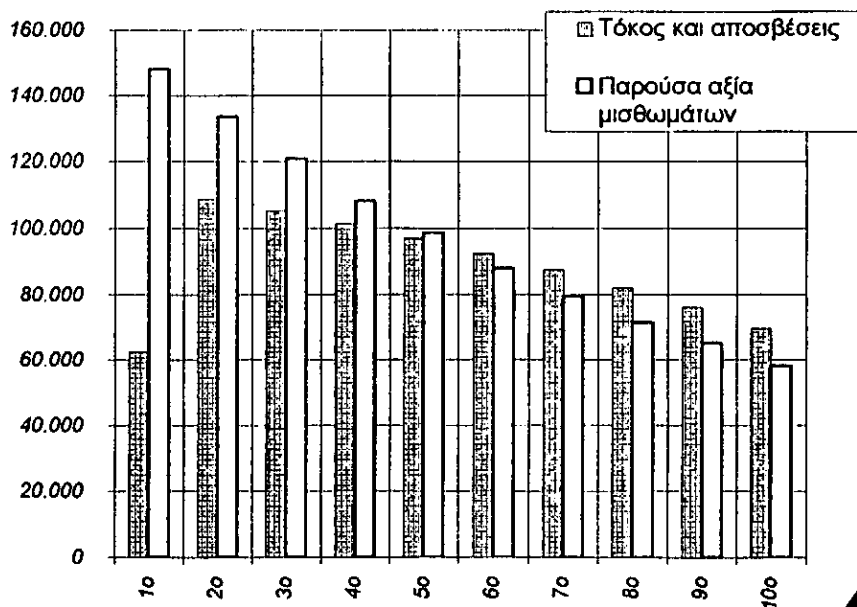


**Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ**  
**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**LEASING**

**ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ**



**Εισηγητής : Μπένος Ανδρέας**

**Υπεύθυνος Καθηγητής : Γ. Κουτρούλης**



**ΠΑΤΡΑ 1996**

ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	2251
----------------------	------

## **LEASING ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ**

<b>Κεφ. 1 : Η Τεχνική της Χρηματοδοτικής μίσθωσης .....</b>	<b>1</b>
Ειδικότερες κατηγορίες Χρηματοδοτικής μίσθωσης .....	1
<b>Κεφ. 2 : Η απόφαση επένδυσης με χρηματοδοτική μίσθωση.....</b>	<b>8</b>
Γενικές παρατηρήσεις.....	8
Τα πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	11
Η επιλογή της χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	14
<b>Κεφ. 3 : Εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης : Οργάνωση και λειτουργία ....</b>	<b>19</b>
Οργάνωση .....	19
Λειτουργία .....	22
<b>Κεφ. 4 : Λογιστική της χρηματοδοτικής μίσθωσης .....</b>	<b>29</b>
Η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης .....	29

# LEASING

## ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

### Η Τεχνική της χρηματοδοτικής μίσθωσης

Εξετάζονται εδώ ορισμένες κατηγορίες της χρηματοδοτικής μισθώσεως, όπως είναι η άμεση μίσθωση, η πώληση-μίσθωση (LEASEBACK), η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων και η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση (LEVERAGED LEASING). Αναλύονται, κατόπιν οι οικονομικοί όροι που περιλαμβάνονται στη σύμβαση της χρηματοδοτικής μισθώσεως.

#### 1. Ειδικότερες κατηγορίες χρηματοδοτικής μίσθωσης

Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί μια τεχνική, η οποία επιτρέπει σε μια οικονομική μονάδα (τον μισθωτή) να αποκτήσει την οικονομική χρήση ενός παγίου στοιχείου (κινητού ή ακινήτου) για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Ως κύρια χαρακτηριστικά της τεχνικής αυτής θα μπορούσαν να αναφερθούν τα ακόλουθα:

- Ο εκμισθωτής αναπτύσσει αποκλειστικά, ή τουλάχιστον κατά κύριο λόγο, τη δραστηριότητά του στον τομέα των χρηματοδοτικών μισθώσεων.
- Η χρηματοδοτική μίσθωση καλύπτει ολόκληρη την αξία του παγίου στοιχείου (κινητού ή ακινήτου), το οποίο χρησιμοποιείται από τον μισθωτή για την επαύξηση της οικονομικής του δραστηριότητας.

- Η επιλογή του παγίου στοιχείου σχετικά με τις τεχνικές προδιαγραφές, τιμή, χρόνο παραδόσεως κ.λπ., γίνεται από τον μέλλοντα μισθωτή.
- Η διάρκεια της συμβάσεως συνδέεται με την οικονομική διάρκεια ζωής του εκμισθούμενου παγίου στοιχείου.
- Τα μισθώματα, κατά την διάρκεια της περιόδου εκμισθώσεως, καλύπτουν την αξία κτήσεως του παγίου στοιχείου, πλέον των τόκων και των άλλων εξόδων του εκμισθωτή.
- Η σύμβαση εκμισθώσεως δεν μπορεί να καταγγελθεί, κατά την διάρκειά της, από κανένα από τα δύο μέρη.
- Όλοι οι κίνδυνοι και οι δαπάνες που συνδέονται με την ιδιοκτησία του παγίου στοιχείου (λειτουργία, φόροι, ασφάλεια, φθορά, καταστροφή κ.λπ.), αναλαμβάνονται από τον μισθωτή.
- Ο μισθωτής έχει την δυνατότητα, βάσει σχετικής ρήτηρας, να αποκτήσει το πάγιο στοιχείο στο τέλος της μισθώσεως έναντι προκαθορισμένου αντιτίμου.

Πρόδρομος της χρηματοδοτικής μισθώσεως, θα πρέπει να θεωρηθεί η «άμεση μίσθωση» (DIRECT LEASING). Στην περίπτωση αυτή η σχέση είναι διμερής, δηλαδή υπεισέρχεται μόνο ο εκμισθωτής-κατασκευαστής του παγίου στοιχείου και ο μισθωτής. Το ότι υπεισέρχεται σε ορισμένες περιπτώσεις και η ελεγχόμενη από τον κατασκευαστή εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως, δεν αλλάζει την ουσία της σχέσεως. Αντίθετα, στη χρηματοδοτική μίσθωση η σχέση είναι τριμερής και περιλαμβάνει τον κατασκευαστή του παγίου στοιχείου, την ανεξάρτητη εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως, που είναι ο εκμισθωτής και τον μισθωτή, που χρησιμοποιεί το πάγιο στοιχείο στην διαδικασία της οικονομικής δραστηριότητας.

Χαρακτηριστικά της άμεσης μισθώσεως, είναι η τυποποίηση του μισθούμενου παγίου στοιχείου, η γενικά σύντομη διάρκεια της μισθώσεως (συνήθως 12 μήνες) με δυνατότητα ανανεώσεως ή δυνατότητα ακυρώσεως της μισθώσεως, μετά από σύντομη προειδοποίηση από τον μισθωτή και, τέλος, η ανάληψη του κινδύνου «οικονομικής απαξιώσεως» από τον εκμισθωτή. Συνήθως, ο εκμισθωτής αναλαμβάνει την τεχνική συντήρηση του παγίου στοιχείου (π.χ. στην περίπτωση των ηλεκτρονικών

υπολογιστών και μηχανών γραφείου), αλλά υπάρχουν και περιπτώσεις που την υποχρέωση αυτή την αναλαμβάνει ο μισθωτής (π.χ. στην περίπτωση των φορτηγών αυτοκινήτων).

Κύριο προσδιοριστικό στοιχείο για να χαρακτηριστεί μια μίσθωση ως άμεση, είναι η υπερίσχυση της «εμπορικής» επί της «χρηματοδοτικής» πλευράς. Πράγματι η άμεση μίσθωση χρησιμοποιείται κυρίως, αλλά όχι αποκλειστικά, από τους κατασκευαστές ηλεκτρονικών υπολογιστών, μηχανών γραφείου και αυτοκινήτων. Ιδιαίτερα γνωστή είναι η περίπτωση της IBM στον τομέα των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Λιγότερο γνωστή είναι της αμερικάνικης εταιρείας KEARNEY AND TRECKER CORPORATION που εκμισθώνει τις εργαλειομηχανές που κατασκευάζει.

Οι μεγάλες εταιρείες φορτηγών, επιβατηγών αυτοκινήτων και τρακτέρ, έχουν δημιουργήσει τις δικές τους εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως για την προώθηση των πωλήσεων. Η πρακτική αυτή θα πρέπει να θεωρηθεί ως άμεση μίσθωση, παρ' όλο που παρεμβάλλεται η εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως, γιατί το αντικείμενο της συναλλαγής είναι κυρίως εμπορικό (προώθηση πωλήσεων) και όχι χρηματοδοτικό.

Κατά την πώληση-μίσθωση (SALE & LEASEBACK ή για συντομία LEASEBACK) μια οικονομική μονάδα πουλάει ένα πάγιο στοιχείο το οποίο της ανήκει και στη συνέχεια ο αγοραστής της το εκμισθώνει. Η συναλλαγή αυτή, αποτελεί ουσιαστικά χρηματοοικονομική τεχνική που αποσκοπεί στην εξυγίανση της επιχειρήσεως, με την επανασύσταση απωλεσθέντος κεφαλαίου κινήσεως (π.χ. λόγω ζημιών ή ακινητοποίησής του σε πάγια στοιχεία), ή στην επαύξηση του υφιστάμενου κεφαλαίου κινήσεως, που θεωρείται απαραίτητη για την διεύρυνση της οικονομικής δραστηριότητας της επιχειρήσεως. Δηλαδή, ενώ η κλασική μορφή της χρηματοδοτικής μισθώσεως χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων, πώληση-μίσθωση έχει ως αποτέλεσμα τη ρευστοποίηση ήδη πραγματοποιηθείσας επενδύσεως. Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται συνήθως, αν όχι αποκλειστικά, στον τομέα των εμπορικών και βιομηχανικών ακινήτων.

Ως παράδειγμα θα μπορούσε να δοθεί η περίπτωση βιομηχανικής επιχειρήσεως που έκτισε μια αποθήκη, η οποία κόστισε 10 εκατομμύρια δρχ. Η επένδυση αυτή χρηματοδοτήθηκε από ίδια διαθέσιμα της επιχειρήσεως (αύξηση κεφαλαίου, μη

διανεμηθέντα κέρδη, αποσβέσεις). Αν τώρα η επιχείρηση αυτή πουλήσει την αποθήκη, και στην συνέχεια την μισθώσει από τον αγοραστή πετυχαίνει την απελευθέρωση του ποσού των 10 εκατομμυρίων δρχ., το οποίο μπορεί να χρησιμοποιήσει για την ανάπτυξη της δραστηριότητάς της, ενώ στον εκμισθωτή περιέρχεται η υπολειμματική αξία του παγίου στοιχείου. Αν αντίθετα, η επιχείρηση χρησιμοποίησε την ανορθόδοξη μέθοδο να χρηματοδοτήσει την ανέγερση της αποθήκης μειώνοντας το κεφάλαιο κινήσεως, τότε η μέθοδος της πώλησης-μισθώσεως επιτρέπει την επανασύσταση του κεφαλαίου κινήσεως, πράγμα που έχει ως αποτέλεσμα την οικονομική εξυγίανση της επιχείρησεως.

Δεδομένου ότι το αντικείμενο της πώλησης-μισθώσεως είναι συνήθως εμπορικά ή βιομηχανικά ακίνητα, η περίοδος της μισθώσεως είναι μεγάλη και συχνά κυμαίνεται στα 20-30 χρόνια. Η πώληση-μίσθωση θεωρείται γενικά ως μία ασφαλής μακροχρόνια τοποθέτηση κεφαλαίων με ικανοποιητική απόδοση. Στο γεγονός αυτό οφείλεται το ότι πολύ συχνά ο αγοραστής-εκμισθωτής δεν είναι εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως, αλλά ασφαλιστική εταιρεία ή χρηματοδοτική εταιρεία. Δηλαδή, εταιρείες που από τη φύση των εργασιών τους έχουν σημαντικά ρευστά διαθέσιμα για μακροχρόνια επένδυση.

Η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων παρουσιάζει ουσιαστικές διαφορές από την χρηματοδοτική μίσθωση κινητών, οι οποίες αφορούν στην διαφορετική φύση του παγίου στοιχείου, που αποτελεί το αντικείμενο της πράξεως. Δηλαδή, ενώ στην περίπτωση των κινητών, ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι η συσχέτιση της διάρκειας της συμβάσεως με την οικονομική ζωή του παγίου στοιχείου, στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μισθώσεως ακινήτων η κατάσταση είναι εντελώς διαφορετική. Συγκεκριμένα, είναι πιθανό, ως αποτέλεσμα ως αποτέλεσμα της νομισματικής διαβρώσεως, η αξία του ακινήτου να αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου, ενώ εξ' άλλου και η δυνατότητα εκμεταλλεύσεως και αποδόσεως του ακινήτου είναι συχνά πολύ μεγαλύτερη από την διάρκεια της εκμισθώσεως.

Οι σημαντικές ιδιομορφίες που χαρακτηρίζουν την χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, συνεπάγονται ότι η εργασία αυτή διεξάγεται συνήθως από εξειδικευμένες

εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως που ασχολούνται μόνο μ' αυτόν τον κλάδο. Συνοψίζοντας, οι κυριότερες από αυτές τις ιδιομορφίες είναι :

- πολύ μεγάλη διάρκεια εκμισθώσεως
- ενδεχόμενη σημαντική αύξηση της αξίας του εκμισθωμένου στοιχείου
- σημαντική υπολειμματική αξία (του γηπέδου) που δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί από πριν και
- αυξημένος κίνδυνος για τον εκμισθωτή, γιατί το μισθωμένο ακίνητο δεν μπορεί, φυσικά, να μετακινηθεί.

Δηλαδή, ενώ υπό ομαλές συνθήκες η αξία του εκμισθωμένου ακινήτου θα παρουσίαζε ανατιμητική τάση, υπάρχουν περιπτώσεις όπου συνέβει ακριβώς το αντίθετο. Π.χ. ένα πολυκατάστημα που χτίσθηκε σε ακατάλληλη θέση και δεν μπορεί να δουλέψει αποδοτικά, δεν μπορεί να μεταφερθεί σε άλλη θέση, όπου οι συνθήκες της αγοράς είναι καλύτερες, ενώ ένα κινητό αντικείμενο, όπως είναι ο ηλεκτρονικός υπολογιστής, μπορεί να μεταφερθεί από τον έναν μισθωτή, που δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, σε άλλον.

Θα πρέπει να αναφερθεί μια περίπτωση που η χρηματοδοτική εκμίσθωση ακινήτων έχει πολλές ομοιότητες με την εκμίσθωση κινητών. Συγκεκριμένα, όταν το κτίριο βρίσκεται σε οικόπεδο μισθωμένο για ορισμένο χρονικό διάστημα, τότε η διάρκεια της οικονομικής ζωής του κτιρίου, που αποτελεί το αντικείμενο της εκμισθώσεως, είναι σαφώς καθορισμένη και, κατ' αντιστοιχία, και η διάρκεια της εκμισθώσεως είναι καθορισμένη, ενώ η υπολειμματική αξία του εκμισθωμένου παγίου στοιχείου είναι μηδέν.

Οι ειδικές σχέσεις μεταξύ του εκμισθωτή και του μισθωτή, στην περίπτωση των ακινήτων, μπορούν να συνοψισθούν ως εξής:

Η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως αναλαμβάνει να κατασκευάσει σύμφωνα με τις προδιαγραφές του μελλοντικού μισθωτού, ή να αγοράσει σύμφωνα με τις υποδείξεις του τελευταίου, ακίνητο το οποίο εκμισθώνει για προκαθορισμένη διάρκεια, δίνοντας όμως στον μισθωτή την δυνατότητα να το αγοράσει όταν λήξει η σύμβαση εκμισθώσεως, σε μια προκαθορισμένη ή καθοριζόμενη -βάσει ορισμένης



διαδικασίας- αξία. Φυσικά, όλα τα έξοδα συντηρήσεως, φόροι, τέλη κ.λπ. βαρύνουν τον μισθωτή.

Η διάρκεια της εκμισθώσεως κυμαίνεται από 10 έως 25 ή και 30 ακόμη, χρόνια. Μέσα στην περίοδο αυτή γίνεται η πλήρης απόσβεση της αξίας των κατασκευών, οπότε η υπολειμματική αξία θα αποτελείται κυρίως από το γήπεδο.

Μια ενδιαφέρουσα τεχνική, η οποία πρόσφατα αναπτύχθηκε, ιδίως σε σχέση με την χρηματοδοτική μίσθωση παγίων στοιχείων μεγάλης αξίας (BIG TICKET LEASING) είναι η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση (LEVERAGED LEASING).

Η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση περιλαμβάνει τέσσερα μέρη :

- τον προμηθευτή του παγίου στοιχείου
- τον μισθωτή
- τον εκμισθωτή και
- τον μακροπρόθεσμο δανειστή.

Ο εκμισθωτής αγοράζει το πάγιο στοιχείο, καταβάλλοντας μέρος μόνο της αξίας του (συνήθως 20-40%). Το υπόλοιπο ποσό καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, χωρίς όμως οι μακροπρόθεσμοι δανειστές να έχουν το δικαίωμα να στραφούν κατά της εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης. Δηλαδή, οι δανειστές συμφωνούν να ικανοποιηθούν αποκλειστικά από τα μισθώματα και, σε περίπτωση οικονομικής αδυναμίας του μισθωτή, από την εκποίηση του παγίου στοιχείου. Παράλληλα ο δανειολήπτης-εκμισθωτής δεν έχει την υποχρέωση να εξοφλήσει το δάνειο σε περίπτωση αφερεγγυότητας του μισθωτή. Το επιτόκιο δανεισμού στην περίπτωση αυτή αποτελεί συνάρτηση της δανειοληπτικής ικανότητας όχι φυσικά του δανειολήπτη-εκμισθωτή αλλά του μισθωτή. Οι μακροπρόθεσμοι δανειστές είναι συνήθως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία και άλλοι οργανισμοί που διαθέτουν σημαντικά διαθέσιμα για μακροπρόθεσμη τοποθέτηση.

Την συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση την χρησιμοποίησε για πρώτη φορά, το 1963 η UNITED STATES LEASING INTERNATIONAL. Οι πρώτες εφαρμογές της μεθόδου αυτής έγιναν στους σιδηροδρόμους και κατόπιν στις αεροπορικές εταιρείες. Και οι δύο αυτοί κλάδοι είναι «εντάσεως κεφαλαίου» και χαρακτηρίζονται

από οριακή αποδοτικότητα σε σχέση με τους περισσότερους βιομηχανικούς κλάδους. Υπό αυτές τις συνθήκες, η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση αποτελούσε την μόνη δυνατότητα αυτών των κλάδων να προσφύγουν στην κεφαλαιαγορά για μεσο-μακροπρόθεσμα κεφάλαια, με σταθερό επιτόκιο, για την ολική χρηματοδότηση παγίων στοιχείων και με κόστος συνήθως χαμηλότερο από αυτό που θα κατέβαλλαν αν προσέφευγαν απ' ευθείας στην κεφαλαιαγορά για μεσο-μακροπρόθεσμο δανεισμό.

# Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

## 1. Γενικές παρατηρήσεις

Η διαδικασία πραγματοποίησης της επενδυτικής απόφασης της επιχειρήσεως, θα πρέπει να διαχωρισθεί σε δύο στάδια.

Το πρώτο, αφορά την απόφαση επενδύσεως και εκσυγχρονισμού των παραγωγικών εγκαταστάσεων της επιχειρήσεως.

Το δεύτερο στάδιο αναφέρεται στην επιλογή του τρόπου χρηματοδότησεως της επενδύσεως που έχει ήδη αποφασισθεί. Η σχετική απόφαση είναι καθαρά χρηματο-οικονομική και υπεισέρχονται, όπως είναι φυσικό, όλοι εκείνοι οι παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματο-οικονομική λειτουργία της επιχειρήσεως.

Σε συνοπτική μορφή οι τρόποι χρηματοδότησεως ενός επενδυτικού προγράμματος είναι οι εξής:

- α. Αύξηση ιδίων κεφαλαίων
- β. Αυτοχρηματοδότηση (μη διανεμόμενα κέρδη)
- γ. Μακροπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός
- δ. Βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός
- ε. Πιστώσεις προμηθευτών
- στ. Ομολογιακό δάνειο
- ζ. Χρηματοδοτική μίσθωση

Στο στάδιο αυτό της επιλογής του τρόπου χρηματοδότησεως της επενδύσεως, παρουσιάζεται και το πρόβλημα του κατά πόσο το νέο πάγιο περιουσιακό στοιχείο (κτίρια, μηχανήματα κ.λπ.) θα αγορασθεί με τη μέθοδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Η σχετική απόφαση θα εξαρτηθεί όχι μόνο από την χρηματο-οικονομική δομή της επιχειρήσεως, αλλά και από εξωγενείς παράγοντες, όπως είναι η επίδραση του φορολογικού συστήματος. Δηλαδή, αν μια επιχείρηση έχει ιδιαίτερα υψηλή

δανειακή επιβάρυνση και περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα, ενδεχομένως ο μόνος τρόπος να αποκτήσει το νέο πάγιο στοιχείο θα είναι μέσω της χρηματοδοτικής μισθώσεως. Είναι όμως επίσης πιθανό, μια επιχείρηση με σημαντικά αχρησιμοποίητα ίδια διαθέσιμα να επιλέξει, για φορολογικούς ή άλλους λόγους, τη χρηματοδοτική μίσθωση, αντί της χρησιμοποίησης των ιδίων της διαθεσίμων. Συνεπώς, η σχετική επιλογή του τρόπου απόκτησεως του παγίου στοιχείου θα βασισθεί, πρώτο σε καθαρά χρηματο-οικονομικούς παράγοντες και δεύτερο σε φορολογικούς, περιλαμβανομένου του συστήματος των αποσβέσεων που ισχύει στην συγκεκριμένη περίπτωση.

Το ορθόδοξο κριτήριο που θα πρέπει να ισχύσει στην λήψη μιάς τέτοιας αποφάσεως είναι το συγκριτικό κόστος του δανεισμού, σε σχέση με το κόστος της χρηματοδοτικής μισθώσεως.

Η χρησιμοποίηση όμως αποκλειστικά του συγκριτικού κόστους δεν καλύπτει όλες τις πτυχές της βασικής αυτής αποφάσεως που παίρνει ως δεδομένο το ότι η υποχρέωση της επιχειρήσεως να καταβάλλει τα μισθώματα κατά την περίοδο της χρηματοδοτικής μισθώσεως εξομοιώνεται με την υποχρέωση να καταβάλλει τα τοκοχρεωλύσια στην περίπτωση του δανεισμού, ή -αν το θέσουμε κάπως διαφορετικά- ότι η χρηματοδοτική μίσθωση αυξάνει την δανειακή επιβάρυνση του μισθωτή και περιορίζει την δανειοληπτική του ικανότητα. Θεωρητικά, βέβαια, αυτό είναι σωστό (Bauer, 1987, σελ. 107). Στην πράξη όμως, τουλάχιστον στην Δυτική Ευρώπη, η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί μια πρόσθετη πηγή κεφαλαίων για την επιχείρηση, πέρα από τις συνηθισμένες πηγές από τις οποίες αντλεί δανειακά κεφάλαια.

Αυτό το παράδοξο γεγονός συμβαίνει γιατί συνήθως οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί, όταν αναλύουν την χρηματο-οικονομική δομή και την δανειακή επιβάρυνση της επιχειρήσεως, δεν θέτουν στην ίδια μοίρα τις υποχρεώσεις για την καταβολή μισθωμάτων που προκύπτουν από την χρηματοδοτική μίσθωση, με τις υποχρεώσεις της για την εξυπηρέτηση των δανειακών της κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει, ότι όχι μόνο οι χρηματο-οικονομικά υγιείς επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν έμμεσα την δυνατότητα αντλήσεως δανειακών κεφαλαίων μέσω της χρηματοδοτικής μισθώσεως, αλλά κυρίως ότι χρηματο-οικονομικά αδύνατες και οριακές μονάδες, προσφεύγοντας στη χρηματοδοτική μίσθωση, κατορθώνουν να αυξήσουν τη δυναμι-

κότητα και εκσυγχρονίσουν τις παραγωγικές τους εγκαταστάσεις, πράγμα που δεν θα μπορούσαν διαφορετικά να επιτύχουν.

Με άλλα λόγια, το μεγάλο πλεονέκτημα της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι οι δυνατότητες προσθέτου χρηματοδοτήσεως που προσφέρει στις μικρο-μεσαίες επιχειρήσεις που είναι συνήθως και οι πιο αδύνατες οικονομικά. Η διαφορετική αντιμετώπιση της χρηματοδοτικής μισθώσεως σε σχέση με τον δανεισμό δεν οφείλεται σε αβλεψία ή άγνοια των τραπεζών και χρηματοδοτικών οργανισμών, αλλά υπάρχουν και ορισμένοι αντικειμενικοί παράγοντες, από τους οποίους οι κυριότεροι είναι οι εξής:

- Η χρηματοδοτική μίσθωση παρουσιάζει μικρότερο κίνδυνο για τον εκμισθωτή σε σχέση μ' αυτόν που αναλαμβάνει ο ενυπόθηκος δανειστής για αντίστοιχο ποσό, γιατί η νομοθεσία και η δικαστηριακή πρακτική στις περισσότερες χώρες επιτρέπουν την πολύ ταχύτερη επανάκτηση του παγίου στοιχείου από τον εκμισθωτή, σε περίπτωση οικονομικών δυσχερειών του μισθωτή, συγκριτικά με τον απαιτούμενο χρόνο για την εκποίηση σε πλειστηριασμό του ενυπόθηκου ακινήτου.
- Συνδεδεμένο με αυτά που αναφέρθηκαν πιο πάνω είναι το γεγονός ότι το εκμισθωμένο πάγιο στοιχείο έχει συνήθως μια υπολειμματική αξία, η οποία συχνά είναι σημαντική και η οποία περιορίζει τον κίνδυνο του εκμισθωτή.
- Τα οικονομικά και φορολογικά πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μισθώσεως και η ευελιξία που χαρακτηρίζει τη μίσθωση αυτή (σχετικά μεγάλη χρονικά περίοδος, δυνατότητα περιόδου χάριτος, το γεγονός ότι εκπίπτει ολόκληρο το μίσθωμα από τα αποτελέσματα και όχι μόνο ο τόκος, όπως στην περίπτωση του δανεισμού κ.λπ.) επιτρέπουν στον οικονομικά αδύνατο μισθωτή να ανταπεξέλθει πολύ καλύτερα στις υποχρεώσεις του, παρά αν προσέφευγε σε αντίστοιχο δανεισμό.

## **2. Τα πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μισθώσεως**

Οι εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως δεν υποκαθιστούν, αλλά συμπληρώνουν τους άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, όπως είναι οι τράπεζες επενδύσεων που χρηματοδοτούν με μακροπρόθεσμα δάνεια τις βιομηχανικές επενδύσεις.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες και στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης, οι εταιρείες αυτές αποτελούν έναν από τους βασικούς χρηματοδοτικούς θεσμούς, ο οποίος αποτελεί απαραίτητη συμπλήρωση του πλέγματος της κεφαλαιαγοράς. Υπάρχουν μάλιστα ορισμένοι κλάδοι, στις χώρες αυτές, που το μεγαλύτερο μέρος του μηχανικού εξοπλισμού εκμισθώνεται από τις εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως αντί να αγοράζουν οι βιομηχανίες με τη βοήθεια μακροπρόθεσμων δανείων. Οι λόγοι βέβαια, είναι η μεγάλη ευελιξία του συστήματος, η ουσιαστική εξοικονόμηση κεφαλαίων που συνεπάγεται για τη βιομηχανία και διάφορα οικονομικά και ενδεχομένως φορολογικά πλεονεκτήματα.

Ειδικότερα θα μπορούσε να συνοψίσει κανείς ως εξής τα πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μισθώσεως για τον μισθωτή:

### **α) Εξοικονόμηση κεφαλαίων**

Δεδομένου ότι η χρηματοδοτική μίσθωση συνήθως καλύπτει το 100% της αξίας του μηχανήματος, η επιχείρηση εξοικονομεί σημαντικά ίδια κεφάλαια, τα οποία διαφορετικά θα έπρεπε να δεσμεύσει σε πάγια στοιχεία. Ακόμη και στην περίπτωση μακροπρόθεσμου δανεισμού, η επιχείρηση θα έπρεπε να δεσμεύσει ίδια κεφάλαια, δεδομένου ότι μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση σπάνια υπερβαίνει το 60-70% του χρηματοδοτούμενου έργου.

### **β) Αύξηση αποδοτικότητας της επιχειρήσεως**

Όπως είναι φυσικό η εξοικονόμηση κεφαλαίων, η χαμηλότερη δηλαδή παγιοποίηση της επιχειρήσεως, αυξάνει την αποδοτικότητά της. Με άλλα λόγια, το ποσοστό των κερδών επί των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο, όταν η επιχείρηση χρη-

σιμοποιεί το σύστημα της χρηματοδοτικής μισθώσεως, παρά όταν η ίδια επιχείρηση χρηματοδοτεί έστω και μερικά, με ίδια κεφάλαια τη νέα επένδυση.

#### **γ) Βελτίωση της κεφαλαιακής συγκροτήσεως της επιχειρήσεως**

Όταν η νέα επένδυση πραγματοποιείται με χρηματοδοτική μίσθωση του μηχανικού εξοπλισμού, αντί να συναφθεί μακροπρόθεσμο δάνειο για την αγορά του, αποφεύγεται ο περαιτέρω δανεισμός και διατηρείται η δανειακή επιβάρυνση και η όλη κεφαλαιακή συγκρότηση σε ικανοποιητικά ή έστω ανεκτά επίπεδα. Αυτό ιδιαίτερα ισχύει στην Ελλάδα, όπου η δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων είναι συνήθως πολύ υψηλή.

#### **δ) Κάλυψη της επιχειρήσεως έναντι της συνεχούς αυξήσεως της τιμής των κεφαλαιουχικών αγαθών**

Υπό συνθήκες συνεχούς -έστω και περιορισμένης- αυξήσεως του τιμάριθμου, το κόστος αντικαταστάσεως ενός μηχανήματος είναι συνήθως πολύ μεγαλύτερο από το κόστος κτήσεώς του. Δεδομένου ότι οι αποσβέσεις υπολογίζονται βάσει του κόστους κτήσεως, αυτό σημαίνει ότι κατά την περίοδο απαξιώσεως του μηχανήματος, η επιχείρηση εμφανίζει πλασματικά μεγαλύτερα κέρδη (και φορολογείται επ' αυτών) κατά το ποσό που το κόστος αντικαταστάσεως υπερβαίνει το κόστος κτήσεως.

#### **ε) Εξάλειψη των αρνητικών επιπτώσεων στην παραγωγικότητα και την οικονομική απαξίωση του μηχανικού εξοπλισμού**

Σε πολλούς κλάδους, η ταχεία τεχνολογική πρόοδος καθιστά αναγκαία την αντικατάσταση μηχανημάτων, τα οποία δεν έχουν πλήρως αποσβεσθεί, με άλλα νεώτερου τύπου. Εάν η επιχείρηση επιμένει να τα χρησιμοποιεί μέχρι την πλήρη απόσβεσή τους, αυτό θα έχει αρνητική επίπτωση στην παραγωγικότητα, στο κόστος και -σε τελική ανάλυση- στην ανταγωνιστικότητα της επιχειρήσεως. Εάν, πάλι, η επιχείρηση τα αντικαταστήσει πριν αποσβεσθούν ολοκληρωτικά, τότε θα υποστεί «ζημιά εκ κεφαλαίου» (CAPITAL LOSS), που μπορεί να είναι πολύ σημαντική. Η δυνατότητα που έχει το σύστημα της χρηματοδοτικής μισθώσεως να επιτρέπει στην επιχείρηση να χρησιμοποιεί πάντοτε την πιο προηγμένη τεχνολογία, ίσως αποτελεί και το μεγαλύτερο του πλεονέκτημα, μακροπρόθεσμα τουλάχιστον.

### **στ) Ανταπόκριση στις δυνατότητες και στις ανάγκες μικρομεσαίων επιχειρήσεων**

Η μέθοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως μπορεί να εφαρμοσθεί στην περίπτωση παγίων στοιχείων σχετικά μικρής αξίας, όπου η συνομολόγηση δανείου για την αγορά τους είναι ανέφικτη ή ασύμφορη. Οι Τράπεζες π.χ. είναι συχνά απρόθυμες να χορηγούν πολύ μικρά μακροπρόθεσμα δάνεια για πάγιες εγκαταστάσεις, γιατί το κόστος επεξεργασίας ενός τέτοιου δανείου είναι σχετικά μεγάλο και η διαδικασία ελέγχου τίτλων και εγγραφής υποθήκης ή προσημειώσεως είναι χρονοβόρος και συνεπάγεται ένα υψηλό πάγιο κόστος. Το συμπέρασμα είναι ότι η χρηματοδοτική μίσθωση ταιριάζει απόλυτα στην μικρή ή μεσαίου μεγέθους αναπτυσσόμενη επιχείρηση, που παρουσιάζει κατά συχνά χρονικά διαστήματα την ανάγκη εκσυγχρονισμού και επεκτάσεως των παραγωγικών της εγκαταστάσεων.

Για την εθνική οικονομία, τα κύρια πλεονεκτήματα του θεσμού της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι η συμπλήρωση του χρηματοδοτικού μηχανισμού της χώρας με ένα καινούριο εξειδικευμένο χρηματοδοτικό οργανισμό, η υποβοήθηση των επενδύσεων και τελικά η αύξηση της παραγωγικότητας.

Η μέθοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως, έχει χρησιμοποιηθεί σχεδόν σε όλους τους τομείς της βιομηχανίας, του εμπορίου και των υπηρεσιών, θα ήταν όμως δυνατόν να εντοπίσει κανείς ορισμένες κατηγορίες παγίων στοιχείων, όπου η εφαρμογή της είναι ιδιαίτερα εκτεταμένη. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής περιπτώσεις:

- Μέσα μαζικής μεταφοράς (αεροπλάνα, πλοία, σιδηροδρομικό υλικό)
- Λεωφορεία
- Επιβατικά αυτοκίνητα
- Βαρειά οχήματα
- Γερανοί και οδοποιητικά μηχανήματα
- Γεωτρύπανα
- Διύλιστήρια
- Εργοστασιακά συγκροτήματα σε ορισμένους βιομηχανικούς κλάδους



- Γεννήτριες
- Αργαλειοί
- Πιεστήρια, μηχανές οφφσεν κ.λπ.
- Μηχανικός εξοπλισμός λατομείων και μεταλλείων
- Τρακτέρ και γεωργικά μηχανήματα
- Εξοπλισμός ξενοδοχείων
- Εργαστηριακός εξοπλισμός νοσοκομείων
- Ηλεκτρονικοί υπολογιστές και μηχανές γραφείου
- Μηχανές πωλήσεως καφέ, αναψυκτικών κ.λπ.
- Βαρέλια μπύρας, κιβώτια και μπουκάλια.

### 3. Η επιλογή της χρηματοδοτικής μισθώσεως

Αφού λάβει την απόφαση μια επιχείρηση να κάνει νέες επενδύσεις, θα πρέπει στην συνέχεια να επιλέξει τον τρόπο χρηματοδότησής της. Δεν πρόκειται βέβαια εδώ να ασχοληθούμε με όλο το φάσμα των εναλλακτικών χρηματο-οικονομικών δυνατοτήτων που θα μπορούσαν θεωρητικά να χρησιμοποιηθούν από μια επιχείρηση για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων. Σκοπός μας είναι να συγκρίνουμε τη χρηματοδοτική μίσθωση με τον μακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό.

Η σύγκριση αυτή δεν μπορεί να γίνει με βάση τις συνολικές εκταμιεύσεις στις δύο περιπτώσεις, γιατί σημασία δεν έχει μόνο το συνολικό ποσό της εκταμιεύσεως, αλλά και ο χρόνος που γίνεται η εκταμίευση. Δηλαδή θα πρέπει να υπολογιστεί η παρούσα αξία των εκταμιεύσεων. Για τον σκοπό αυτό χρησιμοποιείται η τεχνική της προεξοφλήσεως, που σημαίνει την αναγωγή κάθε εκταμιεύσεως, από την αξία του χρόνου που πραγματοποιείται στην παρούσα αξία της, χρησιμοποιώντας έναν συντελεστή προεξοφλήσεως. Η επιλογή του κατάλληλου συντελεστή παρουσιάζει σημαντικά θεωρητικά προβλήματα. Στην πράξη όμως, συχνά χρησιμοποιείται ως συ-

ντελεστής, η ενδεχόμενη απόδοση των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων ή το μέσο κόστος του κεφαλαίου.

Η σύγκριση της χρηματοδοτικής μισθώσεως με τον μακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό θα γίνει με την βοήθεια του πίνακα που ακολουθεί και ο οποίος έχει καταρτισθεί με τα ακόλουθα δεδομένα:

- α. Η επένδυση αποτελείται από πάγιο στοιχείο, με αξία κτήσεως 1.000.000 δραχμές και περίοδο αποσβέσεως οκτώ (8) χρόνια.
- β. Το τοκοχρεωλυτικό δάνειο με το οποίο μπορεί να χρηματοδοτηθεί αυτή η επένδυση καλύπτει το 60% της αξίας του παγίου στοιχείου, είναι πενταετούς διάρκειας, με επιτόκιο 18% και η εξόφληση γίνεται σε εξαμηνιαίες ίσες τοκοχρεωλυτικές δόσεις. Για να είναι δυνατή η σύγκριση με τη χρηματοδοτική μίσθωση θεωρούμε ότι η τοκοχρεωλυτική δόση προκαταβάλλεται στην αρχή κάθε εξαμήνου.
- γ. Η χρηματοδοτική μίσθωση καλύπτει περίοδο πέντε (5) ετών, το μίσθωμα προκαταβάλλεται στην αρχή κάθε εξαμήνου και το τεκμαρτό επιτόκιο είναι 20%.
- δ. Η παρούσα αξία των τοκοχρεωλυτικών δόσεων και των καταβαλλόμενων μισθωμάτων υπολογίζεται με συντελεστή 22%. Δηλαδή, υποθέτουμε ότι με την αναβολή καταβολής μετρητών η χρησιμοποίησή τους θα απέδιδε στην επιχείρηση 22%.

Η συνολική εκταμίευση στην περίπτωση αγοράς του παγίου στοιχείου με δάνειο ανέρχεται σε 1.275.730 δραχμές. Δηλαδή, 400.000 δραχμές είναι η συμμετοχή της επιχειρήσεως στην αγορά του παγίου στοιχείου, που καταβάλλεται αμέσως και 857.530 δραχμές είναι το σύνολο των τοκοχρεωλυσιών κατά την πενταετή περίοδο εξοφλήσεως του δανείου. Η εκταμίευση αυτή είναι ουσιαστικά μικρότερη από το σύνολο των μισθωμάτων (1.479.000 δραχμές) που θα κατέβαλλε η επιχείρηση αν χρησιμοποιούσε την χρηματοδοτική μίσθωση. Εκ πρώτης όψεως λοιπόν φαίνεται ότι συμφέρει η αγορά του παγίου στοιχείου με τοκοχρεωλυτικό δάνειο. Όπως, όμως ήδη αναφέρθηκε, σημασία δεν έχει μόνο το συνολικό ποσό της εκταμιεύσεως, αλλά και ο χρόνος που γίνονται οι εκταμιεύσεις. Δηλαδή, η παρούσα αξία των εκταμιεύσεων στις δύο περιπτώσεις.

Συγκριτικός Πίνακας Τοκοχρεωλυτικού Δανείου									
και Χρηματοδοτικής Μισθώσεως									
σε δραχμές									
Εξάμηνο	Χρεώλυσο	Τόκος	Τοκοχρεωλ ύσια	Παρούσα αξία Τοκοχρεωλύσιών	Μίσθωμα	Παρούσα αξία μισθωμάτων	Αποσβέσεις	Τόκος και αποσβέσεις	
	1	2	3 =1+2	4	5	6	7	8=2+7	
10	85.773	0	85.773	485.773	147.950	147.950	62.500	62.500	
20	39.493	46.280	85.773	77.279	147.950	133.298	62.500	108.780	
30	43.047	42.726	85.773	68.632	147.950	120.908	62.500	105.226	
40	46.921	38.852	85.773	62.746	147.950	108.230	62.500	101.352	
50	51.144	34.629	85.773	56.546	147.950	98.559	62.500	97.129	
60	55.747	30.026	85.773	50.963	147.950	87.905	62.500	92.526	
70	60.764	25.009	85.773	45.935	147.950	79.233	62.500	87.509	
80	66.233	19.540	85.773	41.406	147.950	71.421	62.500	82.040	
90	72.194	13.579	85.773	37.327	147.950	65.059	62.500	76.079	
100	78.684	7.089	85.773	33.652	147.950	58.047	62.500	69.589	
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>600.000</b>	<b>257.730</b>	<b>857.730</b>	<b>960.259</b>	<b>1.479.500</b>	<b>970.610</b>	<b>625.000</b>	<b>882.730</b>	

ΣΗΜΕΙΩΣΗ : Το πρώτο εξάμηνο δεν καταβάλλεται τόκος, γιατί θεωρήσαμε, για λόγους συγκρίσεως με την χρηματοδοτική μίσθωση, όπου το μίσθωμα προκαταβάλλεται, ότι το τοκοχρεώλυσο καταβάλλεται στην αρχή του εξαμήνου. Στην πράξη όμως, το τοκοχρεώλυσο καταβάλλεται δεδουλευμένο.

Στις στήλες 4 και 6 φαίνεται αντίστοιχα η παρούσα αξία των τοκοχρεωλυσιών (961.259 δραχμές) και των μισθωμάτων (969.810 δραχμές). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι κατά τον υπολογισμό της παρούσης αξίας των τοκοχρεωλυσιών, στο πρώτο εξάμηνο προστίθεται στο τοκοχρεωλύσιο (85.773 δραχμές) και η συμμετοχή της επιχείρησης στην επένδυση που είναι 400.000 δραχμές. Η χρησιμοποίηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι δαπανηρότερη ως προς την παρούσα αξία, αλλά η διαφορά είναι πολύ μικρή.

Θα πρέπει όμως να τονισθεί ότι η επιχείρηση δεν χρεώνει στα αποτελέσματά της το τοκοχρεωλύσιο, αλλά μόνο τον τόκο και τις αποσβέσεις. Δηλαδή, στα αποτελέσματά της θα μεταφερθούν μόνο τα κονδύλια της στήλης 8, ενώ αν χρησιμοποιήσει την χρηματοδοτική μίσθωση θα χρεώσει τα αποτελέσματά της με ολόκληρο το ποσό του μισθώματος (στήλη 5). Όπως φαίνεται από τις δύο στήλες 5 και 8, το μίσθωμα είναι για όλα τα χρόνια μεγαλύτερο από το άθροισμα των τόκων και των αποσβέσεων και στην πενταετία η διαφορά είναι ίση με 596.770 δραχμές.

Το συμπέρασμα, στο οποίο καταλήγουμε, είναι ότι ασφαλώς συμφέρει σ' αυτή την περίπτωση η χρηματοδοτική μίσθωση, γιατί κάνοντας χρήση του ιδίου παγίου στοιχείου -άσχετα αν στην μια περίπτωση το έχει αγοράσει και στην άλλη το έχει μισθώσει- η επιχείρηση στην δεύτερη περίπτωση έχει την δυνατότητα να χρεώσει στα αποτελέσματά της συνολικά μεγαλύτερο ποσό, μειώνοντας αντίστοιχα την φορολογική της επιβάρυνση. Η διαφορά φυσικά οφείλεται στο ότι η περίοδος αποσβέσεως του παγίου στοιχείου (8 χρόνια) είναι μεγαλύτερη από την περίοδο χρηματοδοτικής μισθώσεως (5 χρόνια). Ως γενικός κανόνας, η περίοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι μικρότερη και σε περιπτώσεις παγίων στοιχείων με ταχεία οικονομική απαξίωση αισθητά μικρότερη, από την περίοδο της αποσβέσεως που αναγνωρίζουν οι φορολογικές Αρχές.

Στην ανάλυση που προηγήθηκε θα πρέπει να συνεκτιμηθούν και οι εξής παράγοντες:

- α. Η χρηματοδοτική μίσθωση καλύπτει συνήθως το 100% της αξίας του παγίου στοιχείου, ενώ σπάνια τα τραπεζικά δάνεια για την αγορά του ιδίου παγίου στοιχείου υπερβαίνουν το 60-70% της αξίας τους.

- β. Στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μισθώσεως, αν το πάγιο στοιχείο έχει υπολειμματική αξία στο τέλος της περιόδου μισθώσεως, αυτή χάνεται για τον μισθωτή. Το αντίθετο, φυσικά, συμβαίνει αν η επιχείρηση που χρησιμοποιεί το πάγιο στοιχείο, ήταν και ο ιδιοκτήτης του. Το μειονέκτημα αυτό για τον μισθωτή, καλύπτεται εν μέρει με την ρήτρα που συνήθως περιλαμβάνεται στις χρηματοδοτικές μισθώσεις και η οποία δίνει τη διακριτική ευχέρεια στον μισθωτή να αγοράσει το πάγιο στοιχείο στο τέλος της περιόδου της μισθώσεως σε πολύ χαμηλή τιμή.

# ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

## ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

### 1. Οργάνωση

Η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως αποτελεί στην ουσία εξειδικευμένο χρηματοδοτικό οργανισμό με κύριες λειτουργίες της εξεύρεση διαθέσιμων, την προσέλκυση πελατείας, την ανάλυση της πιστοληπτικής ικανότητας του ενδεχόμενου μισθωτή και φυσικά την εκμίσθωση του παγίου στοιχείου.

Μια σημαντική διαφορά από τους άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς είναι η ιδιαίτερα υψηλή κατάρτιση του προσωπικού της και η έμφαση στην επιστημονική αξιολόγηση του μισθωτή, δεδομένου ότι η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως δεν έχει την δυνατότητα σε αντίθεση με άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, της καλύψεώς της με εμπράγματα εξασφαλίσεις ή άλλες εγγυήσεις.

Η οργάνωση της εταιρείας, στην απλούστερή της μορφή, εμφανίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα.

Η προσέλκυση πελατείας αποτελεί ιδιαίτερα σημαντική λειτουργία, γιατί στα μόν πρώτα στάδια της λειτουργίας του θεσμού της χρηματοδοτικής μισθώσεως θα πρέπει να ενημερωθεί ο επιχειρηματικός κόσμος για τις δυνατότητες και τα πλεονεκτήματα του νέου αυτού θεσμού, αργότερα δε -όταν πληθύνουν οι εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως και ενταθεί ο μεταξύ τους ανταγωνισμός- η ποιότητα του χαρτοφυλακίου της εταιρείας θα εξαρτηθεί από την επιτυχία προσελκύσεως κατάλληλης πελατείας. Η στελέχωση της υπηρεσίας αυτής θα πρέπει να γίνεται από άτομα με ικανότητες πωλητή, αλλά και με πλήρη κατάρτιση σε θέματα λογιστικής, χρηματοοικονομικής λειτουργίας, οικονομικής των επιχειρήσεων κ.λπ. Τα στελέχη της υπηρεσίας θα πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογούν το επενδυτικό πρόγραμμα της επιχείρησης, να αντιλαμβάνονται τις χρηματοδοτικές ανάγκες της, να προτείνουν το κατάλληλο χρηματοδοτικό πακέτο, μέσα στο οποίο ενδεχομένως να περιλαμβάνεται

και η χρηματοδοτική μίσθωση, και να αναλύουν τα συγκριτικά πλεονεκτήματα της κάθε μορφής χρηματοδοτήσεως. Ασφαλώς είναι επιζήμιο για την εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως να της ξεφεύγουν περιπτώσεις κατάλληλες για χρηματοδοτική μίσθωση, αλλά ακόμα πιο επιζήμιο είναι να προωθούνται για περαιτέρω επεξεργασία ακατάλληλες περιπτώσεις.

Η υπηρεσία που ασχολείται με την εκμίσθωση αποτελεί τον κορμό της εταιρείας. Τα στελέχη της θα πρέπει να έχουν άρτια επιστημονική κατάρτιση στα θέματα που αναφέρθηκαν σε σχέση με την υπηρεσία προσελκύσεως πελατείας και την απαιτούμενη πείρα, όχι όμως απαραίτητα και το ταλέντο του «πωλητή». Οι περιπτώσεις που παραπέμπονται από την υπηρεσία προσελκύσεως πελατείας, αναλύονται με την συνεργασία της Οικονομοτεχνικής υπηρεσίας και καταρτίζεται ένα πρόγραμμα εκμίσθωσης που ταιριάζει στις ανάγκες του μισθωτή. Στην συνέχεια, με την συνεργασία της Νομικής υπηρεσίας, καταρτίζεται η κατάλληλη σύμβαση μισθώσεως.

Κατά τη γνώμη μας, το στέλεχος που διαπραγματεύεται και «μοντάρει» τη χρηματοδοτική μίσθωση θα πρέπει να είναι υπεύθυνο για την εκτέλεσή της και την είσπραξη των μισθωμάτων. Μ' αυτόν τον τρόπο δεν κατακερματίζεται η ευθύνη μεταξύ της προετοιμασίας της εκμίσθωσης (και της προτάσεως για την έγκρισή της από το αρμόδιο όργανο της εταιρείας), της εκτελέσεως και της εξοφλήσεως της οφειλής.

Με τον όρο «εκτέλεση» της χρηματοδοτικής μισθώσεως, εννοούμε το στάδιο που ακολουθεί την υπογραφή της συμβάσεως και που περιλαμβάνει τον έλεγχο της εκτελέσεως όλων των σχετικών όρων (παράδοση του μηχανήματος στον μισθωτή, έλεγχος και αποδοχή από τον μισθωτή της καταλληλότητάς του και υπογραφή των σχετικών πρωτοκόλλων, καταβολή τιμήματος στον προμηθευτή, έλεγχος εκπληρώσεως οικονομικών όρων που ενδεχόμενα τέθηκαν στον μισθωτή κ.λπ.).

Μετά την ολοκλήρωση της εκμίσθωσης, το υπεύθυνο στέλεχος θα πρέπει να παρακολουθεί τη δραστηριότητα του μισθωτή, να επεμβαίνει αμέσως σε περιπτώσεις όπου εμφανίζονται αποκλίσεις από τις προβλέψεις, που θέτουν σε αμφιβολία την ομαλή καταβολή των μισθωμάτων, και τελικά, αν πράγματι παρουσιαστούν δυσχέρειες, να κάνει τις απαιτούμενες προσαρμογές στην κλίμακα των μισθωμάτων. Στην περίπτωση που ο μισθωτής παρουσιάσει απόλυτη αδυναμία να ανταπεξέλθει

στις υποχρεώσεις του, τότε το υπεύθυνο στέλεχος για τη συγκεκριμένη μίσθωση θα πρέπει να φροντίσει για την επανάκτηση του παγίου στοιχείου και, στην συνέχεια, την επαναμίσθωση ή πώλησή του.

Η υπηρεσία που ασχολείται με την οικονομική διαχείριση έχει ως σκοπό την εξεύρεση και διαχείριση των διαθέσιμων της εταιρείας και την λογιστική παρακολούθηση των εργασιών. Για να επιτύχει η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως χαμηλό κόστος λειτουργίας και πλήρη και έγκαιρη λογιστική ενημέρωση, θα πρέπει να εφαρμόσει πλήρη μηχανογράφηση των εργασιών της.

Η υπηρεσία Οικονομοτεχνικής αναλύσεως πρέπει να αποτελείται από άρτια καταρτισμένους και έμπειρους μηχανικούς και οικονομολόγους. Η υπηρεσία αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, γιατί η πλήρης οικονομοτεχνική διερεύνηση κάθε περιπτώσεως, αποτελεί την μόνη εξασφάλιση της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως, δεδομένου ότι κατά κανόνα δεν υπάρχουν εμπράγματα εξασφαλίσεις. Κατά την γνώμη μας είναι προτιμότερο οι μηχανικοί και οι οικονομολόγοι να περιλαμβάνονται στην ίδια ομάδα -αντί να ανήκουν σε διαφορετικές υπηρεσίες- και να μελετούν από κοινού την κάθε υπόθεση. Από την τεχνική πλευρά ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στον έλεγχο της αξίας του παγίου στοιχείου που θα εκμισθωθεί, στην ταχύτητα της οικονομικής απαξίωσης, της τεχνολογικής εξελίξεως στον κλάδο κ.λπ. Παράλληλα, θα πρέπει να αξιολογηθεί, από την τεχνική άποψη και ο μισθωτής. Δηλαδή, χρειάζεται να γίνει διαπίστωση του βαθμού εκσυγχρονισμού των παραγωγικών του εγκαταστάσεων, αξιολόγηση των μεθόδων του παραγωγής, έλεγχος της ποιότητας των προϊόντων του κ.λπ. Η τεχνική στελέχωση της υπηρεσίας αποτελείται κυρίως από μηχανικούς, με ειδίκευση σε βιομηχανικά θέματα (INDUSTRIAL ENGINEERS) και αξιόλογη βιομηχανική πείρα.

Από την οικονομική πλευρά, έμφαση δίνεται στις προοπτικές του μισθωτή, δηλαδή στην όσο το δυνατόν ακριβέστερη πρόβλεψη της ταμειακής του ρευστότητας (CASH-FLOW), δεδομένου ότι από αυτήν εξαρτάται η δυνατότητά του για την απρόσκοπτη καταβολή των μισθωμάτων. Για την αξιολόγηση των προοπτικών του μισθωτή, απαιτείται έρευνα του κλάδου, της αγοράς, της ανταγωνιστικής θέσεως της επιχειρήσεως και φυσικά της επιχειρηματικής δραστηριότητας και αξιοπιστίας του φορέα (MANAGEMENT CREDIBILITY).



Τέλος, η Νομική Υπηρεσία που θα πρέπει να αποτελείται από έμπειρους δικηγόρους, καταρτίζει -σε συνεργασία με το αρμόδιο στέλεχος της Υπηρεσίας εκμισθώσεων- τη σύμβαση μισθώσεως και παρακολουθεί την τήρηση όλων των νομικών προϋποθέσεων που έχουν σχέση με την εκμίσθωση.

## 2. Λειτουργία

Σχετικά με την λειτουργία της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως θα εξετασθούν τα θέματα των πηγών διαθέσιμων, του κινδύνου που αναλαμβάνεται κατά την μίσθωση και του προσδιορισμού του μισθώματος.

Δεδομένου ότι η περίοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως σπάνια είναι μικρότερη από τρία (3) χρόνια, θα πρέπει -κατ' αναλογία- και τα διαθέσιμα που χρησιμοποιεί η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως να είναι ανάλογης διάρκειας. Δηλαδή, η εταιρεία θα πρέπει να χρησιμοποιεί ένα μείγμα διαθεσίμων, του οποίου η μέση διάρκεια να μην αφίσταται ουσιαστικά από την μέση διάρκεια των εκμισθώσεων.

Δεν πρεσβεύουμε ασφαλώς την θεωρία των «BACK-TO-BACK» διαθεσίμων, δηλαδή το ότι κάθε υποχρέωση της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως θα πρέπει να καλύπτεται από έσοδα (μισθώματα) ανάλογης διάρκειας, γιατί κάτι τέτοιο θα δημιουργούσε υπέρμετρη ακαμψία στην λειτουργία της εταιρείας. Από την άλλη μεριά, δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιούνται βραχυπρόθεσμα διαθέσιμα για την χρηματοδότηση μεσοπρόθεσμων εκμισθώσεων, γιατί οι κίνδυνοι που συνεπάγεται μια τέτοια τακτική είναι πολύ μεγάλοι, ιδιαίτερα όταν μια χώρα δεν έχει αντίστοιχα αναπτυγμένη χρηματαγορά. Επίσης, θα ήταν τελείως άσκοπο να χρησιμοποιούνται διαθέσιμα δεκαετούς, π.χ. διάρκειας για την χρηματοδότηση πενταετών εκμισθώσεων, εν όψει του μεγαλύτερου κόστους των διαθεσίμων που έχουν μεγαλύτερη διάρκεια.

Οι κύριες πηγές διαθεσίμων της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι οι εξής:

- Ιδία Κεφάλαια
- Μεσο-μακροπρόθεσμος Τραπεζικός δανεισμός

- Ομόλογα και ομολογιακά δάνεια

Τα ίδια κεφάλαια δεν μπορούν, συνήθως, να αποτελούν σημαντικό ποσοστό των συνολικών διαθεσίμων της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως, γιατί αυτό θα είχε αρνητική επίπτωση στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Η συνηθισμένη σχέση, στις περισσότερες χώρες, μεταξύ ιδίων και δανειακών κεφαλαίων είναι 1:10 με 1:15. Η σχέση 1:10 θα μπορούσε να θεωρηθεί πολύ συντηρητική, αλλά επίσης σχέση που θα υπερέβαινε το 1:20 θα ήταν μάλλον παρακινδυνευμένη. Φυσικά, η κατάλληλη σχέση σε κάθε περίπτωση εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ποιότητα του χαρτοφυλακίου της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως. Ένα πολύ υγιές χαρτοφυλάκιο με πολύ μικρό κίνδυνο μη κανονικής είσπραξης των μισθωμάτων, θα δικαιολογούσε μεγαλύτερη εξάρτηση από δανειακά κεφάλαια.

Ο μεσομακροπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός αποτελεί ίσως την μεγαλύτερη πηγή διαθεσίμων, ιδίως σε χώρες που δεν έχουν αναπτυγμένη χρηματαγορά. Ο δανεισμός αυτός θα μπορούσε να είναι με σταθερό ή μεταβαλλόμενο επιτόκιο, που είναι και η συνηθέστερη περίπτωση. Τα δάνεια αυτά δίνονται συνήθως με βάση την υπόσταση της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως, δεν έχουν δηλαδή εμπράγματη κάλυψη. Σε ορισμένες περιπτώσεις όμως είναι δυνατή η εκχώρηση των απαιτήσεων από τα μισθώματα ως κάλυψη των τραπεζικών δανείων.

Τα ομόλογα και τα ομολογιακά δάνεια αποτελούν επίσης σημαντική πηγή αντλήσεως διαθεσίμων. Οι τίτλοι αυτοί κυμαίνονται συνήθως από ετήσια διάρκεια μέχρι δέκα ή και περισσότερα χρόνια και απευθύνονται κυρίως σε μη ιδιώτες επενδυτές (INSTITUTIONAL INVESTORS). Οι αγοραστές των τίτλων είναι κατά κύριο λόγο οργανισμοί που έχουν μεσοπρόθεσμα διαθέσιμα για επένδυση, όπως π.χ. τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρείες. Δεδομένου ότι οι περισσότερες εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως έχουν μετόχους τράπεζες ή άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς και ότι η πιστοληπτική τους ικανότητα (CREDIT RATING) είναι συνήθως υψηλή, αποτελούν ιδιαίτερα κατάλληλη διέξοδο για την τοποθέτηση των διαθεσίμων οργανισμών (όπως τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρείες), οι οποίες αναζητούν ευκαιρίες για σίγουρες και αποδοτικές μεσομακροπρόθεσμες τοποθετήσεις.

Παρά τη διαφοροποίηση των πηγών αντλήσεως κεφαλαίων θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως που παρουσιάζουν ταχεία ανάπτυξη, αντιμετωπίζουν συνήθως στενότητα οικονομικών πόρων, γιατί -μεταξύ άλλων- είναι στην πράξη πολύ δύσκολη η συνεχής αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, ώστε, εν όψει του συνεχούς μεγαλύτερου δανεισμού, να διατηρείται σε ανεκτά επίπεδα η σχέση ιδίων και δανειακών κεφαλαίων.

Η ανάγκη να ξεπερασθεί η δυσκολία αυτή και, επίσης, η ανάγκη στοιχείων πολύ μεγάλης αξίας (BIG TICKET LEASING), είχε ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη της τεχνικής της συμμετοχικής μισθώσεως. Η τεχνική αυτή επιτρέπει τη χρηματοδοτική μίσθωση παγίων στοιχείων μεγάλης αξίας, χωρίς να αυξάνεται ανάλογα η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως. Π.χ. αν εφαρμοσθεί η τεχνική αυτή στη χρηματοδοτική μίσθωση παγίου στοιχείου αξίας ενός δισεκατομμυρίου δραχμών και η εταιρεία χησ μως καλύψει το ποσό των 300 εκατομμυρίων δραχμών, ενώ το υπόλοιπο ποσό των 700 εκατομμυρίων δραχμών καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, χωρίς όμως οι μακροπρόθεσμοι δανειστές να μπορούν να στραφούν κατά της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως, η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας αυξάνεται μόνο κατά τα πρώτα 300 εκατομμύρια δραχμές. Στην αντίθετη περίπτωση που θα εφαρμοζόταν η τεχνική αυτή, η δανειακή επιβάρυνση θα παρουσίαζε αύξηση κατά ολόκληρο το ποσό του ενός δισεκατομμυρίου δραχμών.

Ως προς τους κινδύνους τώρα, που αναλαμβάνονται κατά την μίσθωση, θα ήταν δυνατόν να διαχωρισθούν σε χρηματοδοτικούς κινδύνους, σε κινδύνους που έχουν σχέση με τα διαθέσιμα της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως και σε κινδύνους που αναφέρονται στο οικονομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί η εταιρεία.

Οι χρηματοδοτικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν κυρίως την αδυναμία του μισθωτή να καταβάλλει το μίσθωμα. Συχνά ο κίνδυνος αυτός δεν λαμβάνεται υπ' όψη, εκτός βέβαια αν κατά το στάδιο αξιολογήσεως του μισθωτή εμφανίζεται να είναι τόσο σημαντικός, ώστε να απορρίπτεται η σχετική εργασία. Θα ήταν όμως δυνατόν, οι πελάτες που θεωρούνται αποδεκτοί από την εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως να ταξινομηθούν κατά αυξανόμενο κίνδυνο και να χρεώνονται με αναλογικά υψηλότερο μίσθωμα, όπως κάνουν οι Τράπεζες στο εξωτερικό που χρεώνουν αναλογικά υψηλό-

τερο επιτόκιο, ανάλογα με τον κίνδυνο, πάνω από το βασικό επιτόκιο (π.χ. το PRIME RATE στις Η.Π.Α.). το θέμα αυτό εξετάζεται ιδιαίτερα πιο κάτω.

Οι κίνδυνοι που έχουν σχέση με τα διαθέσιμα της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως, περιλαμβάνουν το ενδεχόμενο ελλείψεως διαθεσίμων για την κάλυψη των υποχρεώσεων που έχει ήδη αναλάβει η εταιρεία και την αύξηση του κόστους των δανειακών κεφαλαίων της εταιρείας χωρίς να υπάρχει η δυνατότητα αντίστοιχης αυξήσεως των μισθωμάτων.

Η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως υπογράφει συμβάσεις εκμισθώσεως που προβλέπουν εκταμίευση του αντίστοιχου ποσού για το πάγιο στοιχείο, όταν αυτό παραδοθεί στον μισθωτή. Είναι πιθανό, όμως, κατά το ενδιάμεσο χρονικό διάστημα να μειωθεί απότομα η ρευστότητα της οικονομίας π.χ. λόγω πιστωτικών περιορισμών, ώστε να είναι αδύνατος ο μεσομακροπρόθεσμος δανεισμός από το τραπεζικό σύστημα ή την κεφαλαιαγορά. Στην περίπτωση αυτή αναγκαστικά θα προσπαθήσει η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως να καλύψει τις ανάγκες της προσωρινά με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Σε περίπτωση όμως κρίσεως ρευστότητας, το κόστος των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων παρουσιάζει χαρακτηριστικά απότομη άνοδο και είναι πιθανό τελικά η εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως να καταβάλλει για τα δανειακά της κεφάλαια μεγαλύτερο επιτόκιο, από το επιτόκιο που περιλαμβάνεται μέσα στο μίσθωμα.

Επίσης στις περιπτώσεις που το μίσθωμα είναι σταθερό, αν κατά τη διάρκεια της μισθώσεως αυξηθούν τα επιτόκια, το αποτέλεσμα θα είναι να περιορισθεί ή και να γίνει αρνητικό το περιθώριο της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως. Για το λόγο αυτό, σε περιόδους αστάθειας και σημαντικών αυξομειώσεων των επιτοκίων, είναι σκόπιμο το μίσθωμα να ορίζεται ως μεταβαλλόμενο, ανάλογα με την μεταβολή των επιτοκίων.

Ως προς το οικονομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν οι εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως, είναι προφανές ότι η θέσπιση περιορισμών στη λειτουργία των εταιριών αυτών, η αύξηση των φορολογικών συντελεστών, ο περιορισμός των συντελεστών αποσβέσεων, η κατάργηση υφιστάμενων επενδυτικών κινήτρων κ.λπ. θα επηρεάσουν αρνητικά την αποδοτικότητά τους. Οι κίνδυνοι αυτοί είναι,

σε μεγάλο βαθμό απρόβλεπτοι και συνήθως δεν μπορούν να καλυφθούν στη σύμβαση χρηματοδοτικής μισθώσεως.

Το μίσθωμα θα πρέπει να καλύπτει το κόστος χρηματοδότησεως της αγοράς του παγίου στοιχείου, το οποίο στη συνέχεια εκμισθώνεται, τις δαπάνες λειτουργίας της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως και το «ασφάλιστρο» για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η εταιρεία όταν εκμισθώνει το πάγιο στοιχείο.

Το κόστος χρηματοδότησεως είναι γνωστό στην εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως, γιατί αποτελείται από το επιτόκιο και τα συναφή έξοδα που καταβάλλει στα δανειακά κεφάλαια που χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότηση της συγκεκριμένης εργασίας.

Οι δαπάνες λειτουργίας και το «ασφάλιστρο» που αναφέρθηκαν πιο πάνω, αποτελούν το περιθώριο λειτουργίας της εταιρείας, εκφράζονται ως ποσοστό και προστίθενται στο επιτόκιο δανεισμού για να καταλήξουμε έτσι στο τεκμαρτό επιτόκιο, που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του μισθώματος.

Οι δαπάνες λειτουργίας διαφέρουν, φυσικά, μεταξύ των εταιρειών που ασχολούνται με τη χρηματοδοτική μίσθωση. Μια εταιρεία με πολύ μεγάλο κύκλο εργασιών, που αναλαμβάνει μόνο την εκμίσθωση παγίων μεγάλης αξίας (BIG TICKET LEASING), θα έχει μικρότερο κόστος λειτουργίας εκφρασμένο ως ποσοστό επί των εργασιών της, σε σύγκριση με μια μικρότερη εταιρεία που ασχολείται με τη μίσθωση παγίων μικρής σχετικά αξίας. Οι δαπάνες λειτουργίας εκφράζονται συνήθως ως ποσοστό επί του υπολοίπου της αξίας των εκμισθωμένων παγίων στοιχείων. Για εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως μεσαίου μεγέθους, το κόστος λειτουργίας είναι συνήθως της τάξεως του 2% επί του υπολοίπου της αξίας των εκμισθωμένων παγίων στοιχείων. Το ποσοστό αυτό δίνεται με κάθε επιφύλαξη, γιατί υπάρχουν μεγάλες διαφορές από την μια χώρα στην άλλη και μεταξύ εταιριών χρηματοδοτικής μισθώσεως στην ίδια χώρα.

Στο κόστος λειτουργίας μιάς εταιρείας χρηματοδοτήσεως, που δεχόμαστε προς στιγμή ότι είναι 2%, θα πρέπει να προστεθεί η πρόβλεψη για ενδεχόμενες ζημιές και ένα πρόσθετο ποσοστό που θα αντιπροσωπεύει τα κέρδη (για μεταφορά στα αποθεματικά και διανομή μερίσματος). Στην Ελλάδα, επιτρέπεται από την ισχύουσα νομοθεσία στις εμπορικές τράπεζες να μεταφέρουν κάθε χρόνο στην πρόβλεψη για

ενδεχόμενες ζημιές ποσό 1%, κατά ανώτατο όριο, επί του μέσου ύψους των χορηγήσεών τους. Δεδομένου ότι ο κίνδυνος ζημιών από την μη καταβολή μισθωμάτων των εταιρειών χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι τουλάχιστον ίσος με αυτόν που αντιμετωπίζουν οι Τράπεζες, σχετικά με την επανείσπραξη των δανείων τους, είμαστε της γνώμης ότι και στην περίπτωση των εταιρειών χρηματοδοτικής μισθώσεως θα έπρεπε να εφαρμοσθεί το ίδιο ποσοστό.

Υπό τις συνθήκες αυτές το περιθώριο λειτουργίας διαμορφώνεται ως εξής :

Δαπάνες λειτουργίας	2 ποσοστιαίες μονάδες
Πρόβλεψη για ενδεχόμενες ζημιές	1 ποσοστιαία μονάδα
Κέρδη	1 ποσοστιαία μονάδα
<b>Σύνολο</b>	<b>4 Ποσοστιαίες μονάδες</b>

Δηλαδή, πάνω στο επιτόκιο δανεισμού προστίθενται τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες για τον υπολογισμό του μισθώματος. Το μέγεθος αυτό των τεσσάρων ποσοστιαίων μονάδων αποτελεί την ελάχιστη επιβάρυνση του μισθωτή και χρησιμοποιείται μόνο για τους πολύ καλούς πελάτες. Είναι δηλαδή αντίστοιχο του PRIME RATE που εφαρμόζουν οι αμερικάνικες τράπεζες. Η επιβάρυνση αυτή αυξάνεται ανάλογα για μισθωτές που παρουσιάζουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Αν υποθέσουμε ότι το επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι 15%, τότε η επιβάρυνση για τον μισθωτή κλιμακώνεται ως εξής:

Για μισθωτές με ελάχιστο κίνδυνο	$15 + 4 = 19\%$
Για μισθωτές με μέτριο κίνδυνο	$15 + 5 = 20\%$
Για μισθωτές με αυξημένο κίνδυνο	$15 + \text{άνω του } 6 = \text{άνω του } 21\%$

Θα πρέπει να τονισθεί ότι το παράδειγμα είναι απόλυτα ενδεικτικό και δεν δίνει κατ' ανάγκη το πρότυπο περιθώριο λειτουργίας ή το πρότυπο κόστος για τον εκμισθωτή.

Στη συνέχεια, αφού προσδιορισθεί το τεκμαρτό επιτόκιο (επιτόκιο δανεισμού + περιθώριο λειτουργίας) υπολογίζεται το μίσθωμα που θα καταβάλλει ο μισθωτής.

## ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό δίδεται μια συνοπτική επισκόπηση των μεθόδων που εφαρμόζονται στην λογιστική απεικόνιση της χρηματοδοτικής μισθώσεως, χωρίς όμως να προχωρήσουμε σε τεχνικές λεπτομέρειες, οι οποίες δεν ενδιαφέρουν τον μη ειδικό.

Για τον εκμισθωτή το κυριότερο πρόβλημα κατά την λογιστική απεικόνιση της χρηματοδοτικής μισθώσεως, είναι η κατανομή του εισοδήματος (μισθωμάτων) μέσα στην περίπτωση που καλύπτει η μίσθωση.

Για το μισθωτή εξ' άλλου, το κύριο πρόβλημα είναι η εμφάνιση των υποχρεώσεων του, που απορρέουν από την μίσθωση παγίων στοιχείων, στον ισολογισμό. Αν δηλαδή, οι υποχρεώσεις αυτές θα αναφερθούν σε υποσημείωση στον ισολογισμό ή αν το μισθωμένο πάγιο στοιχείο θα περιληφθεί, με κατάλληλη επεξήγηση φυσικά, στον ενεργητικό και οι υποχρεώσεις από μισθώματα, στο παθητικό του ισολογισμού.

### 1. Η Εταιρεία χρηματοδοτικής μισθώσεως

Στην περίπτωση της εταιρείας εκμισθώσεως οι αποδεκτές διεθνώς μέθοδοι λογιστικής απεικόνισης είναι η χρηματο-οικονομική (FINANCING METHOD) και η λειτουργική (OPERATING METHOD).

Στην χρηματο-οικονομική μέθοδο τα έσοδα από μισθώματα που εμφανίζονται σε κάθε χρονική περίοδο δεν αντιστοιχούν στις εισπράξεις της περιόδου, αλλά ακολουθούν μια φθίνουσα τάση, ανάλογη με την απομείωση της αξίας του παγίου στοιχείου.

Αντίθετα, στη λειτουργική μέθοδο τα έσοδα κάθε περιόδου αντιστοιχούν με τα πράγματι εισπραττόμενα μισθώματα.

Σύμφωνα με τη χρηματο-οικονομική μέθοδο, δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό η καθαρή αξία των εκμισθωμένων παγίων (κόστος κτήσεως μείον αποσβέσεις) αλλά το σύνολο των εισπρακτέων μισθωμάτων. Αντίθετα, η λειτουργική μέθοδος, που ακολουθεί τις αρχές της παραδοσιακής λογιστικής, εμφανίζει στο ενεργητικό



την καθαρή αξία των εκμισθωμένων παγίων. Η βασική διαφορά είναι ότι η χρηματοοικονομική μέθοδος θεωρεί τη χρηματοδοτική μίσθωση ως χρηματο-οικονομική συναλλαγή και αναγνωρίζει ότι η επένδυση του εκμισθωτή δεν αντιπροσωπεύεται από το πάγιο στοιχείο, του οποίου η χρήση εν πάση περιπτώσει ανήκει στο μισθωτή, αλλά από το σύνολο των εισπρακτέων μισθωμάτων, τα οποία καλύπτουν την αρχική επένδυση του εκμισθωτή στο πάγιο στοιχείο και το κόστος του χρήματος (περιλαμβανομένου του περιθωρίου κέρδους) του επενδεδυμένου κεφαλαίου στο πάγιο στοιχείο.

Επίσης θα πρέπει να διευκρινισθεί, ότι σε πολλές χώρες η φορολογική νομοθεσία ή άλλες διατάξεις, συχνά δεν επιτρέπουν την εφαρμογή της χρηματοοικονομικής μεθόδου στα επίσημα βιβλία της εταιρείας. Στις περιπτώσεις αυτές εφαρμόζονται οι ισχύουσες λογιστικές αρχές, οι οποίες πρόσκεινται πολύ περισσότερο προς τη λειτουργική μέθοδο, αλλά παράλληλα στην πράξη καταρτίζονται οι λογαριασμοί σύμφωνα και με τη χρηματο-οικονομική μέθοδο για την ενημέρωση των μετόχων, δανειστών κ.λπ. της εταιρείας εκμισθώσεως.

Θα πρέπει να σημειωθεί, ακόμα, ότι υπάρχουν αρκετές διαφορές στην λογιστική μεταχείριση της χρηματοδοτικής μισθώσεως μεταξύ των ΗΠΑ, της Αγγλίας και των Δυτικοευρωπαϊκών χωρών. Οι διαφορές όμως αυτές είναι κυρίως τεχνικής φύσεως.

Στις ΗΠΑ, η κατευθυντήρια οδηγία του Μαΐου 1966 του Συμβουλίου Λογιστικών Αρχών συνιστά την χρησιμοποίηση της χρηματο-οικονομικής μεθόδου όπου το εισόδημα του εκμισθωτή μεταβάλλεται (μειούμενο) ανάλογα με την ακάλυπτη αξία της επενδύσεώς του στο εκμισθωμένο πάγιο στοιχείο.

Στην Μεγάλη Βρετανία, το Σώμα Ορκωτών Λογιστών της Αγγλίας και Ουαλίας συνέστησε το 1964 την εφαρμογή της χρηματο-οικονομικής μεθόδου στην περίπτωση των πωλήσεων με δόσεις (HIRE-PURCHASE). Τη σύσταση αυτή, παρ' όλο που αφορούσε έναν άλλο τομέα υιοθέτησαν οι περισσότερες εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως της χώρας αυτής.

Το βασικό κριτήριο για την επιλογή της χρηματο-οικονομικής μεθόδου ή της λειτουργικής μεθόδου είναι η όσο το δυνατόν πιο ακριβής απεικόνιση του εισοδήμα-

τος του εκμισθωτή σε κάθε χρήση, μέσα στην περίοδο που καλύπτει η εκμίσθωση του παγίου στοιχείου.

Η χρηματο-οικονομική μέθοδος θεωρείται πιο ενδεδειγμένη όταν ισχύουν οι εξής προϋποθέσεις:

- α) Ο μισθωτής έχει αναλάβει την υποχρέωση καταβολής ενός μισθώματος, το οποίο είναι επαρκές να καλύψει την επένδυση του εκμισθωτή στο εκμισθωμένο στοιχείο, το δε ενδεχόμενο να μην μπορέσει να τηρήσει την υποχρέωση αυτή είναι σχετικά περιορισμένο.
- β) Το μίσθωμα το οποίο περιλαμβάνει το περιθώριο λειτουργίας (δηλαδή τον τόκο επί του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στο πάγιο στοιχείο, τις δαπάνες λειτουργίας της εταιρείας χρηματοδοτικής μισθώσεως και το ποσό της προβλέψεως για ενδεχόμενες ζημιές) είναι επαρκές για να δώσει ένα λογικό κέρδος σε σχέση με το επενδεδυμένο κεφάλαιο.
- γ) Ο εκμισθωτής αναλαμβάνει μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος πρέπει να είναι σχετικά περιορισμένος και τον, επίσης περιορισμένο, κίνδυνο σχετικά με την υπολειμματική αξία του εκμισθωμένου στοιχείου.
- δ) Ο μισθωτής αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους που έχουν σχέση με την ιδιοκτησία ενός παγίου στοιχείου (π.χ. κίνδυνος καταστροφής από πυρκαϊά κ.λπ., ευθύνες εργατικών ατυχημάτων, οικονομική απαξίωση κ.λπ.).

Στην περίπτωση που το μίσθωμα είναι ανεπαρκές για να καλύψει την επένδυση του εκμισθωτή στο εκμισθωμένο στοιχείο, ή η είσπραξη των σχετικών μισθωμάτων είναι αβέβαιη, τότε ο εκμισθωτής αναλαμβάνει τον κίνδυνο της οικονομικής απαξίωσης. Δηλαδή, για να επανακτήσει το επενδεδυμένο κεφάλαιό του και να επιτύχει ένα κέρδος, θα πρέπει ή να επανεκμισθώσει ή να εκποιήσει το πάγιο στοιχείο. Σ' αυτές τις περιπτώσεις η λειτουργική μέθοδος είναι πιο ενδεδειγμένη.

Οι βασικές διαφορές, όπως ήδη αναφέρθηκε, μεταξύ των δύο μεθόδων είναι ο τρόπος απεικόνισης του εκμισθωμένου παγίου στο ενεργητικό και η κατανομή σε κάθε χρήση, του συνόλου των μισθωμάτων ως έσοδο στον λογαριασμό αποτελεσμάτων.

Ως προς το λογαριασμό αποτελεσμάτων, αν υποθέσουμε ότι ένα πάγιο στοιχείο εκμισθώνεται για πέντε (5) χρόνια με ετήσιο μίσθωμα 200.000 δραχμές, το ετήσιο έσοδο της εταιρείας εκμισθώσεως, βάσει της λειτουργικής μεθόδου, θα είναι προφανώς 200.000 δραχμές. Αντίθετα, αν εφαρμοσθεί η χρηματο-οικονομική μέθοδος, τα ετήσια έσοδα θα εμφανίζουν φθίνουσα τάση, ανάλογη με την απομείωση της αξίας του εκμισθωμένου παγίου και υπολογίζονται ως εξής:

α. Αθροίζονται οι χρονικές περιόδους της μισθώσεως. Δηλαδή, στην περίπτωση που προβλέπεται ετήσιο μίσθωμα για πέντε χρόνια, το άθροισμα θα είναι:  $1+2+3+4+5=15$ .

β. Κατανέμεται το συνολικό μίσθωμα της πενταετίας 1.000.000 δραχμών, σε κάθε χρόνο με τον ακόλουθο τρόπο:

Πρώτος χρόνος	$1.000.000 \cdot \frac{5}{15}$	= 333.333 δραχμές
Δεύτερος χρόνος	$1.000.000 \cdot \frac{4}{15}$	= 266.667 δραχμές
Τρίτος χρόνος	$1.000.000 \cdot \frac{3}{15}$	= 200.000 δραχμές
Τέταρτος χρόνος	$1.000.000 \cdot \frac{2}{15}$	= 133.333 δραχμές
Πέμπτος χρόνος	$1.000.000 \cdot \frac{1}{15}$	= 66.667 δραχμές
	ΣΥΝΟΛΟ	1.000.000 δραχμές

Δίνονται πιο κάτω, οι απλοποιημένοι ισολογισμοί και λογαριασμοί αποτελεσμάτων που αντιστοιχούν στις δύο μεθόδους λογιστικής απεικόνισης της χρηματοδοτικής μισθώσεως:

<b>Χρηματο-οικονομική μέθοδος</b>	<b>Λειτουργική μέθοδος</b>
Ισολογισμός	Ισολογισμός
Ενεργητικό	Ενεργητικό
Εισπρακτέα μισθώματα	Εκμισθωμένα πάγια στοιχεία
Καθαρή υπολειμματική αξία	Μείον αποσβέσεις
Πρόβλεψη κερδών	
Παθητικό	Παθητικό
Κεφάλαιο και αποθεματικά	Κεφάλαιο και αποθεματικά
Μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
Πρόβλεψη φόρων	Πρόβλεψη φόρων
Προκαταβολές μισθωμάτων	Προκαταβολές μισθωμάτων
Διαφορά φόρου	
Λογαριασμός αποτελεσμάτων	Λογαριασμός αποτελεσμάτων
Έσοδα εκμισθώσεως	Εισπραχθέντα μισθώματα
Πλέον Κέρδη (Ζημιές) από εκποίηση παγίων στοιχείων	Πλέον Κέρδη (Ζημιές) από εκποίηση εκμισθωμένων παγίων στοιχείων
Μείον : Δαπάνες λειτουργίας	Μείον : Δαπάνες λειτουργίας
Μείον : Πρόβλεψη ζημιών	Μείον : Πρόβλεψη ζημιών
	Μείον : Αποσβέσεις
	Κέρδη προς διανομή
	Μείον : Φόροι πληρωτέοι

Ακολουθεί συνοπτική επεξήγηση για ορισμένα κονδύλια που περιλαμβάνονται στον ισολογισμό και στον λογαριασμό αποτελεσμάτων:

## **A. Χρηματο-οικονομική μέθοδος**

### **1. Εισπρακτέα μισθώματα**

Περιλαμβάνεται το σύνολο των μισθωμάτων μείον τα μισθώματα που ήδη εισπράχθηκαν. Το υπόλοιπο του λογαριασμού αυτού αυξάνεται με το ποσό των εισπρακτέων μισθωμάτων, μόλις υπογραφεί νέα χρηματοδοτική μίσθωση και μειώνεται με κάθε είσπραξη μισθώματος ή με τη φυσιολογική ή πρόωρη λήξη της μισθώσεως.

### **2. Καθαρή υπολειμματική αξία**

Περιλαμβάνεται η εκτιμώμενη εμπορική αξία του παγίου στοιχείου στο τέλος της μισθώσεως μείον τυχόν ήδη εισπραχθέντων μισθωμάτων για την περίοδο ανανέωσης της μισθώσεως.

### **3. Πρόβλεψη κερδών**

Περιλαμβάνεται η διαφορά μεταξύ του συνόλου των μισθωμάτων (πλέον της υπολειμματικής αξίας) και της αξίας κτίσεως των εκμισθωμένων παγίων στοιχείων. Η διαφορά αυτή θα εμφανισθεί μελλοντικά σαν «Έσοδα εκμισθώσεως» στον Λογαριασμό αποτελεσμάτων.

### **4. Πρόβλεψη φόρων**

Περιλαμβάνονται οι «Φόροι πληρωτέοι» όπως εμφανίζονται στον Λογαριασμό αποτελεσμάτων που καταρτίζεται σύμφωνα με την λειτουργική μέθοδο.

### **5. Προκαταβολές μισθωμάτων**

Αν η σύμβαση εκμισθώσεως προβλέπει την προκαταβολή ορισμένων μισθωμάτων, το σχετικό ποσό εμφανίζεται σ' αυτόν τον λογαριασμό.

### **6. Διαφορά φόρου**

Περιλαμβάνεται η κατ' εκτίμηση φορολογική υποχρέωση που προκύπτει από τη διαφορά του εισοδήματος όπως υπολογίζεται με τη χρηματο-οικονομική μέθοδο και τη λειτουργική μέθοδο.

## **7. Έσοδα εκμισθώσεως**

Περιλαμβάνονται τα έσοδα από την εκμίσθωση που αντιστοιχούν στην συγκεκριμένη χρήση. Η κατανομή σε κάθε χρήση γίνεται με τη μέθοδο που αναφέρθηκε πιο πάνω.

## **8. Κέρδη (ζημιές) από εκποίηση εκμισθωμένων ακινήτων**

Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται ως εξής :

Εισπρακτέα μισθώματα

Πλέον (+) Υπολειμματική αξία

Μείον (-) Μη εισπραχθέντα μισθώματα

Μείον (-) Έσοδα από πώληση παγίων στοιχείων

## **9. Πρόβλεψη ζημιών**

Αντιστοιχεί με την «πρόβλεψη για υποτίμηση στοιχείων του ενεργητικού» που εμφανίζεται στους λογαριασμούς των Τραπεζών και υπολογίζεται ως ποσοστό επί του υπολοίπου των εισπρακτέων μισθωμάτων.

## **10. Πρόβλεψη φόρου**

Περιλαμβάνεται ο προβλεπόμενος φόρος εισοδήματος επί των καθαρών κερδών προς διανομή, όπως υπολογίζεται με την χρηματοοικονομική μέθοδο.

## **B. Λειτουργική μέθοδος**

Τα περισσότερα κονδύλια ή έχουν επεξηγηθεί πιο πάνω σε σχέση με την χρηματο-οικονομική μέθοδο, ή δεν χρειάζονται επεξήγηση. Όπως έχει ήδη τονισθεί, κύρια χαρακτηριστικά της μεθόδου αυτής είναι η εμφάνιση της καθαρής αξίας (μετά από αποσβέσεις) των εκμισθωμένων παγίων στο ενεργητικό και των πράγματι εισπραχθέντων ενοικίων στο λογαριασμό αποτελεσμάτων. Η μέθοδος αυτή ακολουθεί τις αρχές της παραδοσιακής λογιστικής και όπως είναι φυσικό, η κατάταξη των κονδυλίων και η ονοματολογία παρουσιάζουν διαφορές, ανάλογα με την πρακτική που ισχύει σε κάθε χώρα.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. **Θεωρία & Πρακτική Χρηματοδοτικής μισθώσεως**, Χατζηπαύλου-Γόντικα
2. **Χρηματοοικονομική διοίκηση & Πολιτική Τόμοι Α, Β**, Γ. Παπούλιας,
3. **FACTORING - FORFAITING**, Γ. Μητσιοπούλου
4. **Λογιστική Εταιρειών**, Σαρσέντης-Παπαναστασάτος
5. **Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών**

