ένταξή τους στις αλυσίδες αξιών.

### 5.3.2 Χρέος (Alternative debt)

Οι εναλλακτικές μορφές χρέους διαφέρουν από τις παραδοσιακές μορφές δανεισμού, στο ότι οι αγορές κεφαλαίων, και όχι οι τράπεζες, παρέχουν χρηματοδότηση για τις ΜΜΕ. Αυτές περιλαμβάνουν "άμεσα" εργαλεία για την άντληση κεφαλαίων από επενδυτές στην κεφαλαιαγορά, όπως εταιρικά ομόλογα, και "έμμεσα" εργαλεία, όπως χρεόγραφα και καλυμμένες ομολογίες.

Αυτά τα μέσα υπάρχουν εδώ και αρκετό καιρό, αλλά μπορούν να θεωρηθούν ως «καινοτόμοι» μηχανισμοί χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ και τους επιχειρηματίες, στο βαθμό που είχαν μέχρι τώρα εφαρμοστεί σε ένα περιορισμένο τομέα των ΜΜΕ.

Μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης είναι τα *εταιρικά ομόλογα*, τα οποία είναι δανειακές υποχρεώσεις που εκδίδονται από ιδιωτικές και δημόσιες επιχειρήσεις. Μέσω της έκδοσης ομολόγων, η εταιρεία κάνει μια νομική δέσμευση να καταβάλει τόκους επί του κεφαλαίου, ανεξάρτητα από την εταιρεία απόδοσης, και να επιστρέψει το κύριο κεφάλαιο όταν λήξει το ομόλογο. Οι όροι της σύμβασης μπορεί, ωστόσο, να παρέχουν στην εταιρεία το δικαίωμα να "καλέσει", δηλαδή να αγοράσει πίσω, το ομόλογο πριν από την ημερομηνία λήξης. Αν αυτό συμβεί, η εταιρεία θα εξοφλήσει το κεφάλαιο και, ενδεχομένως, ένα πρόσθετο ασφάλιστρο, το οποίο εξαρτάται από τον υπολειπόμενο χρόνο μέχρι την πραγματική ημερομηνία λήξης του ομολόγου.

Σε κάποιες χώρες, το θεσμικό πλαίσιο επιτρέπει τις *ιδιωτικές τοποθετήσεις των εταιρικών ομολόγων* από μη εισηγμένες εταιρείες, οι οποίες υπόκεινται σε λιγότερο αυστηρές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων και αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο η έλλειψη πληροφόρησης σχετικά με τους εκδότες και η τυποποιημένη τεκμηρίωση, η χαμηλή ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά και οι διαφορές στη νομοθεσία περί αφερεγγυότητας σε παράγοντες του κλάδου και στις δικαιοδοσίες, επί του παρόντος περιορίζει την ανάπτυξη στις αγορές αυτές.

Εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης αποτελούν η *τιτλοποίηση του χρέους* και οι *καλυμμένες ομολογίες*, οι οποίες επίσης βασίζονται στις κεφαλαιαγορές, και οι οποίες είχαν αυξηθεί σε υψηλές τιμές πριν από την παγκόσμια κρίση. Χρησιμοποιούνται ως

μέσο για την αναχρηματοδότηση των τραπεζών και για την διαχείριση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου τους.

Μέσω της τιτλοποίησης, τα διάφορα είδη των συμβατικών χρεών συγκεντρώνονται και πωλούνται στους επενδυτές. Αυτοί αποκτούν δικαιώματα για να λάβουν τα μετρητά που συγκεντρώνονται από τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που διέπουν την ασφάλεια.

Ωστόσο, στον απόηχο της κρίσης, οι πράξεις αυτές τέθηκαν υπό αυξανόμενο έλεγχο και κριτική, και οι αγορές έπεσαν κατακόρυφα. Η απομόχλευση μετά την κρίση στον τραπεζικό τομέα, ωστόσο, έχει συμβάλλει στην αναβίωση της συζήτησης σχετικά με την ανάγκη για μια αποτελεσματική - και διαφανής - αγορά τιτλοποίησης ώστε να επεκταθεί η δανειοδότηση των ΜΜΕ. Τα τελευταία χρόνια, νέα μέτρα έχουν εισαχθεί σε υπερεθνικό και εθνικό επίπεδο ώστε να επαναδρομολογηθούν οι αγορές τιτλοποιήσεων και ορισμένες χώρες έχουν άρει τους περιορισμούς που δεν επιτρέπουν στις ΜΜΕ δάνεια ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων σε καλυμμένα ομόλογα.

### **5.3.3 Χρηματοδότηση από κοινωνικές ομάδες (Crowdfunding)**

Το *crowdfunding*, «χρηματοδότηση από το πλήθος», έχει αυξηθεί ραγδαία από τα μέσα της δεκαετίας του 2000, και συνεχίζει με αυξανόμενο ρυθμό τα τελευταία χρόνια, αν και εξακολουθεί να αντιπροσωπεύει ένα πολύ μικρό μερίδιο της χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις.

Το Crowdfunding είναι μια τεχνική εξωτερικής χρηματοδότησης περισσότερο από ένα μεγάλο «ακροατήριο», παρά από μια μικρή ομάδα εξειδικευμένων επενδυτών (π.χ. τράπεζες, επιχειρηματικοί άγγελοι, επιχειρηματικά κεφάλαια), όπου κάθε επιμέρους επενδυτής απαιτεί ένα μικρό ποσό της χρηματοδότησης.

Η έννοια του «crowdfunding» είναι σχετική με εκείνη του "crowdsourcing", το οποίο αναφέρεται στο outsourcing στο "πλήθος" ειδικών καθηκόντων, όπως την ανάπτυξη, αξιολόγηση ή την πώληση ενός προϊόντος, με ανοικτή πρόσκληση μέσω του διαδικτύου (Howe, 2008). Μέσω online πλατφόρμων, το έργο, παραδοσιακά εκτελείται από εργολάβους ή εργαζομένους, δωρεάν ή με ανταλλάγματα καθορισμένης απόδοσης, των οποίων η αξία είναι όμως γενικά χαμηλότερη από εκείνη της επιχείρησης.

Οι Crowdsourcers μπορεί στην πραγματικότητα να έχουν εγγενή κίνητρα, όπως να συμμετέχουν σε μια κοινότητα, καθώς και εξωγενή κίνητρα, που σχετίζονται με τις ανταμοιβές, οφέλη σταδιοδρομίας, μάθησης ή δυσαρέσκεια με τα τρέχοντα προϊόντα (Kleeman et al. 2008).

Μία ιδιαιτερότητα αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι ότι χρησιμεύει για τη χρηματοδότηση συγκεκριμένων έργων και όχι μιας ολόκληρης επιχείρησης. Χρησιμοποιείται κυρίως από μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς και τη βιομηχανία της ψυχαγωγίας. Παρ' όλα αυτά, με την πάροδο του χρόνου, το crowdfunding έχει γίνει μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης σε πολλούς άλλους τομείς, και χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο για να υποστηρίξει ένα ευρύ φάσμα κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων και επιχειρήσεων.

Ο δανεισμός *Peer-to-peer*<sup>7</sup> είναι ελκυστικός για τις μικρές επιχειρήσεις που δεν έχουν εξασφαλίσεις ή πιστωτικό παρελθόν για να αποκτήσουν πρόσβαση σε παραδοσιακές μορφές τραπεζικού δανεισμού. Το *Equity crowdfunding*<sup>8</sup> μπορεί να παρέχει ένα συμπλήρωμα ή υποκατάστατο για τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών σχεδίων και νεοφυών (startups) επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην άντληση κεφαλαίων από τις παραδοσιακές πηγές.

Ενώ ο ρυθμός των τεχνολογικών εξελίξεων επέτρεψε την ταχεία διάδοση του crowdfunding, το ρυθμιστικό περιβάλλον έχει περιορίσει την επέκταση της χρήσης του, ειδικά για το securities-based crowdfunding<sup>9</sup>, που δεν είναι ακόμα νόμιμη μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων, σε ορισμένες χώρες. Ως εκ τούτου, τα τελευταία χρόνια, το crowdfunding έχει λάβει την προσοχή των ρυθμιστικών αρχών σε ορισμένες χώρες του ΟΟΣΑ, οι οποίες έχουν ως στόχο να διευκολύνουν την ανάπτυξη αυτής της μορφής χρηματοδότησης, αντιμετωπίζοντας τις ανησυχίες σχετικά με τη διαφάνεια και την προστασία των επενδυτών.

---

<sup>7</sup> Δανεισμός «Peer-to-peer (P2P)» είναι πρακτική δανεισμού χρημάτων σε ιδιώτες ή επιχειρήσεις μέσω online υπηρεσιών που ταιριάζουν άμεσα δανειστές με δανειολήπτες. [https://en.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer\\_lending](https://en.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer_lending)

<sup>8</sup> «Equity crowdfunding», είναι πρακτική χρηματοδότησης με την οποία οι άνθρωποι (το "πλήθος") επενδύουν σε μη εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρία η οποία βρίσκεται σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης με αντάλλαγμα μετοχές της εν λόγω εταιρίας. <https://www.syndicatoroom.com/investors/what-is-equity-crowdfunding>

<sup>9</sup> Χρηματοδότηση «Securities-based» δίνει την κυριότητα ή την υπόσχεση σε επενδυτές των μελλοντικών εσόδων μιας μετοχής ή ενός χρέους. <https://www.crowdfunder.com/blog/contribution-vs-securities/>

### 5.3.4 Μικτά προϊόντα (Hybrid instruments)

Η αγορά των μικτών προϊόντων, που συνδυάζουν χαρακτηριστικά χρέους και ιδίων κεφαλαίων σ' έναν μηχανισμό ενιαίας χρηματοδότησης, έχει αναπτυχθεί άμεσα στις χώρες του ΟΟΣΑ, αλλά έχει προσελκύσει πρόσφατα το ενδιαφέρον των αρμοδίων χάραξης πολιτικής σε όλους τους τομείς. Οι τεχνικές αυτές αντιπροσωπεύουν μια ελκυστική μορφή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις που πλησιάζουν σε ένα σημείο καμπής του κύκλου ζωής τους, όπου οι κίνδυνοι και οι ευκαιρίες της επιχείρησης είναι αυξανόμενες, η εισφορά κεφαλαίου είναι απαραίτητη, αλλά έχουν περιορισμένη ή καθόλου πρόσβαση σε χρηματοδότηση του χρέους ή της καθαρής τους θέσης, ή χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων. Αυτό μπορεί να συμβαίνει σε νέες εταιρείες υψηλής ανάπτυξης, υφιστάμενες επιχειρήσεις με αναδυόμενες ευκαιρίες ανάπτυξης, εταιρείες που αναδιαρθρώνονται, καθώς και εταιρείες που επιδιώκουν να ενισχύσουν τις δομές του κεφαλαίου τους. Ταυτόχρονα, αυτή η τεχνική δεν είναι κατάλληλη για πολλές ΜΜΕ, καθώς απαιτούν μια καθιερωμένη και σταθερή θέση στην αγορά, και ένα ορισμένο επίπεδο οικονομικών δεξιοτήτων.

Σε αυτή την μορφή χρηματοδότησης ο κίνδυνος και η αναμενόμενη απόδοση είναι χαμηλότερη από ό, τι στην περίπτωση του μετοχικού κεφαλαίου, η οποία συνεπάγεται χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης για την επιχείρηση. Σε περίπτωση αφερεγγυότητας, όταν η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις συμβατικές της υποχρεώσεις, οι επενδυτές σε μικτά προϊόντα έχουν χαμηλότερες βαθμολογίες από ότι οι άλλοι πιστωτές, αλλά υψηλότερη κατάταξη από τους επενδυτές σε "καθαρά" ίδια κεφάλαια.

Τα τελευταία χρόνια, με την υποστήριξη των δημόσιων προγραμμάτων, έχει γίνει όλο και πιο δυνατή η προσφορά μικτών προϊόντων στις ΜΜΕ με χαμηλότερη βαθμολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας και μικρότερες ανάγκες χρηματοδότησης από τις ιδιωτικές αγορές κεφαλαίων. Οι κυβερνήσεις και οι διεθνείς οργανισμοί για την ανάπτυξη αυτής της μορφής χρηματοδότησης, παρεμβαίνουν μέσω: i) της συμμετοχής στην εμπορική αγορά με επενδυτικά κεφάλαια τα οποία δίνουν εντολές σε ιδιωτικές ειδικές επενδύσεις ii) την άμεση δημόσια χρηματοδότηση προς τις ΜΜΕ στο πλαίσιο των προγραμμάτων που διαχειρίζονται τα δημόσια χρηματοδοτικά ιδρύματα iii) παροχή

εγγυήσεων στα ιδιωτικά ιδρύματα που προσφέρουν στις ΜΜΕ χρηματοδοτική διευκόλυνση και iv) τη χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδυτικών εταιρειών με ιδιαίτερα ελκυστικούς όρους.

### 5.3.5 Ίδια κεφάλαια (Equity finance)

Η *χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων* αναφέρεται σε όλους τους οικονομικούς πόρους που παρέχονται στις επιχειρήσεις σε αντάλλαγμα ενός «ιδιοκτησιακού συμφέροντος.» Οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων συμμετέχουν στο επιχειρηματικό κίνδυνο, καθώς δεν παρέχεται ασφάλεια από την εταιρεία στην οποία συμμετέχουν, και η απόδοση των επενδύσεων καθορίζεται εξ ολοκλήρου από την επιτυχία της επιχείρησης. Οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές τους στην επιχείρηση, αν υπάρχει μια αγορά, ή μπορούν να πάρουν ένα μερίδιο από τα έσοδα, εάν η επιχείρηση πωληθεί (ΟΟΣΑ, 2009)

Η *χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων (equity finance)* είναι το κλειδί για τις εταιρείες που αναζητούν μακροπρόθεσμες εταιρικές επενδύσεις, για τη διατήρηση της καινοτομίας, τη δημιουργία αξίας και την ανάπτυξη. Η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις εταιρείες που έχουν προφίλ υψηλού risk-return, όπως νέες, καινοτόμες και υψηλής ανάπτυξης εταιρίες. Η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια σε πρώιμο στάδιο μπορεί να ενισχύσει τη δημιουργία επιχειρήσεων και την ανάπτυξη, ενώ άλλα μέσα μετοχικού κεφαλαίου, όπως εξειδικευμένες πλατφόρμες για τις ΜΜΕ, μπορούν να παρέχουν οικονομικούς πόρους σε ΜΜΕ με σαφή αναπτυξιακό και καινοτόμο προσανατολισμό.

Σε όλες τις χώρες του ΟΟΣΑ και στις χώρες μη μέλη, τα *ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity)* έχουν αναπτυχθεί σημαντικά κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Η εξαγορά είναι η επικρατούσα μορφή επενδύσεων σε ιδιωτικές αγορές μετοχών και οι ανησυχίες των ΜΜΕ είναι σε περιορισμένο βαθμό, αν και το ενδιαφέρον της ανώτερης βαθμίδας ΜΜΕ έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια, καθώς οι επενδυτές αναζητούν για τις αποδόσεις, διαφοροποίηση και εντός των χαρτοφυλακίων τους. Από την άλλη πλευρά, τα επιχειρηματικά κεφάλαια και οι ιδιώτες επενδυτές παρέχουν χρηματοδότηση για καινοτόμες, με υψηλό αναπτυξιακό δυναμικό νεοφυείς (startups) επιχειρήσεις, κυρίως, αν και όχι αποκλειστικά, σε τομείς υψηλής τεχνολογίας.

Η ιδιωτική χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα μέσων εξωτερικής χρηματοδότησης, σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση αποκτά κεφάλαια από ιδιωτικές πηγές, σε αντάλλαγμα ενός μεριδίου ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Το κεφάλαιο παρέχεται σε ιδιωτικές εταιρείες, δηλαδή εταιρείες των οποίων οι μετοχές δεν είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες σε οποιοδήποτε δημόσια χρηματιστηριακή αγορά, σε όλο τον κύκλο της ζωής της, από την δημιουργία έως την εξαγορά (ΟΟΣΑ, 2009).

Μέσα από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, πλούσιοι ιδιώτες, επενδυτικά ταμεία ή ιδρύματα συμμετέχουν πλήρως στον επιχειρηματικό κίνδυνο της επιχείρησης, καθώς τα κεφάλαια διατίθενται χωρίς παροχή ασφάλειας.

Οι κύριες πηγές χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις και ΜΜΕ αποτελούν εκτός από το άμεσο περιβάλλον των επιχειρηματιών π.χ. οικογένεια, φίλοι, οι *επιχειρηματικοί άγγελοι* και οι *επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων*. Ωστόσο, το ενδιαφέρον για τις επενδύσεις των ΜΜΕ ανώτερης βαθμίδας από άλλους χρηματοδότες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια, καθώς τα χαμηλά επιτόκια έχουν ωθήσει τους επενδυτές να αναζητήσουν αποδόσεις και διαφοροποίηση εντός των χαρτοφυλακίων τους.

Τα *επιχειρηματικά κεφάλαια* (VC) είναι επενδύσεις σε μετοχές με στόχο τη στήριξη μιας επιχείρησης τόσο στο στάδιο πριν την έναρξη της λειτουργίας της, όσο και κατά την εκκίνηση και τα πρώτα στάδια ανάπτυξης (ΟΟΣΑ, 2014 d). Αν και θεωρείται συνήθως ότι είναι η κύρια πηγή χρηματοδότησης σε πρώιμο στάδιο, στην πραγματικότητα, η πλειοψηφία των εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου παρεμβαίνουν σε μεταγενέστερο στάδιο, με μια τυπική επένδυση μεγέθους 3-5 εκατομμυρίων δολαρίων, ενώ στη γέννηση και στο πρώιμο στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης, η κύρια πηγή χρηματοδότησης είναι οι «άτυποι» επενδυτές, όπως οι επιχειρηματικοί άγγελοι.

Οι *επιχειρηματικοί άγγελοι* (BAS) είναι άτομα με μεγάλη οικονομική επιφάνεια που επενδύουν τα χρήματά τους άμεσα σε νεοφυείς (startups) εταιρίες ή επιχειρηματικές ιδέες, χωρίς οικογενειακές σχέσεις με αυτές, σε αντάλλαγμα στην χρηματιστηριακή αγορά για αυτές τις εταιρείες (Mason και Harrison, 2008). Έτσι, οι επιχειρηματικοί άγγελοι κεφαλαιοποιούν τα κέρδη τους από τη διάθεση εκκίνησης των μετοχών (IPO), μία συγχώνευση ή εξαγορά, και συχνά επανεπενδύουν τα κέρδη σε νέα εγχειρήματα. Ένας επιχειρηματικός άγγελος είναι συνήθως μια οικονομικά ανεξάρτητη οντότητα,



δηλαδή μια πιθανή ολική απώλεια των επενδύσεων της δεν θα αλλάξει σημαντικά την οικονομική κατάσταση των στοιχείων του ενεργητικού της. Οι επιχειρηματικοί άγγελοι είναι συχνά πρώην επιτυχημένοι επιχειρηματίες οι οποίοι ενδιαφέρονται για την υποστήριξη άλλων επιχειρηματιών, παρέχοντας τόσο τη χρηματοδότηση όσο και τη τεχνογνωσία. Όπως είναι η περίπτωση για VCs, οι BAS λαμβάνουν γενικά ενεργό συμμετοχή στη νεοσύστατη εταιρεία, στην παροχή στρατηγικών και επιχειρησιακών τεχνογνωσιών, καθώς και συνδέσεις με άλλους βασικούς παράγοντες στο σύστημα. Συνήθως, οι BAS λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις με βάση την εμπειρία τους σε ένα συγκεκριμένο τομέα και επενδύουν σε εταιρείες εντός της περιοχής γνώσης τους (ΟΟΣΑ, 2011a). Πράγματι, σε σχέση με τους επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων, οι BAS συνήθως αποθαρρύνονται λιγότερο από κενά στην ομάδα διαχείρισης μιας νεοσύστατης επιχείρησης, επειδή μπορεί να συμβάλουν στη εμπειρία που λείπει μέσα από τη δική τους συμμετοχή (Mason και Stark, 2004).

Τα ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων και οι επιχειρηματικοί άγγελοι (Business Angels) χαρακτηρίζονται από διαφορετικά κίνητρα, στόχους, μοντέλα και κλίμακα λειτουργίας, αλλά είναι σε μεγάλο βαθμό συμπληρωματικά στη χρηματοδότηση επιχειρήσεων σε πρώιμο στάδιο. Οι επιχειρηματικοί άγγελοι χρειάζονται μια καλά λειτουργούσα αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων για την παροχή επακόλουθης χρηματοδότησης που θα απαιτηθεί από ορισμένες επιχειρήσεις που υποστηρίζουν. Την ίδια στιγμή, μια καλά αναπτυγμένη αγορά «άγγελος» μπορεί να δημιουργήσει περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και να αυξήσει τις συμφωνίες - ροές για επιχειρηματικά κεφάλαια.

### **5.3.6 Δημόσια επιδότηση (Public equity: specialised platforms for public listing of SMEs)**

Για δεκαετίες, οι συμμετέχοντες στην ιδιωτική αγορά επιδιώκουν να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη εξειδικευμένων ανταλλαγών ή παρόμοιες πλατφόρμες συναλλαγών για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση των ΜΜΕ για χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων. Δημόσια εισαγωγή των μετοχών των ΜΜΕ (Public listing of SME equity) μέσω της

πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας έκδοσης έχει τη δυνατότητα να παρέχει χρηματοδότηση για την ανάπτυξη μιας εταιρείας και μπορεί να αυξήσει τη διαθεσιμότητα και τη βελτίωση των συνθηκών για την μετέπειτα χρηματοδότηση του χρέους της. Οι ιδιοκτήτες υφιστάμενων ΜΜΕ μπορούν να αξιοποιήσουν τα κεφαλαιουχικά τους κέρδη και να «χτυπήσουν» ένα ευρύτερο φάσμα επενδυτών, συμπεριλαμβανομένων των μικροεπενδυτών και των μακροπρόθεσμων θεσμικών επενδυτών (ΟΟΣΑ, 2014f).

Σε αυτή τη μέθοδο χρηματοδότησης, η ΜΜΕ εκδίδει μετοχές στη δημόσια αγορά, ενώ ταυτόχρονα αποκαλύπτει τις βασικές πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες της εταιρείας και την οικονομική κατάσταση, συνήθως μέσω ενός ενημερωτικού φυλλαδίου. Από τη στιγμή που η εταιρεία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο είναι υποχρεωμένη να κάνει τακτική δημοσιοποίηση που πραγματοποιείται σύμφωνα με τους κανόνες που θεσπίζονται από την ανταλλαγή. Οι ανταλλαγές αυτές συνήθως ρυθμίζονται από ρυθμιστικές αρχές, αλλά η ρυθμιστική αρχή μπορεί να εκχωρήσει την εξουσία να θεσπίζονται οι κανόνες από την ίδια ή από άλλους «οργανισμούς αυτορρύθμισης.»

Οι εξειδικευμένες αυτές πλατφόρφες συναλλαγών των ΜΜΕ μπορούν να λάβουν μια μορφή καθιερωμένης αγοράς ανταλλαγής των μετοχών των ΜΜΕ η οποία μπορεί να λειτουργεί παράλληλα με την κύρια αγορά μετοχών ή μπορεί να λειτουργεί χωριστά. Σε πολλές περιπτώσεις, οι νέες αγορές υιοθετούν μια “junior market” στρατηγική, με την οποία οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο των ΜΜΕ θα μπορούν να μεταπηδούν στην κύρια αγορά εφόσον πληρούν τις προϋποθέσεις της. Λειτουργώντας σαν τροφοδότης για την κύρια αγορά, η νέα αγορά θα προσφέρει «ορατότητα» σε αυτές επιχειρήσεις και θα μπορέσει να χρησιμοποιηθεί σαν μια εναλλακτική μορφή άντληση επιχειρηματικών κεφαλαίων.

Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής έχουν δώσει ιδιαίτερη προσοχή στις αγορές μετοχών (equity markets), σαν ένα τρόπο να κινητοποιήσουν τους χρηματοοικονομικούς πόρους και την επιχειρηματική τεχνογνωσία προς καινοτόμα εγχειρήματα. Το μείγμα της πολιτικής αποτελείται κυρίως από την πλευρά της προσφοράς με μέτρα που σχετίζονται με φορολογικά κίνητρα, άμεσες επενδύσεις και συν-επενδύσεις, υποστήριξη των βιομηχανικών ενώσεων και συνεργασιών, αύξηση της προβολής, της κλίμακας και της εύνοιας «παντρέματος» με τους επιχειρηματίες. Σε μικρότερο βαθμό, οι πολιτικές

στοχεύουν, επίσης, την κατάρτιση, την καθοδήγηση και την προπόνηση για τους επενδυτές. Όπως και στην περίπτωση των άλλων μέσων, η πλευρά της ζήτησης έχει λάβει λιγότερη προσοχή και πόρους, παρόλο που οι χώρες εφαρμόζουν όλο και περισσότερο τα μέτρα που στοχεύουν στις δεξιότητες των υφιστάμενων ή επίδοξων επιχειρηματιών.

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά οι εναλλακτικές νέες τεχνικές εξωτερικής χρηματοδότησης των ΜΜΕ και των επιχειρηματιών.

**Πίνακας 5-1 Εναλλακτικές τεχνικές εξωτερικής χρηματοδότησης ΜΜΕ και επιχειρηματιών**

<b>Low Risk/ Return Χαμηλού Κινδύνου/Απόδοσης</b>	<b>Low Risk/ Return Χαμηλού Κινδύνου/Απόδοσης</b>	<b>Medium Risk/ Return Μεσαίου Κινδύνου/Απόδοσης</b>	<b>High Risk/ Return Υψηλού Κινδύνου/Απόδοσης</b>
<b>Asset-Based Finance – Κεφαλαιακή χρηματοδότηση</b>	<b>Alternative Debt – Χρέος</b>	<b>“Hybrid” Instruments – Μικτά προϊόντα</b>	<b>Equity Instruments – Ίδια κεφάλαια</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asset-based lending – δανεισμός με βάση περιουσιακά στοιχεία</li> <li>• Factoring – Πρακτόρευση απαιτήσεων</li> <li>• Purchase Order Finance - Αγορές</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Corporate Bonds – Εταιρικά ομόλογα</li> <li>• Securitised Debt – Τιτλοποίηση χρέους</li> <li>• Covered Bonds – καλυμμένες ομολογίες</li> <li>• Private Placements –</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Subordinated Loans/Bonds – Δάνεια μειωμένης εξασφάλισης / Ομόλογα</li> <li>• Silent Participations – Αθόρυβες συμμετοχές</li> <li>• Participating Loans – Συμμετοχικά δάνεια</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Private Equity – Ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια</li> <li>• Venture Capital – Επιχειρηματικά κεφάλαια</li> <li>• Business Angels – Επιχειρηματικοί άγγελοι</li> <li>• Specialised Platforms for</li> </ul>

<b>Low Risk/ Return</b> <b>Χαμηλού</b> <b>Κινδύνου/Απόδοσης</b>	<b>Low Risk/ Return</b> <b>Χαμηλού</b> <b>Κινδύνου/Απόδοσης</b>	<b>Medium Risk/ Return</b> <b>Μεσαίου Κινδύνου/Απόδοσης</b>	<b>High Risk/ Return</b> <b>Υψηλού Κινδύνου/Απόδοσης</b>
<b>Asset-Based Finance –</b> <b>Κεφαλαιακή χρηματοδότηση</b>	<b>Alternative Debt –</b> <b>Χρέος</b>	<b>“Hybrid” Instruments –</b> <b>Μικτά προϊόντα</b>	<b>Equity Instruments –</b> <b>Ίδια κεφάλαια</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Warehouse Receipts - Αποθέματα</li> <li>• Leasing – Χρηματοδοτική μίσθωση</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ιδιωτικές τοποθετήσεις</li> <li>• Crowdfunding (debt) – χρηματοδότηση χρέους από το πλήθος</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Profit Participation Rights – Δικαιώματα συμμετοχής στα κέρδη</li> <li>• Convertible Bonds – Μετατρέψιμα ομόλογα</li> <li>• Bonds with Warrants – Ομόλογα με εγγυήσεις</li> <li>• Mezzanine Finance – Μεικτές χρηματοδοτήσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Public Listing of SMEs - εξειδικευμένες πλατφόρμες συναλλαγών μετοχών MME</li> <li>• Crowdfunding (equity) χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων από το πλήθος</li> </ul>

Πηγή: New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments, OECD 2015

## 5.4 Εμπόδια εφαρμογής νέων μορφών χρηματοδότησης

Σε όλο το φάσμα των μέσων που αναλύονται στην έκθεση, υπογραμμίζονται επίσης και τα κοινά εμπόδια για τις ΜΜΕ ώστε να αξιοποιηθούν πλήρως τα οφέλη από μια πιο διαφοροποιημένη οικονομική προσφορά.

Πρώτον, *η περιορισμένη ευαισθητοποίηση και κατανόηση των εναλλακτικών μέσων χρηματοδότησης* από την πλευρά των νέων εταιρειών και των ΜΜΕ έχει επιβραδύνει την ανάπτυξη των αγορών αυτών. Δεν είναι μόνο θέμα της αύξησης της γνώσης σχετικά με μεμονωμένες πράξεις, αλλά και η στήριξη των ΜΜΕ στην ανάπτυξη στρατηγικού οράματος και σχεδιασμού. Υπάρχει ανάγκη να γίνει κατανοητό πώς διαφορετικά μέσα μπορούν να εξυπηρετήσουν διαφορετικές ανάγκες χρηματοδότησης σε συγκεκριμένα στάδια του κύκλου ζωής μιας επιχείρησης, τα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους που συνεπάγονται, τη συμπληρωματικότητα και τις ευκαιρίες μόχλευσης που παρουσιάζονται μεταξύ ορισμένων από αυτά.

Είναι επίσης *απαραίτητο να βελτιωθεί η ποιότητα των επιχειρηματικών σχεδίων εκκίνησης και επενδυτικών έργων ΜΜΕ*, ειδικά για την ανάπτυξη του πιο ριψοκίνδυνου τμήματος της αγοράς. Σε πολλές χώρες, ένα σημαντικό εμπόδιο για την ανάπτυξη του equity finance για τις νέες και μικρές επιχειρήσεις, είναι η έλλειψη εταιρειών "investorready". Επιπλέον, οι ΜΜΕ είναι γενικά εφοδιασμένες για να αντιμετωπίσουν με τη δέουσα επιμέλεια τις απαιτήσεις των επενδυτών. Μάλιστα, σε ορισμένες χώρες, η αυξανόμενη ανησυχία για την έλλειψη των επιχειρηματικών δεξιοτήτων και ικανοτήτων και η χαμηλή ποιότητα των επενδυτικών σχεδίων είναι η κινητήρια δύναμη για να δοθεί μεγαλύτερη προσοχή στην πλευρά της ζήτησης, όπως είναι η κατάρτιση και η καθοδήγηση.

Το *κανονιστικό πλαίσιο* αποτελεί βασικό παράγοντα για την ανάπτυξη των νέων μέσων χρηματοδότησης που συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές από τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης χρέους. Ωστόσο, ο σχεδιασμός και η εφαρμογή αποτελεσματικού κανονιστικού πλαισίου, το οποίο ισορροπεί τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, την προστασία των επενδυτών και το άνοιγμα νέων χρηματοδοτικών καναλιών για τις ΜΜΕ, αποτελεί πρόκληση για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής και

τις ρυθμιστικές αρχές. Οι πρόσφατες ρυθμιστικές πρωτοβουλίες, οι οποίες αποσκοπούν στο να καταστήσουν το χρηματοπιστωτικό τομέα ασφαλέστερο, θεωρούνται, από ορισμένους επενδυτές, ότι είναι αδικαιολόγητα επαχθείς διότι πλήττονται επίσης από τη διαρκή αβεβαιότητα που απορρέει από τις αναμενόμενες ρυθμιστικές αναθεωρήσεις.

Η αντιμετώπιση των ασυμμετριών στην ενημέρωση και η αύξηση της διαφάνειας στις αγορές είναι άλλες προτεραιότητες για την τόνωση της ανάπτυξης εναλλακτικών μέσων χρηματοδότησης των ΜΜΕ. Υποδομές πληροφόρησης για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου, όπως τα πιστωτικά γραφεία ή μητρώα ή αποθήκες δεδομένων με το επίπεδο του δανείου, μπορούν να μειώσουν τον κίνδυνο που αντιλαμβάνονται οι επενδυτές κατά την χρηματοδότηση των ΜΜΕ και τους βοηθούν στον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών. Η μείωση του αντιληπτού κινδύνου από τους επενδυτές μπορεί επίσης να βοηθήσει να μειωθεί το κόστος χρηματοδότησης που είναι συνήθως υψηλότερα για τις ΜΜΕ από ό, τι για τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Η έλλειψη σκληρών δεδομένων σχετικά με τα «μη-χρέους» μέσα χρηματοδότησης αποτελεί ένα σημαντικό περιορισμό για τον σχεδιασμό, την υλοποίηση και την αξιολόγηση των πολιτικών στον τομέα αυτό. Η ετερογένεια του τομέα των ΜΜΕ είναι μια πρόκληση η οποία πρέπει να εξεταστεί στη διαδικασία του σχεδιασμού πολιτικής. Μικρο δεδομένα σε μικρο επίπεδο ανάλυσης είναι απαραίτητο να κατανοηθούν σχετικά με τις διαφορετικές ανάγκες των ΜΜΕ και το δυναμικό των αναδυόμενων νέων επιχειρηματικών μοντέλων του χρηματοπιστωτικού τομέα που αναπτύσσονται ώστε να ανταποκριθούν σε αυτές τις ανάγκες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 :ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η σχέση μεταξύ επιχειρηματικότητας και οικονομικής ανάπτυξης είναι ενσωματωμένη σε διάφορες πτυχές της οικονομικής βιβλιογραφίας.

Ένα πρώτο σκέλος της βιβλιογραφίας περιλαμβάνει τη γενική κατανόηση του ρόλου της επιχειρηματικότητας στη σύγχρονη οικονομία. Οι οικονομολόγοι έχουν αρχίσει να χτίζουν τα θεωρητικά πλαίσια που προσπαθούν να συλλάβουν το ρόλο των ενδιάμεσων μεταβλητών.

Ένα δεύτερο σκέλος της βιβλιογραφίας περιλαμβάνει τη μαθηματική μοντελοποίηση της οικονομικής ανάπτυξης. Παρά το γεγονός ότι η επιχειρηματικότητα δεν έπαιξε κανένα ρόλο στο νεοκλασικό υπόδειγμα ανάπτυξης -που υποθέτει ότι η τεχνολογική πρόοδος είναι εξωγενής- αυτό δεν παίζει κάποιο ρόλο σε ορισμένα από τα πιο πρόσφατα υποδείγματα ενδογενούς ανάπτυξης. Με βάση αυτά τα υποδείγματα, η οικονομική ανάπτυξη και τεχνολογική πρόοδος σε μακροοικονομικό επίπεδο, προσδιορίζεται ενδογενώς από τον ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων (επιχειρηματίες) που παράγουν καινοτομίες.

Ένα τρίτο σκέλος αφορά την εμπειρική μοντελοποίηση και τη μέτρηση της σχέσης μεταξύ επιχειρηματικότητας και της οικονομικής ανάπτυξης. Οι συνέπειες της επιχειρηματικότητας, από την άποψη των οικονομικών επιδόσεων, έχουν δημιουργήσει μια εκτενή εμπειρική βιβλιογραφία (Carree και Thurik, 2003).

Σχετικά με το τρίτο σκέλος, η μέτρηση της επιχειρηματικότητας σε μια οικονομία μπορεί να γίνει με την παρατήρηση μιας σειράς δεικτών α) με βάση το χρόνο, δηλαδή πως ο δείκτης αυτός μεταβάλλεται σε μια σειρά ετών και β) η συγκριτική ανάλυσή τους με άλλες χώρες. Για την συγκριτική ανάλυση των δεικτών μεταξύ χωρών του ΟΟΣΑ έχει δημιουργηθεί μια ομάδα δεδομένων η οποία ονομάζεται COMPENDIA (COMParative ENtrepreneurship Data for International Analysis) όπου περιλαμβάνονται ομογενοποιημένοι και συγκρίσιμοι δείκτες των χωρών.

Κατά την κατασκευή ενός εναρμονισμένου συνόλου δεδομένων για μια μεταβλητή “μέτρησης” του επιπέδου επιχειρηματικότητας σε έναν αριθμό χωρών και την πάροδο του χρόνου, μπορούν να προσδιοριστούν δύο είδη προβλημάτων συγκρισιμότητας: α) το πρώτο πρόβλημα αφορά τη συγκρισιμότητα μεταξύ των χωρών, δηλαδή διαφορετικές

χώρες χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς της ίδιας μεταβλητής. Επιλέγοντας έναν ορισμό της μεταβλητής που “μετράται” θα πρέπει να προσαρμοστούν ανάλογα τα στοιχεία και των υπολοίπων χωρών που χρησιμοποιούν διαφορετικό τρόπο εκτίμησης και β) το δεύτερο πρόβλημα αφορά τη διαχρονική συγκρισιμότητα, δηλαδή η εμφάνιση της τάσης μπορεί να μεταβάλλεται από χώρα σε χώρα για παράδειγμα μπορεί να “σπάει”, να αλλάξει από ένα χρόνο και μετά.

Για την αντιμετώπιση των παραπάνω προβλημάτων, τα αποτελέσματα των εμπειρικών εκτιμήσεων βασίζονται σε μεθόδους Panel Data, δηλαδή συνδυασμού χρονολογικών σειρών (time-series data) και διαστρωματικών στοιχείων (cross-section data).

Οι (Hsiao; Hsiao, 1979b; Klevmarken, 1989; Solon, 1989) αναφέρουν συγκεντρωτικά τα οφέλη που προκύπτουν από τη χρήση των Panel Data. Τέτοια πλεονεκτήματα είναι τα ακόλουθα:

- Περιορίζουν το πρόβλημα της ετερογένειας
- Δίνουν περισσότερες πληροφορίες από τα συμπεράσματα που προκύπτουν, τα οποία είναι πιο αποτελεσματικά, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας, καθώς και μειώνουν το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας.
- Είναι καλύτερα για τη μελέτη διαδοχικών και διαχρονικών προσαρμογών των δεδομένων που είναι διαθέσιμα.
- Επιτρέπουν τη χρήση πιο περίπλοκων υποδειγμάτων (μοντέλων).
- Εφαρμόζονται συνήθως σε ομάδες της μικροοικονομίας

Στην παρούσα μελέτη, η εμπειρική ανάλυση που ακολουθεί εστιάζει εκεί όπου η εφαρμογή των panel data παρέχει σημαντικά πλεονεκτήματα γύρω από την έρευνα των διαστρωματικών στοιχείων (cross-section).

Το πιο σημαντικό χαρακτηριστικό των μελετών που χρησιμοποιούν panel data είναι ότι οι μεταβολές, συνήθως, συμπεριλαμβάνονται αυτομάτως στο σχεδιασμό τους. Άρα οι αλλαγές μιας μεταβλητής σε ένα σύνολο μεταβλητών μετρούνται άμεσα.

Μια παλινδρόμηση σε panel data διαφέρει από εκείνες των χρονολογικών σειρών στη διπλή διάσταση των μεταβλητών της, δηλαδή

$$Y_{it} = \alpha + X_{it} \beta + U_{it} \quad (1)$$



Όπου,  $U_{it} = \mu_i + v_{it}$ , ο διαταρακτικός όρος  
 $i = 1, 2 \dots N$ , η διάσταση των διαστρωματικών στοιχείων (cross-section)  
 $t = 1, 2 \dots T$ , η διάσταση των χρονολογικών σειρών (time series)  
 $\alpha$ , μία σταθερά  
 $\beta$ , ένα  $K \times 1$  διάνυσμα και  
 $X_{it}$ , η  $i$ -οστή παρατήρηση από τις  $K$  ερμηνευτικές μεταβλητές.

Στη γενική περίπτωση των pooled OLS models υποτίθεται ότι όλες οι παράμετροι είναι ίδιες για κάθε διαστρωματικό στοιχείο (Holtz-Eakin, et al., 1988). Ωστόσο ένα fixed effect υπόδειγμα το οποίο λαμβάνει υπόψη συγκεκριμένους παράγοντες κάθε στρώματος (χώρας) φαίνεται πως είναι καταλληλότερο για την εμπειρική διερεύνηση της παρούσας μελέτης.

Στη μελέτη αυτή θα εξετάσουμε την επίδραση μεταξύ εφτά μεταβλητών που αφορούν την επιχειρηματικότητα. Ειδικότερα μελετήσαμε τη σχέση μεταξύ του αριθμού των επιχειρηματιών, με το ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν), την απασχόληση στον βιομηχανικό κλάδο, την απασχόληση στον τομέα των υπηρεσιών, τις εξαγωγές, τις πατέντες σε ΗΠΑ και ΕΕ, το κόστος εμπορίου και την πληθυσμιακή πυκνότητα.

Το βασικό fixed effect model (FEM) δίνεται από την εξίσωση (2).

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + U_{it} \quad (2)$$

Όπου,  $U_{it} = \mu_i + v_{it}$ , ο διαταρακτικός όρος,  
 $\mu_i$ , το χρονικά αμετάβλητο fixed effect του στρώματος  $i$   
 $i = 1, 2 \dots N$ , η διάσταση των διαστρωματικών στοιχείων (cross-section)  
 $t = 1, 2 \dots T$ , η διάσταση των χρονολογικών σειρών (time series)  
 $\beta_0$ , μία σταθερά  
 $\beta_1$ , ένα  $K \times 1$  διάνυσμα και  
 $X_{it}$ , η  $i$ -οστή παρατήρηση από τις  $K$  ερμηνευτικές μεταβλητές.

Η δημιουργία ενός pool με κάποια διαστρωματικά στοιχεία συνεπάγεται και κάποια πλεονεκτήματα. Πρώτον, δεν υφίσταται το πρόβλημα της στασιμότητας των χρονοσειρών. Η παρουσία ενός μεγάλου αριθμού διαστρωματικών στοιχείων (cross-

section) είναι πιθανό να επιτρέπει στους συντελεστές υστέρησης να μεταβάλλονται στη διάρκεια του χρόνου. Επίσης, κατά την ασυμπτωτική θεωρία, όταν υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός διαστρωματικών στοιχείων δεν απαιτείται το αυτοπαλίνδρομο διάνυσμα (autoregressive sector) να ικανοποιεί την υπόθεση της ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας. Βέβαια, η παρουσία μιας αποκλίνουσας και εκρηκτικής διαδικασίας μπορεί να δυσκολέψει την ερμηνεία του υποδείγματος.

Στην παραπάνω περίπτωση του fixed effects model-FEM (2), το  $\mu_i$  υποτίθεται ότι είναι μια σταθερή παράμετρος που μπορεί να εκτιμηθεί, ενώ το  $v_{it}$  είναι μια διαδικασία iid  $\sim (0, \sigma_v^2)$ . Γενικά, ο διαταρακτικός όρος  $v_{it}$  ικανοποιεί όλες τις κλασσικές υποθέσεις και το  $\mu_i$  αντικατοπτρίζει τις επιδράσεις ενός συγκεκριμένου στρώματος  $i$  (χώρας) και περιλαμβάνει τα μη παρατηρήσιμα χαρακτηριστικά του, ενώ υποτίθεται ότι είναι χρονικά αμετάβλητος.

Εφόσον θεωρούμε το  $\mu_i$  ως δεδομένο, μπορούμε να εφαρμόσουμε τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων με ψευδομεταβλητές, γνωστή και ως least square dummy variable (LSDV) methodology, για να εκτιμήσουμε το υπόδειγμα (2). Όμως, η μέθοδος αυτή συνεπάγεται μεγάλη απώλεια βαθμών ελευθερίας. Εκτιμώντας  $N-1$  παραμέτρους και ένα μεγάλο αριθμό ψευδομεταβλητών, το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας μεταξύ των παλινδρομήσεων μπορεί να χειροτερεύσει. Επιπλέον, οι fixed effects (FE) εκτιμητές δεν μπορούν να εκτιμήσουν την επίδραση κάθε μεταβλητής που είναι χρονικά αμετάβλητη (time-invariant variable).

Ωστόσο, αν το υπόδειγμα των fixed effects είναι αληθές, τότε ο LSDV εκτιμητής θα είναι άριστος, γραμμικός και αμερόληπτος (BLUE), με την προϋπόθεση όμως ότι ο διαταρακτικός όρος  $v_{it}$  κατανέμεται κανονικά με μηδενικό μέσο και μήτρα διακύμανσης – συνδιακυμάνσεων  $\sigma_v^2 [N(0, \sigma_v^2)]$ . Επίσης, τα  $X_{it}$  είναι ανεξάρτητα τόσο από τα  $\mu_{it}$  όσο και από τα  $v_{it}$  για όλα τα  $i$  και  $t$ . Δηλαδή ισχύει ότι  $E(U_{it}/X_{it})=0$ . Αυτό είναι πολύ σημαντικό γιατί ο διαταρακτικός όρος περιλαμβάνει και τις αμετάβλητες επιδράσεις κάθε στρώματος, οι οποίες μπορεί να μην είναι παρατηρήσιμες και να συσχετίζονται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές  $X_{it}$ . Στην περίπτωση αυτή ισχύει  $E(U_{it}/X_{it})\neq 0$  και ο εκτιμητής γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (FGLS) γίνεται μεροληπτικός και ασυνεπής. Ωστόσο, η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων εξαλείφει τις επιδράσεις των  $\mu_i$  και αφήνει τον εκτιμητή ελαχίστων τετραγώνων συνεπή αλλά όχι

αμερόληπτο. Επίσης, όταν το σωστό υπόδειγμα είναι ένα fixed effects model, τότε οι εκτιμητές των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) είναι μεροληπτικοί και ανεπαρκείς. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων δεν λαμβάνει υπόψη της τις επιδράσεις κάθε στρώματος χωριστά, όταν στην πράξη αυτές υφίστανται (Baltagi, et al., 2003).

Προκειμένου να ελεγχθεί αν το fixed effects model (FEM) είναι το σωστό υπόδειγμα, εξετάζουμε την από κοινού στατιστική σημαντικότητα των ψευδομεταβλητών  $v_{it}$ . Δηλαδή, ελέγχουμε την υπόθεση:

$$\begin{aligned} H_0 &: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_{N-1} = 0, && \text{έναντι της εναλλακτικής} \\ H_1 &: \text{τουλάχιστον ένα από τα } \mu_i \text{ είναι διαφορετικό του μηδενός.} \end{aligned}$$

Διεξάγοντας ένα F-test, το οποίο Chow Test με την ακόλουθη στατιστική ελέγχου:

$$F = \frac{RSE_R - RSE_U}{RSE_U} \frac{NT - N - k - 1}{N - 1} \sim F(N - 1, N(T - 1) - k),$$

όπου,

- $RSE_R$  το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων των OLS
- $RSE_U$  το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων των LSDV
- $T$  το μέγεθος του δείγματος των χρονοσειρών
- $N$  το μέγεθος του δείγματος των διαστρωματικών στοιχείων
- $k$  ο αριθμός των παραμέτρων του υποδείγματος των OLS

Η εκτίμηση πολλών παραμέτρων που συνεπάγεται η χρήση του Fixed Effects Model και άρα η απώλεια πολλών βαθμών ελευθερίας, μπορεί να αποφευχθεί υποθέτοντας ότι ο όρος  $\mu_i$  είναι τυχαίος (random). Σε αυτή την περίπτωση το προς εκτίμηση υπόδειγμα είναι:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + U_{it} \quad (3)$$

όπου,  $U_{it} = \mu_i + v_{it}$

Ουσιαστικά, παραμένει το ίδιο με το υπόδειγμα (2) αλλά πλέον ονομάζεται Random Effects Model (REM), καθώς ισχύει  $\mu_{it} \sim iid(0, \sigma_v^2)$  και  $v_{it} \sim iid(0, \sigma_u^2)$  και ότι τα  $\mu_{it}$  και  $v_{it}$  είναι ανεξάρτητα. Το Random Effects Model είναι κατάλληλο στην περίπτωση που

επιλέγονται τυχαία  $N$  στρώματα από έναν μεγάλο πληθυσμό. Κάτω από την υπόθεση του REM οι OLS εκτιμητές παραμένουν να είναι αμερόληπτοι και συνεπείς, αλλά όχι αποτελεσματικοί.

Έχοντας αναλύσει τα Fixed Effects και Random Effects υποδείγματα και τις υποθέσεις τους, τίθεται το ερώτημα για το ποιο είναι κατάλληλο και πρέπει να επιλέξουμε. Η απόφαση δεν είναι τόσο εύκολη όσο φαίνεται και για το λόγο αυτό έχει δημιουργηθεί μια διαμάχη μεταξύ των υποστηρικτών τους. Οι (Mundlak, 1961) και (Wallace, et al., 1961) τάσσονται υπέρ ενός Fixed Effects Model σε αντίθεση με τους (Balestra, et al., 1966) που προτείνουν τη χρήση του Random Effects Model. Εφαρμοσμένες μελέτες έχουν καταλήξει σε απόρριψη της χρήσης Random Effects υποδειγμάτων και σε αποδοχή μιας προσαρμοσμένης εκδοχής των Random Effects Models.

Ο (Chamberlain, 1984) έδειξε ότι τα Fixed Effects Models επιβάλλουν ελεγχόμενους περιορισμούς στις παραμέτρους και κάποιος μπορεί να διαπιστώσει την εγκυρότητα αυτών των περιορισμών πριν καταλήξει στην επιλογή του συγκεκριμένου FE υποδείγματος. Αυτοί οι απροσδιόριστοι περιορισμοί ελέγχονται με τη χρήση tests τύπου Hausman. Επίσης, ο (Mundlak, 1978) υποστηρίζει ότι το Random Effects Model υποθέτει εξωγένεια για όλες τις μεταβλητές κάθε στρώματος που έχουν τυχαίες επιδράσεις σε αντίθεση με τα Fixed Effects Models που επιτρέπουν την ενδογένεια όλων των μεταβλητών. Συνεπώς, υπάρχει η επιλογή πλήρους ή καθόλου εξωγένειας μεταξύ των μεταβλητών και των ατομικών επιδράσεων (individual effects). Οι (Hausman, et al., 1981) επιτρέπουν τη συσχέτιση μερικών μεταβλητών με τα individual effects.

Για να εξετάσουμε αν το  $\mu_{it}$  είναι μια τυχαία ή όχι μεταβλητή, δηλαδή για να ελέγξουμε την υπόθεση της ύπαρξης fixed effects, χρησιμοποιείται ο έλεγχος των Breusch & Pagan (BP). Οι (Breusch, et al., 1980) ανέπτυξαν ένα Lagrange Multiplier (LM) test για τον έλεγχο της υπόθεσης  $\sigma_u^2=0$ . Η λογαριθμική συνάρτηση πιθανοφάνειας κάτω από την υπόθεση της κανονικότητας του στοχαστικού όρου, δίνεται από την εξίσωση (4):

$$L(\delta, \theta) = \alpha - \frac{1}{2} \log |\Omega| - \frac{1}{2} U' \Omega^{-1} U \quad (4)$$

όπου  $\theta = (\sigma_u^2, \sigma_v^2)$  και  $\Omega = \eta$  μήτρα διακύμανσης – συνδιακυμάνσεων

Η στατιστική ελέγχου που χρησιμοποιείται είναι η ακόλουθη:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)(1-RSS_u)} \quad (5)$$

Υπό τη μηδενική υπόθεση η LM κατανέμεται ασυμπτωτικά ως  $X^2(1)$ . Αυτό το LM test είναι πολύ εύκολο στον υπολογισμό του αφού το μόνο που απαιτείται είναι το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων ( $RSS_u$ ) από την εξίσωση των ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

Αν η μηδενική υπόθεση απορριφθεί, τότε η χρήση ενός random effects model είναι προτιμότερη και έτσι υπονοείται ο εφικτός εκτιμητής γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (feasible generalized least squares estimator - FGLS) είναι ίσως καταλληλότερος. Όμως, το υπόδειγμα RE έχει ένα μειονέκτημα καθώς υποθέτει ότι ο διαταρακτικός όρος σχετίζεται με κάθε διαστρωματικό στοιχείο της ίδιας εξίσωσης και είναι ασυσχέτιστος με τις άλλες παλινδρομήσεις και σε αυτή την περίπτωση ο εκτιμητής γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (FGLS) είναι μεροληπτικός.

Επίσης, για να καταλήξουμε ποιο υπόδειγμα είναι καταλληλότερο, ένα REM ή ένα FEM, χρησιμοποιείται ο έλεγχος Hausman. Ο έλεγχος Hausman (1978) είναι ένας γενικός έλεγχος ότι δεν υπάρχει πρόβλημα λανθασμένης εξειδίκευσης, ή διαφορετικά ότι η εξειδίκευση του υποδείγματος είναι σωστή. Η εναλλακτική υπόθεση είναι ότι υπάρχει κάποιο συγκεκριμένο πρόβλημα που οφείλεται σε λανθασμένη εξειδίκευση. Για το συγκεκριμένο έλεγχο υποθέτουμε το ακόλουθο υπόδειγμα [(6)]:

$$Y = \beta X + U \quad (6a)$$

Και για την εφαρμογή του απαιτούνται δύο εκτιμητές του συντελεστή  $\beta$ , έστω  $\tilde{\beta}$  και  $\bar{\beta}$  με τις εξής ιδιότητες:

1. Ο εκτιμητής  $\tilde{\beta}$  είναι συνεπής (consistent) και αποτελεσματικός (efficient) όταν ισχύει η μηδέν υπόθεση (σωστή εξειδίκευση), αλλά δεν είναι συνεπής όταν ισχύει η εναλλακτική υπόθεση (λανθασμένη εξειδίκευση).
2. Ο εκτιμητής  $\bar{\beta}$  είναι συνεπής και με τις δύο υποθέσεις, μηδέν και εναλλακτική, αλλά δεν είναι αποτελεσματικός όταν ισχύει η μηδέν υπόθεση.

Με βάση τα παραπάνω, ο έλεγχος της μηδέν υποθέσεως έναντι της εναλλακτικής γίνεται

με την ακόλουθη στατιστική:

$$m = \frac{\hat{g}^2}{S_{\hat{g}}^2} \quad (6\beta)$$

όπου  $\hat{g} = \bar{\beta} - \hat{\beta}$  (6γ)

και  $S_{\hat{g}}^2$  είναι μια συνεπής εκτίμηση της διακυμάνσεως του  $g$ . Η διακύμανση του  $\hat{g}$ , εξάλλου, ισούται με τη διαφορά των διακυμάνσεων των εκτιμητών  $\bar{\beta}$  και  $\hat{\beta}$ . Δηλαδή,

$$V(\hat{g}) = V(\bar{\beta}) - V(\hat{\beta}) \quad (6\delta)$$

Όταν η μηδέν υπόθεση είναι σωστή, η στατιστική  $m$  κατανέμεται ασυμπτωτικά ως  $X^2(1)$ . Ως συνήθως, η μηδέν υπόθεση απορρίπτεται για μεγάλες τιμές της στατιστικής  $m$ .

Οι (Ahn, et al., 1996) ισχυρίζονται ότι ο έλεγχος Hausman μπορεί να γενικευτεί και να ελέγξει ότι κάθε  $X_{it}$  είναι ασυσχέτιστο με τα  $\mu_i$ . Σε αυτή την περίπτωση κάποιος μπορεί να υπολογίσει την ακόλουθη στατιστική ελέγχου (7):

$$LM = R^2 \times NT \quad (7)$$

όπου  $T$  το μέγεθος του δείγματος των χρονοσειρών  
 $N$  το μέγεθος του δείγματος των διαστρωματικών στοιχείων  
 $R^2$  το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων από τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων σε δύο στάδια (2SLS).

Αυτός ο LM έλεγχος είναι ίδιος με το Wald Test του (Arellano, 1993). Αν οι παράμετροι αυτοί δεν είναι στάσιμοι, τότε και οι δύο εκτιμητές τόσο από τα απλά ελάχιστα τετράγωνα ( $\hat{\beta}_1^{OLS}$ ) όσο και από τα ελάχιστα τετράγωνα σε δύο στάδια ( $\hat{\beta}_2^{OLS}$ ) είναι συνεπείς παρόλο που οι μεταβλητές είναι εξωγενείς.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

### 7.1 Εισαγωγή

Διερευνώνται τα οικονομικά στοιχεία-παράμετροι που πιθανολογείται ότι επηρεάζουν τον αριθμό των επιχειρηματιών σε 30 χώρες του ΟΟΣΑ, την 40ετία 1970-2011.

Τα οικονομικά στοιχεία – παράμετροι που εξετάζονται είναι οι εξής:

Πίνακας 7-1 Επιχειρηματικότητα - Μεταβλητές που αναλύονται

<b>ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ</b>
ΑΕΠ – Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
Πληθυσμιακή Πυκνότητα
Απασχόληση (Βιομ.) – Απασχόληση στον Βιομηχανικό κλάδο
Απασχόληση (Υπηρ.) – Απασχόληση στον τομέα των υπηρεσιών
Εξαγωγές
Πατέντες ΗΠΑ
Πατέντες Ε.Ε
Κόστος Εμπορίου

## 7.2 Αποτελέσματα Έρευνας

Αρχικά, η ανάλυση γίνεται ανά χώρα μεταξύ των 6 μεγαλύτερων χωρών του δείγματος (Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ισπανία, Σουηδία και Αγγλία), ενώ στην συνέχεια ακολουθεί ένας πίνακας με συγκεντρωτικά αποτελέσματα για το σύνολο των χωρών του δείγματος.

### 7.2.1 Γαλλία

Ακολουθούν τα συμπεράσματα και ο πίνακας με την παλινδρόμηση για την Γαλλία.

**Πίνακας 7-2 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Γαλλία**  
(εξαρτημένη μεταβλητή: Αριθμός επιχειρηματιών)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	<b>B(t<sub>stat</sub>)</b>	<b>B(t<sub>stat</sub>)</b>	<b>B(t<sub>stat</sub>)</b>
C	-25,554 (-1,074)	0,927 (0,045)	-104,863 (-1.798)
ΑΕΠ Γαλλίας	-0,006 (-0,003)	-0,988 (-1,054)	2,362 (1.468)
Πληθυσμιακή Πυκνότητα	5,659 (0,769)	-1,088 (-0,179)	23,662 (1.533)
Απασχόληση (Βιομ.)		-2,810 (-0,586)	-29,707 (-2.724) *
Απασχόληση (Υπηρ.)		19,769 (3,944) *	-26,154 (-1.358)
Εξαγωγές			9,117 (1.862)
Πατέντες ΗΠΑ			0,130 (2.040) *
Πατέντες Ε.Ε			-0,057 (-2.463) *
Κόστος Εμπορίου			3,651 (3.047) *
	<b>R<sup>2</sup> = 0,614,</b> <b>adj. R<sup>2</sup> = 0,569</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,876,</b> <b>adj. R<sup>2</sup> = 0,842</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,945,</b> <b>adj. R<sup>2</sup> = 0,906</b>

(Επίπεδο σημαντικότητας **90%**, όπου \* οι στατιστικά σημαντικές περιπτώσεις)



Στην περίπτωση της Γαλλίας παρατηρείται ότι εκτελώντας την παλινδρόμηση με 2 μεταβλητές, το ΑΕΠ της χώρας και την πληθυσμιακή της πυκνότητα, μόνο η 2<sup>η</sup> δείχνει να επηρεάζει τις άμεσες ξένες επενδύσεις σε πρώτη φάση. Πιθανή αύξηση της πληθυσμιακής πυκνότητας κατά 1 μονάδα επιφέρει άνοδο τον αριθμό επιχειρηματιών κατά 5,659 μονάδες όπως φαίνεται και στον πίνακα. Οι δύο αυτές μεταβλητές μαζί «εξηγούν» το 56,9% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής.

Στην δεύτερη παλινδρόμηση για την Γαλλία, με 4 μεταβλητές, παρατηρείται ότι η πληθυσμιακή πυκνότητα από θετική επίδραση έχει πλέον αρνητική (-1,088) ενώ την μεγαλύτερη επίδραση παρουσιάζει η απασχόληση στις υπηρεσίες (19,769), η οποία είναι και στατιστικά σημαντική ( $t=3,944$ ). Το ποσοστό διακύμανσης των επενδύσεων που δικαιολογούν αυτές οι 4 μεταβλητές αγγίζει περίπου το 85%.

Στην τελευταία παλινδρόμηση με όλες τις μεταβλητές, παρατηρείται ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή επηρεάζεται από αρκετούς παράγοντες, με σημαντικότερους την απασχόληση στην βιομηχανία ( $\beta=-29,707$ ,  $t=-2,724$ ) και το κόστος εμπορίου ( $\beta=3,651$ ,  $t=3,047$ ). Το συνολικό ποσοστό της διακύμανσης που οφείλεται σε αυτές τις μεταβλητές φτάνει περίπου στο 91%.

Λαμβάνοντας υπόψη την τελευταία παλινδρόμηση που έχει το μεγαλύτερο ποσοστό διακύμανσης, ο αριθμός των επιχειρηματιών στην Γαλλία δείχνει να επηρεάζεται από πολλές μεταβλητές με σημαντικότερες την απασχόληση στην βιομηχανία, τις πατέντες σε ΗΠΑ και ΕΕ καθώς και το κόστος εμπορίου. Η απασχόληση στην βιομηχανία επιδρά σημαντικά, αρνητικά, στον αριθμό των επιχειρηματιών δηλαδή όταν αυξάνεται η απασχόληση στον βιομηχανικό τομέα κατά μια μονάδα μειώνεται ο αριθμός των επιχειρηματιών κατά 24 περίπου μονάδες. Αντίθετα, οι πατέντες σε ΗΠΑ και ΕΕ καθώς και το κόστος εμπορίου έχουν σημαντικά θετική επίδραση στον αριθμό των επιχειρηματιών. Την μεγαλύτερη θετική επίπτωση έχει το κόστος εμπορίου (3,651.)

## 7.2.2 Γερμανία

Ακολουθούν τα συμπεράσματα και ο πίνακας με την παλινδρόμηση για την Γερμανία.

**Πίνακας 7-3 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Γερμανία  
(εξαρτημένη μεταβλητή: Αριθμός επιχειρηματιών)**

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
C	31,163 (2,448) *	26,792 (1,015)	65,825 (2,244) *
ΑΕΠ Γερμανίας	2,820 (5,485) *	2,749 (4,045) *	5,464 (4,985) *
Πληθυσμιακή Πυκνότητα	-9,430 (-3,122) *	-8,024 (-1,291)	-16,500 (-2,491) *
Απασχόληση (Βιομ.)		-3,2016 (-0,350)	-18,120 (-1,939) *
Απασχόληση (Υπηρ.)		-2,665 (-0,281)	-14,041 (-1,539)
Εξαγωγές			-2,901 (-0,737)
Πατέντες ΗΠΑ			-0,006 (-0,230)
Πατέντες Ε.Ε			-0,003 (-0,189)
Κόστος Εμπορίου			0,079 (0,082)
	<b>R<sup>2</sup> = 0,903, adj. R<sup>2</sup> = 0,891</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,906, adj. R<sup>2</sup> = 0,881</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,949, adj. R<sup>2</sup> = 0,912</b>

(Επίπεδο σημαντικότητας  $t_{stat}=90\%$ , όπου \* οι στατιστικά σημαντικές περιπτώσεις)

Στην Γερμανία, παρατηρείται ότι σε όλες τις περιπτώσεις η πληθυσμιακή πυκνότητα επηρεάζει αρνητικά την επιχειρηματικότητα είτε εξεταζόμενη με 1 είτε με περισσότερες μεταβλητές, καθώς έχει σταθερή αρνητική επιρροή από -8,024 έως και -16,500 μονάδες. Στην πρώτη περίπτωση το ΑΕΠ της χώρας επηρεάζει επίσης σε σημαντικό βαθμό ( $\beta=2,820$ ,  $t=5,485$ ) σε σημείο ώστε οι 2 αυτές μεταβλητές μαζί να εξηγούν το 89,1% της διακύμανσης της ανεξάρτητης μεταβλητής.

Στην δεύτερη παλινδρόμηση, το ΑΕΠ και η πυκνότητα παραμένουν οι κύριες

μεταβλητές επηρεασμού, με το  $R^2$  να παραμένει στα ίδια περίπου επίπεδα και συγκεκριμένα στο 88,1%.

Στην παλινδρόμηση που περιλαμβάνει το σύνολο των μεταβλητών, παρατηρείται ότι το ΑΕΠ και η πυκνότητα έχουν σταθερή επίδραση θετική και αρνητική αντίστοιχα, ενώ πλέον η απασχόληση στην βιομηχανία αλλά και στις υπηρεσίες, δείχνει να επηρεάζει και αυτή αρνητικά, συνεπικουρούμενες από τις εξαγωγές που και αυτές έχουν αρνητική συσχέτιση με τις επενδύσεις ( $\beta=-2,901$ ,  $t=-0,737$ ). Όλες μαζί οι μεταβλητές της «πλήρης» παλινδρόμησης εξηγούν το 91,2% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής.

Από την τελευταία παλινδρόμηση συμπεραίνεται πως ο αριθμός των επιχειρηματιών στην Γερμανία επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες εκ των οποίων το ΑΕΠ επιδρά σημαντικά θετικά σε αυτόν ενώ η πληθυσμιακή πυκνότητα και η απασχόληση στην βιομηχανία σημαντικά αρνητικά.

### 7.2.3 Ιταλία

**Πίνακας 7-4 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ιταλία**  
(εξαρτημένη μεταβλητή: Αριθμός επιχειρηματιών)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
C	15,291 (0,258)	52,080 (0,779)	56,743 (0,402)
ΑΕΠ Ιταλίας	1,753 (1,847)	8,186 (1,665)	5,946 (0,873)
Πληθυσμιακή Πυκνότητα	-5,064 (-0,408)	-17,254 (-1,176)	-16,677 (-0,653)
Απασχόληση (Βιομ.)		-5,536 (-0,530)	13,914 (0,859)
Απασχόληση (Υπηρ.)		-25,054 (-1,204)	-9,690 (-0,294)
Εξαγωγές			-19,638 (-2,292) *
Πατέντες ΗΠΑ			0,084 (1,731)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
Πατέντες Ε.Ε			0,012 (0,578)
Κόστος Εμπορίου			-4,464 (-2,540) *
	<b>R<sup>2</sup> = 0,531,</b> <b>adj. R<sup>2</sup> = 0,476</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,601,</b> <b>adj. R<sup>2</sup> = 0,494</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,762,</b> <b>adj. R<sup>2</sup> = 0,588</b>

(Επίπεδο σημαντικότητας **90%**, όπου \* οι στατιστικά σημαντικές περιπτώσεις)

Στην περίπτωση της Ιταλίας το ΑΕΠ δεν δείχνει να επηρεάζει σε στατιστικά σημαντικό επίπεδο τον αριθμό επιχειρηματιών σε πρώτη φάση ενώ στην δεύτερη και την τρίτη παλινδρόμηση αυξάνεται η επίδραση του. Η πληθυσμιακή πυκνότητα επηρεάζει και σε αυτή την περίπτωση αρνητικά την επιχειρηματικότητα. Στην πρώτη παλινδρόμηση η πληθυσμιακή πυκνότητα είναι -5,064 μονάδες (χωρίς ιδιαίτερη στατιστική σημασία:  $t=-0,408$ ). Και οι δύο μεταβλητές της 1<sup>ης</sup> παλινδρόμησης εξηγούν μόνο το 47,6% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής, ποσοστό μη ικανοποιητικό.

Στην δεύτερη παλινδρόμηση βλέπουμε ότι και πάλι οι υπό εξέταση μεταβλητές δεν επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις ξένες επενδύσεις, γεγονός που γίνεται αντιληπτό και από την τιμή του  $R^2$  η οποία παραμένει σε χαμηλά επίπεδα (49,4%).

Στην τρίτη προσπάθεια μας για καλύτερη επεξήγηση της διακύμανσης των επενδύσεων, βλέπουμε ότι το κόστος του εμπορίου επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό αρνητικά τις επενδύσεις ( $\beta=-4,464$ ,  $t=-2,540$ ) όπως επίσης και οι εξαγωγές ( $\beta=-19,638$ ,  $t=-2,292$ ). Οι δύο αυτές αποτελούν και τους σημαντικότερους παράγοντες, οι οποίοι συνολικά εξηγούν ένα μέτριο ποσοστό της διακύμανσης των άμεσων ξένων επενδύσεων, της τάξης του 59%.

Όπως στις περιπτώσεις της Γαλλίας και της Γερμανίας, ομοίως και στην Ιταλία η επιχειρηματικότητα εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, χωρίς όμως σημαντική επίδραση σε αυτή την περίπτωση. Στατιστικά σημαντικές μεταβλητές είναι οι εξαγωγές και το κόστος εμπορίου, οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά τον αριθμό των επιχειρηματιών. Αύξηση κατά μια μονάδα στις εξαγωγές και στο κόστος εμπορίου έχουν ως αποτέλεσμα μείωση του αριθμού των επιχειρηματιών κατά 19,6 και 4,4 μονάδες αντίστοιχα.

## 7.2.4 Ισπανία

Πίνακας 7-5 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ισπανία  
(εξαρτημένη μεταβλητή: Αριθμός επιχειρηματιών)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
C	32,019 (3,952) *	15,568 (1,755)	-31,107 (-0,700)
ΑΕΠ Ισπανίας	2,532 (6,332) *	-0,039 (-0,042)	-5,498 (-1,677)
Πληθυσμιακή Πυκνότητα	-10,781 (-4,552) *	-5,367 (-1,986) *	12,609 (0,917)
Απασχόληση (Βιομ.)		11,380 (2,660) *	22,939 (1,762)
Απασχόληση (Υπηρ.)		8,685 (2,975) *	18,523 (2,309) *
Εξαγωγές			-17,018 (-2,251) *
Πατέντες ΗΠΑ			0,129 (1,123)
Πατέντες Ε.Ε			-0,058 (-0,348)
Κόστος Εμπορίου			-4,794 (-2,830) *
	<b>R<sup>2</sup> = 0,762, adj. R<sup>2</sup> = 0,734</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,850, adj. R<sup>2</sup> = 0,810</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,920, adj. R<sup>2</sup> = 0,862</b>

(Επίπεδο σημαντικότητας **90%**, όπου \* οι στατιστικά σημαντικές περιπτώσεις)

Στην παλινδρόμηση για την Ισπανία, παρατηρείται ότι στην πρώτη περίπτωση και το ΑΕΠ αλλά και η πληθυσμιακή πυκνότητα επηρεάζουν σε στατιστικά σημαντικό βαθμό την εξαρτημένη μεταβλητή της μελέτης μας, το ΑΕΠ θετικά ( $\beta=2,532$ ) ενώ η πυκνότητα αρνητικά όπως και στις προηγούμενες περιπτώσεις ( $\beta=-10,781$ ).

Στην δεύτερη περίπτωση η επίδραση της πυκνότητας μειώνεται έτσι ώστε να επηρεάζει οριακά σε στατιστικά σημαντικό βαθμό ενώ το ΑΕΠ όχι πλέον, με τις θέσεις τους να παίρνουν η απασχόληση στην βιομηχανία και στις υπηρεσίες, ( $\beta=11,380$ ,  $t=-2,660$ ) και ( $\beta=8,685$ ,  $t=2,975$ ).

Στην τελευταία παλινδρόμηση που περιλαμβάνει περισσότερες μεταβλητές, βλέπουμε ότι η πληθυσμιακή πυκνότητα πλέον επηρεάζει θετικά αλλάζοντας πρόσημο. Όπως και στην περίπτωση της Ιταλίας, παρουσιάζουν αρνητική επίδραση το κόστος του εμπορίου σε σημαντικό, μάλιστα, βαθμό ( $\beta=-17,018$ ,  $t=-2,251$ ) όπως επίσης και οι εξαγωγές ( $\beta=-4,794$ ,  $t=-2,830$ ). Το  $R^2$  αυξάνεται σταδιακά από 73,4% σε 86,2%

Όπως και στις προηγούμενες περιπτώσεις, ο αριθμός των επιχειρηματιών στην Ισπανία εξαρτάται από πολλές μεταβλητές με σημαντικότερες την απασχόληση στις υπηρεσίες, τις εξαγωγές και το κόστος εμπορίου. Η απασχόληση στις υπηρεσίες επιδρά θετικά στον αριθμό των επιχειρηματιών ενώ οι εξαγωγές και το κόστος εμπορίου έχουν αρνητική επίπτωση.

### 7.2.5 Σουηδία

Ακολουθούν τα αποτελέσματα για την Σουηδία.

**Πίνακας 7-6 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Σουηδία**  
(εξαρτημένη μεταβλητή: Αριθμός επιχειρηματιών)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
C	-24,970 (-4,070) *	-55,488 (-3,458) *	-39,467 (-2,177) *
ΑΕΠ Σουηδίας	-0,168 (-0,298)	-0,962 (-0,830)	0,456 (0,293)
Πληθυσμιακή Πυκνότητα	8,663 (3,088) *	10,657 (1,617)	1,748 (0,205)
Απασχόληση (Βιομ.)		34,094 (1,415)	34,792 (1,375)
Απασχόληση (Υπηρ.)		27,954 (1,095)	33,961 (1,247)
Εξαγωγές			1,385 (1,533)
Πατέντες ΗΠΑ			0,098 (1,564)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
Πατέντες Ε.Ε			-0,244 (-0,943)
Κόστος Εμπορίου			0,016 (0,467)
	<b>R<sup>2</sup> = 0,662, adj. R<sup>2</sup> = 0,623</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,739, adj. R<sup>2</sup> = 0,669</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,817, adj. R<sup>2</sup> = 0,614</b>

(Επίπεδο σημαντικότητας **90%**, όπου \* οι στατιστικά σημαντικές περιπτώσεις)

Στην Σουηδία, η αύξηση της πληθυσμιακής πυκνότητας συνεπάγεται και αύξηση του αριθμού των επιχειρηματιών, σε σημαντικό επίπεδο, γεγονός που δεν παρατηρήθηκε στις προηγούμενες χώρες, τουλάχιστον στο αρχικό στάδιο της 1<sup>ης</sup> παλινδρόμησης. Το ΑΕΠ και η πυκνότητα εξηγούν το 62,3% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής.

Εισάγοντας νέες μεταβλητές στην παλινδρόμηση, παρατηρείται ότι δεν υπάρχει κάποια αξιοσημείωτη μεταβλητή και ότι όλες οι μεταβλητές πλην του ΑΕΠ (οριακά) επηρεάζουν θετικά τον αριθμό των επιχειρηματιών.

Στην τελευταία περίπτωση, καμία μεταβλητή δεν φαίνεται να επηρεάζει σημαντικά την επιχειρηματικότητα. Το γεγονός αυτό αντανακλάται και στο R<sup>2</sup> το οποίο μειώνεται, παρόλο την είσοδο νέων μεταβλητών που θα περιμέναμε να εξηγούν καλύτερα την εξαρτημένη μεταβλητή μας. Έτσι το R<sup>2</sup> πέφτει στο 61,4% ποσοστό αρκετά μέτριο για το πλήθος των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν κατά την διάρκεια της ανάλυσης.

Στην περίπτωση της Σουηδίας ο αριθμός των επιχειρηματιών εξαρτάται από πολύ λιγότερους παράγοντες απ' ότι στις προηγούμενες οικονομίες. Στην Σουηδία ο αριθμός των επιχειρηματιών επηρεάζεται από το ΑΕΠ της χώρας, την πληθυσμιακή πυκνότητα και την απασχόληση σε βιομηχανία και υπηρεσίες.

## 7.2.6 Αγγλία

Πίνακας 7-7 Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Αγγλία  
(εξαρτημένη μεταβλητή: Αριθμός επιχειρηματιών)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
C	10,214 (0,497)	12,615 (0,435)	-11,072 (-0,437)
ΑΕΠ Αγγλίας	0,918 (1,817)	1,107 (1,524)	1,334 (1,530)
Πληθυσμιακή Πυκνότητα	-2,888 (-0,659)	-2,972 (-0,554)	-1,141 (-0,256)
Απασχόληση (Βιομ.)		-3,174 (-0,358)	9,563 (0,994)
Απασχόληση (Υπηρ.)		-3,433 (-0,390)	8,165 (0,835)
Εξαγωγές			0,307 (0,071)
Πατέντες ΗΠΑ			0,103 (2,875) *
Πατέντες Ε.Ε			-0,065 (-2,429) *
Κόστος Εμπορίου			0,363 (0,268)
	<b>R<sup>2</sup> = 0,634, adj. R<sup>2</sup> = 0,591</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,638, adj. R<sup>2</sup> = 0,542</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,824, adj. R<sup>2</sup> = 0,697</b>

(Επίπεδο σημαντικότητας **90%**, όπου \* οι στατιστικά σημαντικές περιπτώσεις)

Με βάση την πρώτη παλινδρόμηση παρατηρείται ότι στην Αγγλία το ΑΕΠ επηρεάζει θετικά σε οριακό βαθμό τον αριθμό επιχειρηματιών και η πληθυσμιακή πυκνότητα αρνητικά επίσης σε μικρό βαθμό. Και οι 2 μεταβλητές μαζί εξηγούν το 59% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής.

Στην δεύτερη παλινδρόμηση, παρατηρείται ότι η απασχόληση στην βιομηχανία και στις υπηρεσίες επηρεάζει ελάχιστα αρνητικά τον αριθμό των επιχειρηματιών και στο ίδιο επίπεδο κινούνται και οι 2 μεταβλητές της πρώτης παλινδρόμησης χωρίς καμία αξιολογή μεταβλητή. Έτσι, το R<sup>2</sup> μειώνεται στο 54,2%, παρότι αυξάνεται ο αριθμός των



μεταβλητών.

Στην τελευταία περίπτωση, παρατηρείται ότι οι πατέντες των ΗΠΑ και οι πατέντες της Ε.Ε. έχουν στατιστικά σημαντικό ρόλο, θετικό και αρνητικό αντίστοιχα: ( $\beta=0,103$ ,  $t=2,875$ ) και ( $\beta=-0,065$ ,  $t=-2,429$ ). Έτσι η συνολική διακύμανση της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από τις μεταβλητές της τελευταίας παλινδρόμησης φτάνει περίπου το 70%.

Στην Αγγλία όπως και στις υπόλοιπες οικονομίες που εξετάστηκαν παραπάνω, πλην της Σουηδίας, η επιχειρηματικότητα επηρεάζεται από πολλές μεταβλητές. Από το σύνολο αυτών των μεταβλητών οι πατέντες σε ΗΠΑ και ΕΕ είναι στατιστικά σημαντικές με αντίθετες επιδράσεις, θετική και αρνητική αντίστοιχα.

### 7.2.7 Μέσος όρος χωρών

Ακολουθεί η πολλαπλή παλινδρόμηση για τους μέσους όρους των υπολοίπων χωρών των του δείγματος πλην αυτών που παρουσιάζονται στις προηγούμενες παραγράφους.

**Πίνακας 7-8 Πολλαπλή παλινδρόμηση για τους μέσους όρους των χωρών**

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )	B(t <sub>stat</sub> )
C	-3,582 (-1,936) *	-9,203 (-3,260) *	-4,387 (-0,779)	-4,366 (-0,749)	-8,008 (-1.155)
ΑΕΠ	1,410 (5,866) *	1,140 (5,304) *	1,067 (4,583) *	1,058 (3,461) *	1,011 (3.262) *
Πληθυσμιακή Πυκνότητα	0,141 (0,365)	0,219 (0,665)	0,226 (0,617)	0,237 (0,539)	0,423 (0.882)
Απασχόληση (B)		4,743 (0,828)	0,829 (0,106)	0,818 (0,102)	1,602 (0.198)
Απασχόληση (Y)		8,921 (3,286) *	1,867 (0,250)	1,893 (0,245)	2,744 (0.353)
Πατέντες ΗΠΑ			0,262 (0,687)	0,117 (0,348)	0,271 (0.674)
Πατέντες Ε.Ε.			0,119 (0,367)	-0,105 (-0,046)	0,011 (0.030)
Εξαγωγές				0,266	4,672

				(0,662)	(0.866)
Κόστος Εμπορίου					1,927 (0.976)
	<b>R<sup>2</sup> = 0,662, adj. R<sup>2</sup> = 0,628</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,791, adj. R<sup>2</sup> =0,745</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,805, adj. R<sup>2</sup> =0,731</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,805, adj. R<sup>2</sup> =0,714</b>	<b>R<sup>2</sup> = 0,817, adj. R<sup>2</sup> =0,713</b>

(Επίπεδο σημαντικότητας **90%**, όπου \* οι στατιστικά σημαντικές περιπτώσεις)

Στην πρώτη παλινδρόμησης, μόνο το ΑΕΠ δείχνει να επηρεάζει θετικά τον αριθμό επιχειρηματιών ( $\beta=1,410$ ,  $t=5,866$ ) ενώ η πληθυσμιακή πυκνότητα κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα.

Στην συνέχεια, αυξάνοντας τον αριθμό των ανεξάρτητων μεταβλητών, παρατηρείται ότι το ΑΕΠ συνεχίζει να έχει την ίδια θετική συσχέτιση όπως και στην πρώτη παλινδρόμηση. Επιπλέον η απασχόληση στις υπηρεσίες έχει σημαντικά θετική επίδραση στον αριθμό των επιχειρηματιών. Στην περίπτωση αυτή το  $R^2$  έφτασε το 75% από 62% που ήταν στην 1<sup>η</sup> παλινδρόμηση.

Στην τελευταία παλινδρόμηση, παρατηρείται ότι οι νέες μεταβλητές που υπεισέρχονται στην εξίσωση δεν έχουν επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή. Μόνο το ΑΕΠ επηρεάζει τον αριθμό των επιχειρηματιών σε σημαντικό επίπεδο. Συνεπώς, η διακύμανση που εξηγείται από αυτές τις μεταβλητές μειώνεται στο 73,1%. Η εισαγωγή των εξαγωγών στην παλινδρόμηση δεν αλλάζει το αποτέλεσμα (μόνο το ΑΕΠ συνεχίζει να επηρεάζει θετικά σε στατιστικά σημαντικό βαθμό) και αυτό αντανακλάται στο  $R^2$  που μειώνεται εκ νέου (71,4%). Και στην τελευταία περίπτωση παρατηρείται το ίδιο (πτώση του  $R^2$  στο 71,3%).

Συμπεραίνεται ότι στο μέσο όρο των χωρών το ΑΕΠ, η πληθυσμιακή πυκνότητα και η απασχόληση επηρεάζουν την επιχειρηματικότητα. Την σημαντικότερη επίδραση στον αριθμό των επιχειρηματιών έχουν το ΑΕΠ και η απασχόληση στον τομέα των υπηρεσιών (θετική συσχέτιση)

### 7.3 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο πραγματοποιήθηκε η οικονομική ανάλυση για τις 30 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης – μέλη του ΟΟΣΑ για το χρονικό διάστημα των 40 χρόνων από το 1970 έως το 2011. Αναλυτικότερα, παρουσιάστηκαν οι παράμετροι που επηρεάζουν τον αριθμό των επιχειρηματιών για τις 6 μεγαλύτερες χώρες του δείγματος μας (Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ισπανία, Σουηδία και Αγγλία) και των μέσων όρων όλων των υπόλοιπων χωρών.

Έγινε προσπάθεια να διαπιστωθεί ποιες είναι οι μεταβλητές που επηρεάζουν την επιχειρηματικότητα. Για αυτό το λόγο εκτελέστηκαν 3 διαφορετικές περιπτώσεις παλινδρομήσεων προσθέτοντας κάθε φορά στην νέα παλινδρόμηση και διαφορετικές μεταβλητές. Από την συγκεκριμένη μεθοδολογία παρατηρήθηκε ότι όσο αυξάνονται οι μεταβλητές στις παλινδρομήσεις έχουμε όλο και αυξανόμενο  $R^2$ , γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες.

Σε όλες τις παλινδρομήσεις που πραγματοποιήθηκαν καθώς και σε όλες τις υπό μελέτη χώρες, συμπεραίνεται ότι το ΑΕΠ είναι η στατιστικά σημαντική μεταβλητή για όλες τις χώρες.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η επιχειρηματικότητα είναι η διαδικασία ανακάλυψης νέων τρόπων συνδυασμού των πόρων και η προσπάθεια δημιουργίας νέων επιχειρήσεων.

Μέσω της ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας προωθείται η τοπική και εθνική οικονομική ανάπτυξη, η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και η ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, η ανάπτυξης της καινοτομίας και απελευθέρωση του δυναμισμού του ατόμου.

Η επιχειρηματικότητα επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες/δείκτες οι οποίοι χρειάζεται να ληφθούν σοβαρά υπόψη στην χάραξη των μελλοντικών πολιτικών για αυτήν.

Με βάση διαθέσιμα στοιχεία από διάφορες χώρες του ΟΟΣΑ, και το βαθμό ωριμότητας αυτών των στοιχείων, ο Οργανισμός σε έκθεσή του, καταλήγει ότι οι παράγοντες που διαπιστώνεται να έχουν καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας σε μια χώρα εντάσσονται στις εξής κατηγορίες:

- Κανονιστικό Πλαίσιο
- Συνθήκες Αγοράς
- Πρόσβαση στη Χρηματοδότηση
- Δημιουργία και Διάχυση της Γνώσης
- Επιχειρηματικές δυνατότητες
- Επιχειρηματική κουλτούρα

Σημαντικός παράγοντας δημιουργίας νέων επιχειρήσεων σε μια χώρα είναι η χρηματοδότηση.

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με την επιχειρηματικότητα εστιάζει κυρίως στα εμπόδια χρηματοδότησης της.

Η εξασφάλιση επαρκής πρόσβασης σε κεφάλαια είναι ένα από τα μεγαλύτερα εμπόδια στη δημιουργία μιας start-up επιχείρησης.

Γι' αυτό το λόγο η άρση των χρηματοοικονομικών εμποδίων για τους δυνητικούς

επιχειρηματίες αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο όλων των φορέων χάραξης αναπτυξιακής πολιτικής παγκοσμίως.

Ενώ η τραπεζική χρηματοδότηση θα συνεχίσει να είναι ένας τομέας ζωτικής σημασίας για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, υπάρχει μια ευρεία ανησυχία ότι οι πιστωτικοί περιορισμοί θα γίνουν απλά «the new normal» για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους επιχειρηματίες. Επομένως, είναι απαραίτητο να διευρυνθεί το φάσμα των χρηματοδοτικών μέσων που διατίθενται για τις ΜΜΕ και τους επιχειρηματίες, προκειμένου να μπορέσουν να συνεχίσουν να διαδραματίζουν το ρόλο τους στις επενδύσεις, την ανάπτυξη, την καινοτομία και την απασχόληση.

Η παραδοσιακή μορφή δανεισμού, φαίνεται ότι παρουσιάζει εκτός από εγγενή προβλήματα, όπως η ασύμμετρη πληροφόρηση και περιορισμένο φάσμα επιλογών χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ και επιχειρηματίες. Για αυτό το λόγο, τα τελευταία χρόνια αναζητούνται νέες μορφές χρηματοδότησης αυτών των επιχειρήσεων και επιχειρηματιών.

Οι εναλλακτικές νέες τεχνικές εξωτερικής χρηματοδότησης των ΜΜΕ και των επιχειρηματιών περιλαμβάνουν την κεφαλαιακή χρηματοδότηση (asset-based finance), το το χρέος (alternative debt), τα μικτά προϊόντα (hybrid instruments) και τα ίδια κεφάλαια (equity instruments).

Τέλος, από την εμπειρική ανάλυση των δεδομένων διαπιστώνεται ότι η ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας δεν επηρεάζεται αποκλειστικά από μια οικονομική παράμετρο αλλά αντίθετα επηρεάζεται από πολλές (κατανάλωση, ΑΕΠ, απασχόληση, κόστος εμπορίου, πατέντες.) Η μόνη μεταβλητή η οποία φαίνεται να επηρεάζει τον αριθμό των επιχειρηματιών σε μια χώρα, και αυτή είναι κοινή σε όλες τις χώρες, είναι το ΑΕΠ της οικονομίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική

Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Καβάλας, Επιστ. Υπεύθυνος Δρ. Σαράφης Ηλίας, Σεπτ. 2006, «Επιχειρηματικότητα» - «Τίτλος Πράξης: Επιμόρφωση – Πιστοποίηση γυναικών αρχικής επαγγελματικής εκπαίδευσης & κατάρτισης σε δεξιότητες πληροφορικής επιχειρηματικού σεναρίου»

### Διεθνή

OECD, 2015, “New approaches to SME and Entrepreneurship financing: Broadening the range of instruments”

OECD, 2013, “List of indicators of entrepreneurial determinants”, in *Entrepreneurship at a Glance 2013*, OECD Publishing

OECD, 2013, “Financing SMEs and Entrepreneurs 2013” – “Recent trends in SME and entrepreneurship finance”

Andre Van Stel, 2005, “Entrepreneurship and economic growth some empirical studies”, PhD

William R. Kerr, Ramana Nanda, 2009, “Financing Constraints and Entrepreneurship”, Harvard Business School , Working Paper 10-013

Raphael Amit, James Brander and Christoph Zott, Febr. 1999, “Venture – Capital Financing of Entrepreneurship: theory, empirical evidence and a research agenda”

### Διαδικτυακοί τόποι

[www.oecd.gr](http://www.oecd.gr)

<http://www.worldbank.org/>

[http://europa.eu/index\\_el.htm](http://europa.eu/index_el.htm)

<http://www.oecd.org/std/business-stats/indicatorsofentrepreneurialdeterminants.htm>

<http://www.kathimerini.gr/847675/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/apoyh-epidrash->

ths-epixeirhmatikohtas-sthn-oikonomikh-anapty3h

<http://www.gemconsortium.org/report>

<http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/101414/why-entrepreneurs-are-important-economy.asp>

<http://www.econlib.org/library/Enc/Entrepreneurship.html>