



www.uom.gr  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ



**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΣΤΟ Δ.Π.Μ.Σ. ΣΤΗΝ Ο.Ε.**

**ΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ *LEASING* ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΒΑΡΕΛΑΣ ΕΡΩΤΟΚΡΙΤΟΣ**  
**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΚΑΣΤΕΛΗ ΓΕΩΡΓΙΑ**  
**Α.Μ. Μ7/09**

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ  
2010

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Πρόλογος.....	3
2. Εισαγωγή.....	4
3. Μελέτη της απόφασης για χρηματοδοτική μίσθωση από τρεις διαφορετικές οπτικές.	
A. Οπτική παραγωγού.....	6
B. Περιβαλλοντική οπτική.....	11
C. Οπτική των εν δυνάμει χρηστών της χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	17
4. Εκτίμηση των συμβάσεων μίσθωσης.	
A. Υπόδειγμα Miller and Upton.....	22
B. Υπόδειγμα McConnell and Schallheim.....	24
C. Υπόδειγμα Grenadier.....	28
5. Εφαρμογή του θεσμού μίσθωσης, περίπτωση της Ελλάδας	
A. Νομοθεσία.....	31
B. Λειτουργία αγοράς χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	32
C. Δημόσιος τομέας και χρηματοδοτική μίσθωση.....	35
D. Πορεία – Εξέλιξη leasing.....	37
6. Χρηματοδοτική μίσθωση στην Ευρώπη	
A. Πορεία του θεσμού στο σύνολο της Ευρώπης.....	39
B. Πορεία του θεσμού στις χώρες της Αν. Ευρώπης και η συμβολή του στην οικονομική τους εξέλιξη.....	44
C. Επίδραση της κρίσης στον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης των χωρών της Ευρώπης.....	49
7. Επίλογος.....	53

8. Κατάλογος διαγραμμάτων και πινάκων.....	56
9. Βιβλιογραφία.....	57

## 1. ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η εργασία που ακολουθεί πραγματεύεται το θεσμό της χρηματοδοτικής μίσθωσης, ως εργαλείο επέκτασης και ανάπτυξης των επαγγελματιών και των επιχειρήσεων.

Το δεύτερο τμήμα δίνει τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του θεσμού.

Στο τρίτο τμήμα γίνεται προσέγγιση του θέματος από τρεις διαφορετικές οπτικές, με τη βοήθεια υποδειγμάτων. Πρώτον από την πλευρά του παραγωγού του διαρκούς αγαθού που δύναται είτε να πουλήσει το προϊόν, είτε να το μισθώσει και πρέπει να πάρει την απόφαση που θα του αποδώσει το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος. Αυτή η απόφαση είναι γνωστό πως είναι η μίσθωση του στοιχείου. Δεύτερον από την περιβαλλοντική πλευρά σε συνδυασμό με την κερδοφορία του παραγωγού του προϊόντος. Τρίτον από την πλευρά της επιχείρησης που σκοπεύει να αποκτήσει το πάγιο, αλλά καλείται να επιλέξει μεταξύ των πολλών χρηματοδοτικών λύσεων που υπάρχουν πλέον στην τραπεζική αγορά. Σ' αυτήν την περίπτωση η επιλογή δεν είναι γνωστή εκ των προτέρων, αλλά εξαρτάται από την κάθε περίπτωση ξεχωριστά.

Στο τέταρτο τμήμα παρουσιάζονται τα τρία βασικότερα υποδείγματα εκτίμησης των συμβάσεων μίσθωσης. Τα υποδείγματα αυτά είναι των Miller and Upton (1976), McConnell and Schallheim (1983) και Granadier (1996). Το πρώτο μοντέλο εξετάζει την περίπτωση της μοναδικής περιόδου, το δεύτερο ασχολείται με πολλαπλές περιόδους, ενώ το τελευταίο με συνεχή χρόνο. Το κοινό τους σημείο είναι η έλλειψη του πιστωτικού κινδύνου και από τα τρία υποδείγματα. Το γεγονός αυτό κατέστησε επιτακτική την ανάγκη για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος με επέκταση των υπάρχοντων μοντέλων και εμπειρικές μελέτες όπως αυτή των Schallheim, Johnson, Lease και McConnell (1986).

Το πέμπτο τμήμα εξετάζει την πρακτική εφαρμογή του θεσμού. Αναλύει τη νομοθεσία βάσει της οποίας χρησιμοποιείται ο θεσμός στην Ελλάδα, μελετάει τη λειτουργία της αγοράς χρηματοδοτικής μίσθωσης καθώς επίσης και την πορεία-εξέλιξη του θεσμού στην Ελλάδα. Ένα άλλο σημείο στο οποίο δίνεται έμφαση είναι η χρήση του θεσμού από το δημόσιο τομέα.

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο βαθμός χρήσης του leasing καθώς επίσης και η πορεία του θεσμού τόσο στις ευρωπαϊκές χώρες γενικά, όσο και εξειδικευμένα στις χώρες της ανατολικής Ευρώπης, των οποίων η οικονομία βρίσκεται σε μεταβατικό στάδιο.

## 2. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης όπως φαίνεται από τον όγκο των συμβάσεων που υπογράφονται και από την ανοδική πορεία του ρυθμού διείσδυσης, σε συνδυασμό με διάφορα ακαδημαϊκά άρθρα που έχουν γραφεί σχετικά, αποτελεί ιδιαίτερα δημοφιλές και σημαντικό μέσο χρηματοδότησης για τη σύγχρονη οικονομία.

Θεωρείται πιο εύκολο μέσο χρηματοδότησης από το παραδοσιακό χρέος, τουλάχιστον για τις επιχειρήσεις με περιορισμένη τρέχουσα πρόσοδο, αλλά με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης.

Οι οπαδοί της ιδέας της χρηματοδοτικής μίσθωσης επιχειρηματολογούν με βάση τα παρακάτω πλεονεκτήματα που εμφανίζει η χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης:

- Η δυνατότητα χρηματοδότησης του 100% της αγοραστικής αξίας του στοιχείου, χωρίς τα επιπλέον κόστη εγγύησης που θα βάραιναν την επιχείρηση.
- Δυνατότητα διαχείρισης του στοιχείου καθώς θα αποπληρώνεται σταδιακά.
- Ευκολότερη οργάνωση του προϋπολογισμού καθώς οι δόσεις είναι τακτικές και συνήθως σταθερές.
- Δυνατότητα ανανέωσης εξοπλισμού, εξασφαλίζοντας το όφελος της επιχείρησης από τις πλέον σύγχρονες τεχνολογίες.
- Απελευθέρωση από άλλες μορφές χρηματοδότησης περισσότερο δεσμευτικές.
- Χρήση του στοιχείου χωρίς να αφορά την επιχείρηση πως θα αποδεσμευτεί από αυτό όταν πάψει να το χρησιμοποιεί.
- Εκμετάλλευση της οικονομικής πολιτικής που εφαρμόζεται στη χώρα, από φορολογικής άποψης.

Πέρα όμως από αυτούς που κάνουν χρήση του θεσμού, επωφελούνται από αυτόν και οι τράπεζες, που συνήθως στην Ελλάδα είναι οι κύριες εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης. Ουσιαστικά, για τα τραπεζικά συγκροτήματα η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί μία τεχνική διεύρυνσης της πελατείας και των κερδών. Λογική συνέπεια αν σκεφτούμε πως εκτός των άλλων αποκτούν διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών του εξοπλισμού και προσφέρουν πελατεία στις ασφαλιστικές εταιρείες. Οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης διασφαλίζονται από τον κίνδυνο πτώχευσης του μισθωτή, διότι διατηρούν την ιδιοκτησία του εξοπλισμού και επιπλέον

απολαμβάνουν σοβαρά φορολογικά κίνητρα (αποσβέσεις, σύσταση αφορολογήτου αποθεματικού).

Από την άλλη υπάρχει και η πιο επιφυλακτική άποψη όσον αφορά τη χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης, που αντιπαραβάλλει τα επιχειρήματά της, βασιζόμενη στα ακόλουθα μειονεκτήματα:

- Το (φαινομενικό) κόστος του leasing είναι υψηλότερο από το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού. Βέβαια η βαθύτερη διερεύνηση των φοροαπαλλαγών μετριάξει την πρώτη εντύπωση, συνήθως, μάλιστα, δημιουργεί πλεονεκτική κατάσταση. Διαφεύγει η ωφέλεια από τη φοροαπαλλαγή των αποσβέσεων στην περίπτωση του ιδιόκτητου εξοπλισμού, ωφέλεια που συμψηφίζεται μέχρι ενός βαθμού από την πλήρη φοροαπαλλαγή των μισθωμάτων.
- Παρά τη θετική σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, μπορεί να εκδηλωθεί δισταγμός των τραπεζών για χρηματοδότηση μίας επιχείρησης, όταν ο εξοπλισμός της τελευταίας στηρίζεται στη μέθοδο του leasing.
- Ο μισθωτής αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους από τυχαία περιστατικά ή ανωτέρα βία έναντι του εκμισθωτή και διατρέχει τον κίνδυνο της έκτακτης καταγγελίας της σύμβασης αν αθετήσει κάποιον όρο της για σημαντικό διάστημα. Στην περίπτωση αυτή, ο εκμισθωτής μπορεί να του αφαιρέσει τον εξοπλισμό και να απαιτήσει την άμεση πληρωμή όλων των μισθωμάτων μέχρι τη λήξη της σύμβασης.
- Ο μισθωτής υπόκειται στους ελέγχους του εκμισθωτή για τη διαπίστωση της καλής λειτουργικής κατάστασης του εξοπλισμού.

### **3. ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ ΑΠΟ ΔΥΟ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΕΣ ΟΠΤΙΚΕΣ.**

#### **A. ΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΑΓΩΓΟΥ.**

Η ανάγκη για την εμφάνιση της χρηματοδοτικής μίσθωσης και κατ' επέκταση η ανάπτυξη του κλάδου leasing καθορίστηκε από διάφορους παράγοντες. Ένας από αυτούς είναι η ανάγκη των παραγωγών διαρκών αγαθών να αποφύγουν το φαινόμενο «Coase Conjecture».

Τι είναι όμως αυτό το φαινόμενο και πώς η χρήση του leasing βοηθά στην αποφυγή του; Ας υποθέσουμε αρχικά ότι έχουμε μια αγορά ατελούς ανταγωνισμού. Έστω ένα μονοπωλητή διαρκούς αγαθού. Σ' αυτήν την περίπτωση ο παραγωγός έχει κίνητρο να εφαρμόσει διαχρονική διάκριση τιμών για να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του., ξεκινώντας από υψηλότερες τιμές και μειώνοντας σε κάθε επόμενη περίοδο, μέχρι να φτάσει στην τέλεια ανταγωνιστική τιμή, όπου και χάνεται όλο το κέρδος. Κατ' αυτόν τον τρόπο ο μονοπωλητής εκμεταλλεύεται στο έπακρο τη διάθεση πληρωμής του κάθε καταναλωτή. Ο καταναλωτής ωστόσο αναμένοντας αυτή τη συμπεριφορά από το μονοπωλητή μπορεί να εφαρμόσει στρατηγική συμπεριφορά εγκλωβίζοντας το μονοπωλητή σε χαμηλότερες τιμές. Αυτό μπορεί να γίνει απλώς καθυστερώντας τη ζήτηση του αγαθού μέχρι την πτώση της τιμής του. Μ' αυτόν τον τρόπο ο παραγωγός χάνει τη μονοπωλιακή του δύναμη, άρα και τα κέρδη του αφού η τιμή τείνει να συμπίσει με την ανταγωνιστική.

Ο μόνος τρόπος για να προφυλάξει ο παραγωγός τη μονοπωλιακή του δύναμη και τα κέρδη του, είναι να πείσει τους καταναλωτές ότι δε θα μειώσει τις τιμές.

Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβεί αν εσωτερικεύσει την απώλεια από τη μείωση της τιμής και την απαξίωση.

Σ' αυτό το σημείο εμφανίζεται το leasing ως τρόπος καταπολέμησης του φαινομένου. Συγκεκριμένα, η μίσθωση του διαρκούς αγαθού σημαίνει πως κατά τη λήξη του συμβολαίου το αγαθό θα επιστρέψει στον παραγωγό, συνεπώς κάθε απώλεια από τη μείωση της τιμής θα επιβαρύνει τον τελευταίο.

Πέρα όμως από την απαλλαγή του φαινομένου «Coase Conjecture», η πολιτική του leasing συνεπάγεται και κάποια μειονεκτήματα. Ενδεικτικά αυτών αποτελούν τα παρακάτω δύο:

Πρώτον ο έλεγχος της κατάστασης του διαρκούς αγαθού μετά τη λήξη του συμβολαίου μίσθωσης έχει υψηλό κόστος, και δεύτερον κάποια αγαθά μετά τη χρήση τους από ένα άτομο μεταβάλλονται και δεν μπορούν πλέον να χρησιμοποιηθούν. Λαμβάνοντας λοιπόν υπόψη όλα τα παραπάνω, σ' αυτό το σημείο καλούμαστε να δείξουμε αν τελικά συμφέρει περισσότερο τον παραγωγό του διαρκούς αγαθού να μισθώσει ή να πουλήσει το αγαθό.

Αρχικά υποθέτουμε ότι:

- Το αγαθό χρησιμοποιείται μόνο για δύο περιόδους και μετά απαξιώνεται .
- Το κόστος παραγωγής του είναι μηδενικό ( $c = 0$ ), οπότε ο παραγωγός παράγει όση ποσότητα επιθυμεί.
- $\delta = 1 / 1 + r$  , όπου  $\delta$  είναι ο συντελεστής προεξόφλησης και  $r$  το επιτόκιο.
- Η ζήτηση εκφράζεται ως :  $D(p) = 1-p$  ή  $p = 1-q$ .

Σε πρώτη φάση μελετάμε την περίπτωση στην οποία ο παραγωγός επιλέγει να **μισθώσει** το αγαθό. Τότε οι δύο περίοδοι θεωρούνται μεταξύ τους ανεξάρτητες, γι' αυτό αντιμετωπίζονται ξεχωριστά.

Για κάθε πρόοδο ισχύει:  $\Pi = P_i D_i(p)$

Άρα για τη δεύτερη περίοδο θα ισχύει :

$$\begin{aligned} \max \Pi_2 &= \max P_2 q_2 \\ &= \max P_2 q_1 \quad \text{αφού αντιμετωπίζονται ίδιες καμπύλες ζήτησης} \Rightarrow q_1 = q_2 \\ &= \max(1-q_1)q_1 \end{aligned}$$

$$\frac{\partial \Pi_2}{\partial q_1} = 1 - 2q_1 \Rightarrow q_1 = P_1 = \frac{1}{2} \quad (1)$$

$$\Pi' = P_1 q_1 + \delta P_2 q_2 \Rightarrow \text{από (1)}$$

$$\Pi' = \frac{1}{4} + \frac{1}{4} \delta$$



$$P_2 = \alpha - \beta q_1 - \beta q_2 = 1 - q_1 - q_2$$

$$\Pi = P_2 q_2 = (\alpha - q_1 - q_2) q_2$$

$$\frac{\partial \Pi}{\partial q_2} = 1 - q_1 - 2q_2 = 0 \Rightarrow$$

$$q_2^* = \frac{1 - q_1}{2}$$

(1)'

$$P_2^* = \frac{1 - q_1}{2}$$

$$\Rightarrow \Pi_2 = \frac{(1 - q_1)^2}{4}$$

$$P = P_1 + \delta P_2^a$$

όπου P = τιμή αγοράς

$P_1$  = τιμή ~~πρώτης~~ περιόδου

$P_2$  = αναμε νόμενη τιμή δεύτερης περιόδου

$$\acute{\omicron}\mu\omega\varsigma P_1 = 1 - q_1$$

$\Rightarrow$

$$\kappa\alpha\iota q_2^* = \frac{1 - q_1}{2}$$

$$\frac{\partial \Pi_2}{\partial q_1} = 1 - 2q_1 \Rightarrow q_1 = P_1 = \frac{1}{2} \quad (1)$$

Τα συνολικά κέρδη της χρηματοδοτικής μίσθωσης υπολογίζονται από:

$$\Pi' = P_1 q_1 + \delta P_2 q_2 \Rightarrow \text{από (1)}$$

$$\Pi' = \frac{1}{4} + \frac{1}{4} \delta \quad (2)$$

Στη συνέχεια μελετάμε την περίπτωση στην οποία ο παραγωγός αποφασίζει να **πουλήσει** το αγαθό.

Εδώ κατά τη δεύτερη περίοδο δημιουργείται μία αγορά στην οποία οι νέοι ιδιοκτήτες (από την πρώτη περίοδο) πωλούν ή μισθώνουν το αγαθό τους. Συνεπώς η τιμή που επικρατεί κατά τη δεύτερη περίοδο είναι αυτή στην οποία προσφέρεται η συνολική ποσότητα που παράγεται. Δηλαδή :

$$P_2 = \alpha - \beta q_1 - \beta q_2 = 1 - q_1 - q_2$$

Ομοίως με πριν:

$$\Pi = P_2 q_2 = (\alpha - q_1 - q_2) q_2$$

$$\frac{\partial \Pi}{\partial q_2} = 1 - q_1 - 2q_2 = 0 \Rightarrow$$

$$q_2^* = \frac{1 - q_1}{2}$$

(1)'

$$P_2^* = \frac{1 - q_1}{2}$$

$$\Rightarrow \Pi_2 = \frac{(1 - q_1)^2}{4}$$

Κατά την πρώτη περίοδο η τιμή που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι καταναλωτές για το διαρκές αγαθό, εξαρτάται από τις προσδοκίες τους για την τιμή που θα διαμορφωθεί κατά τη δεύτερη περίοδο ( $P_2^*$ ). Δηλαδή,

$$P = P_1 + \delta P_2^* \quad \text{όπου } P = \text{τιμή αγοράς}$$

$$P_1 = \text{τιμή πρώτης περιόδου}$$

$$P_2 = \text{αναμενόμενη τιμή δεύτερης περιόδου}$$

$$\text{όμως } P_1 = 1 - q_1$$

$\Rightarrow$

$$\text{και } q_2^* = \frac{1 - q_1}{2}$$

Θεωρώντας ότι οι καταναλωτές είναι ορθολογικοί και η αναμενόμενη τιμή της δεύτερης περιόδου είναι αυτή που τελικά θα επικρατήσει, ισχύει:

$$P_2^a = \frac{P_1}{2} \quad (2)'$$

από (2)'

$$\Rightarrow P = (1 - q_1) + \delta \frac{(1 - q_1)}{2}$$

$$\Rightarrow P = (1 - q_1) \left(1 + \frac{\delta}{2}\right)$$

Το συνολικό κέρδος υπολογίζεται τελικά ως εξής:

$$\Pi^s = q_1 P_1 + \delta \Pi_2^* \Rightarrow$$

$$\Pi^s = q_1 (1 - q_1) + \delta \left(\frac{1 - q_1}{2}\right) + \delta \left(\frac{1 - q_1}{2}\right)^2 \quad (3)'$$

Συγκρίνοντας τα κέρδη του παραγωγού στην περίπτωση της μίσθωσης και της πώλησης του διαρκούς αγαθού, σχέση (2) ως προς σχέση (3)', καταλήγουμε πως τον συμφέρει περισσότερο η μίσθωση του αγαθού. Άρα ο παραγωγός έχει κίνητρο για την εφαρμογή της πολιτικής του leasing.

## **B. ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΙΚΗ ΟΠΤΙΚΗ**

Σε μια σύγχρονη κοινωνία όπου οι προσπάθειες για καλλιέργεια της οικολογικής συνείδησης των πολιτών είναι πλέον εμφανής, δε θα μπορούσαμε παρά να μελετήσουμε και την περιβαλλοντική οπτική.

Το δίλλημα ανάμεσα σε πώληση ή μίσθωση από τον παραγωγό του διαρκούς αγαθού τίθεται και σ' ότι έχει να κάνει με την επίδραση που θα έχει αυτή η απόφαση στο περιβάλλον. Πολλοί οργανισμοί και κυβερνήσεις ανά τον κόσμο προωθούν την πολιτική του leasing ως πιο φιλική προς το περιβάλλον. Ωστόσο όπως φαίνεται μέσα από τη βιβλιογραφική αναδρομή το leasing δεν είναι πάντα φιλικότερο προς το περιβάλλον σε σχέση με την πώληση, αλλά ακόμη και στην περίπτωση που όντως είναι, οι επιχειρήσεις δεν έχουν κίνητρο να υιοθετήσουν αυτήν την πολιτική αν η πώληση του προϊόντος τους αποφέρει μεγαλύτερο κέρδος.

Πληθώρα εργασιών έχει γραφεί γύρω από το συγκεκριμένο θέμα. Ενδεικτικές είναι οι μελέτες των Ruth (1998), Hawken et al (1999), Lifset and Lindhqvist (2000), Fishbein et al. (2000), Mont (2000), Lawn (2001), Robert et al. (2002).

Η εργασία στην οποία βασιστήκαμε για να παρουσιάσουμε τα ακόλουθα συμπεράσματα είναι των Agrawal, Ferguson, Thomas and Toktay. Η διαφορά της σε σχέση με τις προηγούμενες έγκειται στο γεγονός ότι λαμβάνει υπόψη της και το κόστος απόρριψης (disposal cost). Το γεγονός αυτό την κάνει ιδιαίτερα εφαρμόσιμη στην πραγματικότητα, αν σκεφτούμε πως βάσει της νέας νομοθεσίας και της στενότητας των χώρων απόρριψης, το disposal cost τείνει να είναι ιδιαίτερα υψηλό. Η συσχέτισης της κερδοφορίας που αποφέρουν οι δύο επιλογές (leasing - πώληση), με την επίδραση που αυτές έχουν στο περιβάλλον καθορίζεται από τρεις προσδιοριστικούς παράγοντες: 1. από το μέγεθος του disposal cost που προαναφέραμε, 2. από τη διαφορά των disposal costs ανάμεσα στην επιχείρηση και στον καταναλωτή και 3. από το είδος<sup>1</sup> του προϊόντος βάσει της επίδρασης που ασκεί στο περιβάλλον.

Δεδομένων των τριών αυτών παραγόντων, τα αποτελέσματα στα οποία φτάνει η εργασία των Agrawal, Ferguson, Thomas and Toktay, είναι τέσσερις πιθανοί συνδυασμοί:

- Η πώληση είναι πιο επικερδής και φιλικότερη προς το περιβάλλον.

---

<sup>1</sup> Το είδος καθορίζεται από τη φάση στην οποία το προϊόν ασκεί τη μεγαλύτερη επίδραση στο περιβάλλον.

- Η πώληση είναι πιο επικερδής αλλά το leasing είναι φιλικότερο προς το περιβάλλον.
- Το leasing είναι πιο επικερδές και φιλικότερο προς το περιβάλλον.
- Το leasing είναι πιο επικερδές αλλά η πώληση είναι φιλικότερη προς το περιβάλλον.

Πώς όμως κατέληξαν στα παραπάνω συμπεράσματα φαίνεται από την ακόλουθη διαδικασία:

Καταρχήν γίνονται χάρη ευκολίας οι παρακάτω υποθέσεις: δεν υπάρχει απαξίωση, η συνολική διάρκεια ζωής του προϊόντος είναι δύο χρήσεις και τα κόστη μεταβίβασης / μεταπώλησης είναι μηδενικά.

Προκειμένου να υπολογιστεί η επίδραση που ασκεί στο περιβάλλον η εκάστοτε επιλογή ( leasing / πώληση) θεωρούμε τα παρακάτω:

Leasing:

1. Όγκος των προϊόντων που παράγονται / περίοδο =  $L_n^*$
2. Όγκος των προϊόντων που απορρίπτονται / περίοδο =  $L_n^*$
3. Όγκος των προϊόντων σε χρήση / περίοδο =  $L_n^* + L_u^*$

Άρα η περιβαλλοντική επίδραση που ασκεί η πολιτική του leasing ανά περίοδο είναι:

$$(i_p + i_d)L_n^* + i_u(L_n^* + L_u^*).$$

Πώληση:

1. Όγκος των προϊόντων που παράγονται / περίοδο =  $S_n^*$
2. Όγκος των προϊόντων που απορρίπτονται / περίοδο =  $S_n^*$
3. Όγκος των προϊόντων σε χρήση / περίοδο =  $2S_n^*$

Άρα η περιβαλλοντική επίδραση που ασκεί η πολιτική του leasing ανά περίοδο είναι:

$$(i_p + i_d)S_n^* + 2i_uS_n^*.$$

Όπου  $i_p$  = επίδραση που ασκείται από το περιβάλλον κατά τη φάση της παραγωγής.

$i_d$  = επίδραση που ασκείται από το περιβάλλον κατά τη φάση της απόρριψης.

$i_u$  = επίδραση που ασκείται από το περιβάλλον κατά τη φάση της χρήσης.

Ξεκινώντας τώρα το κύριο μέρος της ανάλυσης, εξετάζουμε σε πρώτη φάση την περίπτωση όπου το αγαθό είναι μη διαρκές. Απαλλασσόμαστε έτσι από την επίδραση της δεύτερης περιόδου, αφού τώρα δεν υφίσταται προϊόν κατά τη δεύτερη περίοδο. Επομένως η μόνη διαφορά ανάμεσα στο leasing και στην πώληση είναι ποιος επωμίζεται το disposal cost, η επιχείρηση ή ο καταναλωτής αντίστοιχα.

Συνοπώς:

- Αν  $s_f = s_c$ , τότε το leasing ταυτίζεται με την πώληση.
- Αν  $s_f < s_c$ , τότε η επιχείρηση παράγει περισσότερες μονάδες προϊόντος, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η αρνητική επίδραση που ασκείται στο περιβάλλον  $((i_p + i_u + i_d)L_n^*)$ . Άρα το leasing είναι πιο επικερδές, αλλά λιγότερο φιλικό προς το περιβάλλον σε σχέση με την πώληση.
- Αν  $s_f > s_c$ , τότε ισχύει το αντίστροφο αποτέλεσμα ακριβώς. Δηλαδή η πώληση είναι πιο επικερδής και λιγότερο φιλική προς το περιβάλλον  $((i_p + i_u + i_d)S_n^*)$  σε σχέση με το leasing.

Επανερχόμαστε τώρα πάλι στην περίπτωση του διαρκούς αγαθού με διάρκεια ζωής δύο περιόδους.

Εδώ ισχύει:  $c_l = c + s_f$  και  $c_s = c + s_c$

Όπου  $c_l$  = αποτελεσματικό κόστος (effective cost) του leasing.

$c_s$  = αποτελεσματικό κόστος (effective cost) της πώλησης.

$c$  = οριακό κόστος παραγωγής του διαρκούς προϊόντος.

$s_f$  = disposal cost των επιχειρήσεων.

$s_c$  = disposal cost των καταναλωτών.

- Η επιχείρηση leasing επαναπροσφέρει όλα τα στοιχεία των οποίων η μίσθωση έληξε.

$$c_l > x(\delta) = \frac{1-\delta}{2}$$

Όπου  $\delta$  : συντελεστής διάρκειας ζωής του προϊόντος.

- Αν  $c_l = c_s$ , τότε το leasing ταυτίζεται με την πώληση.
  - Αν  $c_l < c_s$ , τότε δεδομένου του χαμηλότερου αποδοτικού κόστους (effective cost), ως αποτέλεσμα του  $s_f < s_c$ , η επιχείρηση παράγει και απορρίπτει μεγαλύτερη ποσότητα προϊόντων. Με τέλεια επαναπώληση, οδηγούμαστε σε μεγαλύτερο όγκο προϊόντων που χρησιμοποιείται και τελικά σε υψηλότερη συνολική περιβαλλοντική επιβάρυνση. Άρα το leasing είναι πιο επικερδές και λιγότερο φιλικό προς το περιβάλλον.
  - Αν  $c_l > c_s$ , τότε λαμβάνοντας υπόψη ότι και στην πώληση οι καταναλωτές δεν απορρίπτουν το προϊόν προτού λήξει η διάρκεια ζωής του, η διαφορά του lease απ' την πώληση έγκειται και πάλι στο disposal cost. Συνεπώς καταλήγουμε στο αντίστροφο του προηγούμενου αποτελέσματος, δηλαδή η πώληση είναι επικερδέστερη, αλλά και πιο εχθρική προς το περιβάλλον.
- Η επιχείρηση απορρίπτει πρόωρα το προϊόν (πριν λήξει η διάρκεια ζωής του)

$$c_l < x(\delta)$$

- Αν  $c_s = z(c_l, \delta) = 1 + \delta - \sqrt{\frac{(1+3\delta)((1-\delta)(1-2c_l) + c_l^2)}{1-\delta}}$ <sup>3</sup>, τότε το

leasing είναι εξίσου επικερδές με την πώληση.

---

<sup>2</sup> Όλες οι σχέσεις που θα χρησιμοποιηθούν από δω και πέρα προκύπτουν από το πρόβλημα μεγιστοποίησης κέρδους της επιχείρησης και μεγιστοποίησης της χρησιμότητας του καταναλωτή. Αναλυτικά δίνονται στο παράρτημα της εργασίας των .....

- Αν  $c_s > z(c_l, \delta)$ , τότε το leasing είναι πιο επικερδές. Αυτό συμβαίνει επειδή ο έλεγχος που έχει η επιχείρηση leasing πάνω στα χρησιμοποιημένα προϊόντα μειώνει την επαναχρησιμοποίηση των προϊόντων και κάνει το leasing πιο ανταγωνιστικό.
- Αν  $c_s < z(c_l, \delta)$ , τότε κατ' αντιστροφή των παραπάνω η πώληση είναι πιο επικερδής.

Μέχρι εδώ παρουσιάσαμε τη σύγκριση της κερδοφορίας των δύο πολιτικών στην περίπτωση της πρόωρης απόρριψης. Ακολουθώς δίνουμε και τη σύγκριση όσον αφορά τις περιβαλλοντικές επιπτώσεις.

- Αν  $c_s < y(c_l, \delta) = \frac{c_l(1+3\delta)}{1-\delta} - 2\delta$ , τότε με δεδομένο το χαμηλό κόστος, το leasing είναι σαφώς πιο φιλικό προς το περιβάλλον. Η λογική είναι η εξής: καθώς το αποδοτικό κόστος της επιχείρησης μειώνεται, ο όγκος παραγωγής και απόρριψης αυξάνεται. Αν το αποδοτικό κόστος είναι αρκετά χαμηλό, η παραγωγή και η απόρριψη είναι μεγαλύτερη κατά την πώληση απ' ό,τι κατά το leasing ( $S_n^* > L_n^*$ ). Επιπλέον καθώς κατά την πώληση αυτή η μεγαλύτερη ποσότητα παραμένει σε χρήση μέχρι ολοκλήρωσης της διάρκειας ζωής του, ο όγκος των προϊόντων που χρησιμοποιείται είναι ακόμη μεγαλύτερος ( $2S_n^* > L_n^* + L_u^*$ ).
- Αν  $c_s = c_l$ , η οποία σχέση εμπεριέχεται στην  $y(c_l, \delta) < c_s < x(\delta)$ , τότε η συνολική περιβαλλοντική επίδραση κατά τη φάση της χρήσης του προϊόντος είναι χαμηλότερη κατά το leasing και κατά τις άλλες δύο φάσεις (παραγωγή και απόρριψη) είναι χαμηλότερη για την πώληση. Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγουμε βάσει των ακόλουθων συνειρμών: καθώς η επιχείρηση leasing θεωρεί άριστο να απορρίψει πρόωρα τα προϊόντα της, επιτυγχάνεται ο περιορισμός της επαναχρησιμοποίησης και έτσι η επιχείρηση παράγει μεγαλύτερη ποσότητα απ' ό,τι στην πώληση ( $S_n^* < L_n^*$ ). Ωστόσο, επειδή η επιχείρηση πωλήσεων δεν έχει τον έλεγχο των προϊόντων της, δεν έχει ούτε τη δυνατότητα να εφαρμόσει την απόρριψη αυτών όπως κάνει η

---

<sup>3</sup> Βλ. υποσημείωση .....



επιχείρηση leasing. Συνεπώς ο όγκος των προϊόντων που χρησιμοποιούνται κατά την πώληση είναι μεγαλύτερος απ' αυτόν που χρησιμοποιείται κατά το leasing ( $2S_n^* > L_n^* + L_u^*$ ).

- Αν  $c_s > x(\delta)$ , η πώληση είναι απόλυτα φιλική προς το περιβάλλον. Ας δούμε τη λογική αυτής της πρότασης: καθώς το αποδοτικό κόστος της επιχείρησης αυξάνεται, ο όγκος παραγωγής και απόρριψης μειώνεται. Όταν το κόστος αυτό είναι αρκετά υψηλό, ο όγκος της παραγωγής είναι αρκετά χαμηλός, με αποτέλεσμα να είναι χαμηλός και ο όγκος των προϊόντων που χρησιμοποιούνται ( $2S_n^* < L_n^* + L_u^*$ ).

Συνοψίζοντας τα παραπάνω και λαμβάνοντας υπόψη τη συνδυαστική ανάγκη της οικονομίας για τη βέλτιστη λύση τόσο σε επίπεδο κερδοφορίας, όσο και σε περιβαλλοντικό επίπεδο (win-win opportunity), παραθέτουμε τις περιπτώσεις κατά τις οποίες το leasing και η πώληση αποτελούν win-win choice.

Το leasing είναι η βέλτιστη επιλογή και για τις δύο οπτικές όταν αναφερόμαστε σε προϊόντα με υψηλή περιβαλλοντική επίδραση κατά τη φάση της χρήσης<sup>4</sup>. Αυτό συμβαίνει όταν η πρόωρη απόρριψη θεωρείται άριστη και το αποδοτικό κόστος της πώλησης δεν είναι ούτε ιδιαίτερα υψηλό, ούτε ιδιαίτερα χαμηλό σε σχέση με το leasing.

Η πώληση είναι η βέλτιστη επιλογή και για τις δύο οπτικές όταν αναφερόμαστε σε προϊόντα με υψηλή περιβαλλοντική επίδραση κατά τις φάσεις της παραγωγής και της απόρριψης<sup>5</sup>. Αυτό συμβαίνει όταν η πρόωρη απόρριψη θεωρείται άριστη και το αποδοτικό κόστος είναι αρκετά χαμηλό σε σχέση με το leasing.

Να σημειωθεί εδώ πως καθώς η διάρκεια ζωής του προϊόντος αυξάνεται (άρα  $x(\delta)$  μειώνεται), τα “win-win choices” πραγματοποιούνται σε χαμηλότερα disposal costs, τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τους καταναλωτές.

---

<sup>4</sup> Τέτοια προϊόντα μπορούν να θεωρηθούν τα αυτοκίνητα, οι στεγνωτές, τα πλυντήρια, τα ψυγεία και οι τηλεοράσεις.

<sup>5</sup> Ως τέτοια προϊόντα αντιμετωπίζονται τα P.C., τα χαλιά κ.α.

## **C. ΟΠΤΙΚΗ ΤΩΝ ΕΝ ΔΥΝΑΜΗ ΧΡΗΣΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ.**

Σ' αυτό το τμήμα προσεγγίζουμε την απόφαση για χρηματοδοτική μίσθωση από άλλη οπτική γωνία. Συγκεκριμένα θα παρουσιάσουμε τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις που χρειάζονται μηχανήματα ή άλλο εξοπλισμό για την παραγωγική τους διαδικασία ή για την παροχή των υπηρεσιών τους, αποφασίζουν για την απόκτηση του στοιχείου που τους ενδιαφέρει.

Η απόφασή τους κινείται σε δύο κατευθύνσεις: είτε στην αγορά του στοιχείου (με σύναψη δανείου ή με ρευστό που διαθέτει η επιχείρηση), είτε στη χρηματοδοτική μίσθωσή του.

Αναμφισβήτητα σήμερα η τάση για απόκτηση εξοπλισμού μέσω της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι πιο έντονη από ποτέ. Ωστόσο μέθοδοι όπως αγορά όλου του εξοπλισμού ή μίσθωση όλου του εξοπλισμού θεωρούνται υπεραπλουστευμένες, γι' αυτό δεν εμφανίζονται στην πράξη.

Το ανωτέρω ζήτημα έχει αποτελέσει πηγή ανάπτυξης διαφόρων απόψεων και θεωριών. Κάποιες από αυτές ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα, κάποιες άλλες όμως αποτελούν απόρροια λανθασμένων συνειρμών.

Για παράδειγμα η αντίληψη πως η αγορά του στοιχείου προσφέρει περισσότερες φοροαπαλλαγές σε σχέση με τη μίσθωσή του, θα λέγαμε ότι είναι προκλητικά γενικευμένη. Πρώτα απ' όλα αυτό εξαρτάται από τη φορολογική πολιτική της εκάστοτε χώρας,

Ακόμη όμως και με δεδομένη φορολογική πολιτική παρατηρούμε ότι: κατά την αγορά του στοιχείου το συνολικό ποσό των χρημάτων δίνεται από την αρχή, κεφαλοποιείται και δεν μπορεί να εξαιρεθεί. Η φοροαπαλλαγή έρχεται σταδιακά καθώς το στοιχείο απαξιώνεται. Αντίθετα στην περίπτωση της μίσθωσης η φοροαπαλλαγή συμβαδίζει με τις δόσεις.

Μια άλλη θέση που επικρατεί είναι ότι από οικονομικής άποψης οι δύο επιλογές (αγορά / μίσθωση) είναι συνήθως πολύ διαφορετικές.

Στην πραγματικότητα όμως, μακροπρόθεσμα οι δύο επιλογές τείνουν να ταυτιστούν. Αρχικά η μίσθωση είναι πιο οικονομική, αλλά η αγορά εξελίσσεται πιο επικερδής, καθώς αυξάνεται (χρονικά) η χρήση του στοιχείου αγγίζει ένα δεδομένο χρονικό σημείο (συνήθως 10 – 14 χρόνια), αγορά και μίσθωση έχουν το ίδιο ακριβώς κόστος.

Επιπλέον συχνά παρατηρούμε πως οι επιχειρήσεις προκειμένου να αναλύσουν την απόφασή τους χρησιμοποιούν το προεξοφλητικό επιτόκιο. Ένα μεμονωμένο επιτόκιο όμως δεν εκτιμά επαρκώς την κατάσταση και τελικά παραμορφώνει τα αποτελέσματα και οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα.

Όσον αφορά την «ελαστικότητα» της μίσθωσης και της αγοράς, υπάρχει η πεποίθηση πως η μίσθωση είναι πιο ελαστική. Ωστόσο ελαστικότητα δε σημαίνει αποκλειστικά ευκολία πώλησης του στοιχείου, αλλά και έλεγχος - διαχείριση του στοιχείου.

Σχετικά με την ευκολία απαλλαγής από το στοιχείο, όταν η λήξη του συμβολαίου μίσθωσης συμπίπτει με τη στιγμή που η επιχείρηση παύει να χρειάζεται το στοιχείο, τότε η μίσθωση είναι προτιμότερη. Αν όμως η επιχείρηση θελήσει να απαλλαγεί από το στοιχείο νωρίτερα από τη λήξη του συμβολαίου τότε είναι προτιμότερη η αγορά του στοιχείου. Όσον αφορά τη διαχείριση του στοιχείου, δηλαδή τη δυνατότητα να κάνει η επιχείρηση το στοιχείο ότι θέλει και όποτε θέλει, σαφώς υπερτερεί η αγορά του στοιχείου.

Τέλος δεδομένου ότι το κόστος κτήσης είναι σταθερό τη στιγμή της αγοράς, ενώ οι δόσεις της μίσθωσης ακολουθούν την τάση της αγοράς, επικρατεί η αντίληψη πως είναι πιο επικερδής για την επιχείρηση η αγορά του στοιχείου όταν η αγορά βρίσκεται σε άνοδο, ενώ προτιμότερη θεωρείται η μίσθωση όταν η αγορά βρίσκεται σε ακμή. Η άποψη αυτή είναι λογική, αλλά πρακτικά δύσκολο έως αδύνατο να εφαρμοστεί εξαιτίας δύο λόγων: α) δεν είναι πάντα εφικτό να γνωρίζουμε τη φάση στην οποία βρίσκεται η αγορά και β) οι συνθήκες που προσφέρουν οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης τείνουν να είναι ελκυστικές σε καθοδική πορεία της αγοράς και επιζήμιες σε ισχυρή αγορά.

Μετά την ολοκλήρωση των αμφισβητούμενων αντιλήψεων κρίνεται σκόπιμο να μελετήσουμε τους λόγους για τους οποίους η μίσθωση έλκει τις επιχειρήσεις.

Βασικό λόγο αποτελεί το γεγονός ότι η μίσθωση δίνει στην επιχείρηση τη δυνατότητα να ξεκινήσει να χρησιμοποιεί το στοιχείο ακόμη κι όταν δε διαθέτει το συνολικό ποσό που αντιστοιχεί στην αξία του (granting credit).

Ένας άλλος λόγος είναι ότι η μίσθωση απαλλάσσει την επιχείρηση από το ρίσκο της απαξίωσης του στοιχείου, ρίσκο το οποίο τελικά αναλαμβάνει η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Αυτό το σημείο όμως χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή αφού η επιχείρηση μπορεί να παρασυρθεί και τελικά να λάβει λάθος αποφάσεις όταν: α) δεν αποκτήσει το στοιχείο εγκαίρως, θεωρώντας ότι η έκδοση ενός πιο εξελιγμένου μοντέλου αναμένεται σύντομα ή β) απέκτησε το στοιχείο πολύ νωρίς, θεωρώντας πως απαξιώνετε σύντομα. Το γεγονός όμως ότι η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης αναλαμβάνει το ρίσκο συνεπάγεται ότι πρέπει να αποζημιωθεί γι' αυτό με ένα ποσό που εμπεριέχεται τελικά στο ποσό της μίσθωσης.

Τρίτος λόγος είναι ότι η μίσθωση ενσωματώνει στην τιμή της όλα τα διαδικαστικά έξοδα (packaging of costs). Συγκεκριμένα περιλαμβάνει έξοδα τραπεζής, νομικά έξοδα, διευθυντικά και υπαλληλικά κόστη και φορολογικά έξοδα. Τα έξοδα αυτά μπορεί να είναι ελάχιστα σε σχέση με τις συνολικές καταβολές, ωστόσο όταν οι καταβολές αυτές είναι μεγάλες, το ίδιο είναι και τα έξοδα αυτά.

Σχετικά με τα φορολογικά έξοδα παρατηρείται ότι η μείωση της φορολογίας είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση της μίσθωσης απ' ότι στην περίπτωση της αγοράς, ως παρούσα αξία, αν το συμβόλαιο είναι τέτοιο ώστε: οι δόσεις της μίσθωσης να είναι υψηλότερες τα πρώτα χρόνια από το άθροισμα του ποσού απαξίωσης και των τόκων και χαμηλότερες μετά. Σήμερα όλα τα συμβόλαια μίσθωσης μπορούν να οργανωθούν έτσι ώστε να επιτευχθεί η φοροελάφρυνση.

Να σημειώσουμε ότι αυτή η φοροελάφρυνση της επιχείρησης συνεπάγεται αύξηση της φορολόγησης της εταιρείας μίσθωσης και τελικά αύξηση του ποσού μίσθωσης. Όμως η φοροελάφρυνση που παρέχεται στην περίπτωση της μίσθωσης δε σημαίνει απαραίτητα πως το συνολικό κόστος της μίσθωσης θα είναι μικρότερο από αυτό της αγοράς.

Με την ολοκλήρωση του προηγούμενου τμήματος περνάμε στη μελέτη των διαδικασιών που ακολουθούνται για τη λήψη της απόφασης σχετικά με τη μίσθωση ή αγορά του στοιχείου.

Πρωτού όμως παρουσιάσουμε αυτές τις διαδικασίες – μεθόδους πρέπει να *διακρίνουμε τη μίσθωση σε δύο κατηγορίες*: τη λειτουργική (operating) και τη χρηματοοικονομική (financial).

Η διαφορά των δύο έγκειται καταρχήν στη δυνατότητα ακύρωσης του συμβολαίου μίσθωσης. Συγκεκριμένα στην περίπτωση της λειτουργικής μίσθωσης, το συμβόλαιο διαρκεί όσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί το στοιχείο και με τη λήξη της χρήσης, λήγει

και το συμβόλαιο. Αντίθετα κατά τη χρηματοοικονομική μίσθωση το συμβόλαιο δεν μπορεί να ακυρωθεί ούτε από την επιχείρηση, ούτε από την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, αλλά πρέπει να περάσει δεδομένο χρονικό διάστημα για τη λήξη του. Γι' αυτό λέμε πως η απόφαση για χρηματοοικονομική μίσθωση μοιάζει με απόφαση επένδυσης.

Μια άλλη διαφορά που προκύπτει έχει να κάνει με την ευθύνη για τις δαπάνες ιδιοκτησίας. Στη λειτουργική μίσθωση η ευθύνη βαραίνει την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, ενώ στη χρηματοοικονομική μίσθωση το μισθωτή. Με βάση λοιπόν την κατηγορία της μίσθωσης χρησιμοποιείται και η αντίστοιχη μεθοδολογία.

Για την περίπτωση της λειτουργικής μίσθωσης δε χρειάζεται ειδική αναλυτική μεθοδολογία, αρκεί η ανάλυση κεφαλαιακής δαπάνης (capital expenditure analysis).

Εδώ γίνεται σύγκριση κόστους και προσόδων σε τρία επίπεδα:

1. διατήρηση status quo vs. λειτουργική μίσθωση.
2. διατήρηση status quo vs. αγορά.
3. λειτουργική μίσθωση vs. αγορά.

Δεν ισχύει όμως το ίδιο και για τη χρηματοοικονομική μίσθωση. Εδώ πρόκειται για μια χρηματοοικονομική και όχι επενδυτική απόφαση. Συνεπώς αναλύουμε συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές μεθοδολογίες.

Ξεκινώντας θα λέγαμε πως πριν γίνει οποιαδήποτε σύγκριση ανάμεσα σε χρηματοοικονομική μίσθωση και αγορά, η επιχείρηση πρέπει πρώτα να αποφασίσει αν θέλει να αποκτήσει το στοιχείο ή να διατηρήσει την υπάρχουσα κατάσταση. Αν τελικά καταλήξει υπέρ της απόκτησης του στοιχείου, πρέπει να επιλέξει μεταξύ μιας πληθώρας τρόπων χρηματοδότησης της απόκτησης. Για να αποφασίσει η επιχείρηση τον κατάλληλο τρόπο χρηματοδότησης:

1. Συγκρίνει τα επιτόκια που χρεώνονται σε κάθε σχέδιο και επιλέγει αυτό με το χαμηλότερο.
2. Συγκρίνει τα σχέδια αφού προεξοφληθεί η μελλοντική ταμειακή ρευστότητα. Μ' αυτόν τον τρόπο παρουσιάζεται το καθαρό κέρδος της επιχείρησης (μετά φόρων) αν επένδυε τα χρήματα της δόσης σε κάτι άλλο (utility funds).

3. Χρησιμοποιεί τη BIR<sup>6</sup> μεθοδολογία σύμφωνα με την οποία ακολουθούνται τα παρακάτω:
- a) Προσδιορισμός του BIR της επιχείρησης.
  - b) Προεξόφληση κατά το BIR των δόσεων της μίσθωσης.
  - c) Αφαίρεση από κάθε δόση της καθ' υπολογισμό χρέωσης τόκου.
  - d) Αφαίρεση της παρούσας αξίας της από την απαξίωση που προκύπτει από το (b) .
  - e) Προσαρμογή του κόστους του σχεδίου κατά τα βοηθητικά κόστη που μπορούν να αποφευχθούν.

Πέρα όμως από τους παραπάνω χρηματοοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση μίσθωσης / αγοράς, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες όπως είναι το επίπεδο της φοροαπαλλαγής κάθε σχεδίου ή η ποσότητα της χρηματοδότησης που απαιτείται, ή γενικότερα ο συνδυασμός του χαμηλότερου επιτοκίου με το γρήγορο φορολογικό χρεολύσιο.

Γι' αυτό λοιπόν θα ήταν ριψοκίνδυνο να προεξοφλήσουμε την πιο συμφέρουσα απόφαση αφού το τελικό αποτέλεσμα εξαρτάται από την κάθε περίπτωση. Αυτό όμως που είναι απαραίτητο να κάνει η κάθε επιχείρηση, είναι να μελετάει το κάθε σχέδιο ανεξαρτήτως από το άλλο και μετά να αποφασίζει.

---

<sup>6</sup> Το χαμηλότερο επιτόκιο στο οποίο θα μπορούσε να δανειστεί η επιχείρηση ποσό ίσο με την τιμή της αγοράς του στοιχείου.

#### 4. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Υπάρχει μια πληθώρα άρθρων που ασχολούνται με τη μοντελοποίηση της εκτίμησης του επιπέδου του μισθώματος. Για τα περισσότερα από αυτά, σημείο αναφοράς αποτελούν οι θεωρητικές εργασίες των Miller and Upton (1976), των οποίων η εκτίμηση αφορά μία μεμονωμένη περίοδο, των McConnell and Schallheim (1983), που ασχολούνται με την εκτίμηση πολλαπλής περιόδου και του Grenadier (1995), το μοντέλο του οποίου πλαισιώνεται από συνεχή χρόνο.

Τα παραπάνω τρία υποδείγματα υπακούουν σε τρεις κοινές υποθέσεις:

1. Ο ρυθμός του επιτοκίου (risk - free) θεωρείται σταθερός διαχρονικά.
2. Η σύμβαση μίσθωσης δεν μπορεί να ακυρωθεί πριν ολοκληρωθεί το προσυμφωνημένο χρονικό διάστημα.
3. Η ανάλυση εστιάζει στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης, χωρίς να λαμβάνει υπόψη φόρους και μεταβιβαστικά κόστη.

##### *A. Το υπόδειγμα των Miller and Upton,*

αναπτύσσεται ως ένα μοντέλο αποτίμησης κεφαλαίου (CAPM). Μ' αυτό το δεδομένο ο αναμενόμενος ρυθμός απόδοσης του στοιχείου  $j$  δίνεται από τη σχέση

$$E(R_j) = R_f + \beta_j [E(R_m) - R_f] \quad (1)$$

Όπου,  $R_f$  είναι ο ρυθμός επιτοκίου (risk-free)

$E(R_m)$  είναι η αναμενόμενη απόδοση του συνολικού πλούτου και

$$\beta_j = Cov(R_j, R_m) / Var(R_m)$$

Επίσης, για μια εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης ο ρυθμός απόδοσης ενός στοιχείου  $i$  είναι:

$$R_{it} = \frac{L_{it}}{A_{it}} - d_{it} \quad (2)$$

$$\beta_{it} = \text{Cov}(d_{it}, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

Όπου,  $L_{it}$  είναι το μίσθωμα που πληρώνεται κατά την αρχή της περιόδου και γι' αυτό το λόγο θεωρείται ως σίγουρο ποσό που θα λάβει η εταιρεία αμέσως μετά την υπογραφή της σύμβασης.

$A_{it}$  είναι η αξία του στοιχείου κατά την έναρξη της περιόδου και

$d_{it}$  είναι η οικονομική απαξίωση του στοιχείου κατά την περίοδο  $t$  και

υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$d_{it} = E(d_{it}) + \beta_{it}(R_m - E(R_m)) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Εδώ,  $E(d_{it})$  είναι η αναμενόμενη απαξίωση

$$\beta_{it} = \text{Cov}(d_{it}, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

$\varepsilon_{it}$  απεικονίζει όλες τις τυχαίες αποκλίσεις από την αναμενόμενη εκτίμηση, με μηδενικό μέσο.

Παίρνοντας την αναμενόμενη τιμή της σχέσης (2) σε συνδυασμό με τη σχέση (1) έχουμε:

$$E(R_{it}) = \frac{L_{it}}{A_{it}} - E(d_{it}) = R_f - \beta_{it}(E(R_m) - R_f) \quad (4)$$

Συνεπώς αναπροσαρμόζοντας τη σχέση (4) προκύπτει το επίπεδο ισορροπίας του μισθώματος:

$$L_{it}^* = [E(R_{it}) + E(d_{it})] A_{it} = [R_f - \beta_{it}[E(R_m) - R_f] + E(d_{it})] A_{it} \quad (5)$$



### ***B. Το υπόδειγμα των McConnell and Schallheim,***

επεκτείνει το μοντέλο μιας περιόδου των Miller and Upton που περιγράφηκε παραπάνω, για  $n$  από τις  $L$  πληρωμές. Στην εργασία τους ανέλυσαν την εκτίμηση των μισθώσεων για περισσότερες από μία περιπτώσεις μίσθωσης, βασιζόμενοι στην πιο αντιπροσωπευτική περίπτωση που είναι η δεδομένη λειτουργική μίσθωση (standard operating lease). Αυτή λοιπόν την περίπτωση θα αναλύσουμε κι εμείς παρακάτω. Αρχικά, πέρα από τις τρεις κοινές υποθέσεις που έγιναν και για τα τρία μοντέλα, γίνονται επιπλέον και οι ακόλουθες:

- Ισχύει ο νόμος της μοναδικής τιμής στην αγορά (single-price law)
- Μη κορεσμός
- Τέλεια ανταγωνιστικές και κατά Pareto αποτελεσματικές αγορές κεφαλαίου
- Η απόδοση του στοιχείου κατανέμεται κανονικά διαχρονικά
- Ασθενής συνάθροιση (weak aggregation)
- Σταθερά αναλογική αποστροφή κινδύνου
- Κανονική απαξίωση διαχρονικά
- Το επιτόκιο (risk-free) είναι σταθερό διαχρονικά

Με βάσει αυτές τις υποθέσεις και λαμβάνοντας υπόψη τη μέθοδο εκτίμησης επισφαλών εισοδηματικών ροών με τμηματικές πληρωμές, που εφάρμοσε ο Rubinstein (1976), οι McConnell and Schallheim παρουσίασαν το παρακάτω μοντέλο.

Σύμφωνα με τους Miller and Upton το ενοίκιο για τη μίσθωση μιας περιόδου αρκεί να είναι τόσο ώστε να αποζημιώνει τον εκμισθωτή κατά το κόστος ευκαιρίας που υφίσταται, δεδομένου ότι μισθώνει το στοιχείο αντί να το εκμεταλλευτεί διαφορετικά, και επιπλέον το κόστος απαξίωσης που βαραίνει το στοιχείο από τη χρήση του κατά τη δεδομένη χρονική περίοδο.

Βασιζόμενοι σ' αυτήν την άποψη, στις προαναφερθείσες υποθέσεις και στη μέθοδο του Rubinstein, υπολογίζουμε το ύψος του ενοικίου για τη μίσθωση μιας περιόδου που λαμβάνει χώρα κατά την  $T-1$  με  $T$ , σύμφωνα με τον τύπο:

$$L_{T-1} = A_{T-1} - \frac{[1 - E(\tilde{d})] e^{\text{cov}(L, Y)} A_{T-1}}{(1 + r_f)} \quad (1)$$

Όπου,  $A_{T-1}$  είναι η αξία του στοιχείου στην αγορά κατά την περίοδο  $T-1$ ,

$E(\tilde{d})$  είναι ο αναμενόμενος ρυθμός απαξίωσης του στοιχείου,

$y$  είναι ο παράγον της αγοράς και

$r_f$  είναι το επιτόκιο (risk - free).

Η σχέση (1) προκύπτει ως εξής:

Σύμφωνα με τους Miller and Upton το ενοίκιο της μιας περιόδου είναι η διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα τιμή του στοιχείου και την αποπληθωρισμένη αξίας της υπολειμματικής αξίας του στοιχείου κατά τη λήξη της σύμβασης.

Ονομάζοντας την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας του στοιχείου  $S_{T-1}$ , το ενοίκιο της μεμονωμένης περιόδου δίνεται από

$$L_{T-1} = A_{T-1} - S_{T-1} \quad (2)$$

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο του Rubinstein (1976) γράφουμε την παρούσα αξία της μελλοντικής υπολειμματικής αξίας του στοιχείου ως

$$S_{T-1} = E(\tilde{A}_T Z_T')$$

Όπου,  $Z_T' = R_{mT}^{-1} R_{fT}^{-1} / E(R_{mT}^{-1})$

$R_{mT}$  είναι η απόδοση του συνολικού πλούτου από T-1 έως T

$b$  είναι το μέτρο του CPRA

$R_{fT}^{-1}$  είναι η τρέχουσα τιμή της «ώριμης ασφάλειας» (risk-free) την περίοδο T

(risk – free security maturing)

Από την όγδοη υπόθεση που κάναμε παραπάνω προκύπτει ότι

$$R_{fT}^{-1} = (1 + r_f)^{-1} \text{ για όλα τα T}$$

Επίσης,  $R_{fT}^{-1} = E(Z_T')$

Επιπλέον ορίζουμε :

$$\tilde{\delta}_T = \tilde{A}_T / A_{T-1}$$

Και από την έβδομη υπόθεση ισχύει ότι

$$E(\tilde{\delta}_T) = [1 - \gamma] E(\tilde{\lambda}) \quad \text{τα } T$$

Βάσει αυτών μπορούμε λοιπόν να γράψουμε ότι:

$$S_{T-1} = A_{T-1} E(\tilde{\delta}_T Z_T')$$

Ορίζουμε ως  $l = \ln(\tilde{\delta}_T)$  και  $y = \ln(Z_T)'$  ώστε

$$S_{T-1} = A_{T-1} E(e^l e^y)$$

Από την τέταρτη υπόθεση συνεπάγεται ότι  $\tilde{\delta}_T$  και  $Z_T'$  είναι jointly lognormal, άρα το ίδιο ισχύει και για τα  $l$  και  $y$ .

Συνεπώς,

$$\begin{aligned} S_{T-1} &= A_{T-1} \int_{-\infty}^{\infty} \int_{-\infty}^{\infty} e^l e^y f(l, y) dl dy \\ &= A_{T-1} \exp\left[\mu_l + \mu_y + 1/2\sigma_l^2 + \sigma_{ly} + 1/2\sigma_y^2\right] \\ &= A_{T-1} E(\tilde{\delta}_T) E(Z_T') e^{\sigma_{ly}} \end{aligned} \quad (3)$$

Από τις σχέσεις (2) και (3) προκύπτει:

$$L_{T-1} = A_{T-1} - \left[ (1 - E(\tilde{d})) / (1 + r_f) \right] e^{\sigma_{ly}} A_{T-1}$$

Καταλήγοντας δηλαδή στη σχέση (1).

Στη συνέχεια η μελέτη επεκτείνεται σε περισσότερες από μία περιόδους.

Χάρην ευκολίας θέτουμε  $\lambda = [1 - E(\tilde{d})] e^{\sigma_{ly}}$  και μελετάμε τη δεύτερη περίοδο.

$$L_{T-2} = A_{T-2} - \left[ \lambda A_{T-2} / (1 + r_f) \right] \Rightarrow \quad (4)$$

$$\lambda A_{T-2} = A_{T-1} = L + \frac{\lambda A_{T-1}}{(1 + r_f)} \quad (5)$$

Από την (4) προκύπτει

$$\lambda A_{T-1} = \lambda^2 A_{T-2}$$

αντικαθιστώντας στην (4) έχουμε

$$\lambda A_{T-2} = L + \frac{\lambda^2 A_{T-2}}{(1 + r_f)} \quad (6)$$

Αντικαθιστώντας τη σχέση (6) στη σχέση (4) και κάνοντας πράξεις καταλήγουμε στη σχέση (7):

$$A_{T-2} = L + \frac{\lambda^2 A_{T-2}}{(1 + r_f)^2} + \frac{L}{(1 + r_f)} \quad (7)$$

Θεωρώντας ότι το δεύτερο μέλος της εξίσωσης είναι η τρέχουσα αξία της αγοράς του εναπομείναντος τμήματος του στοιχείου κατά τη λήξη της σύμβασης, το γράφουμε ως  $S_{T-2}^2$ .

Επαναλαμβάνοντας τώρα την παραπάνω διαδικασία τόσες φορές όσες είναι και οι περίοδοι μίσθωσης του στοιχείου καταλήγουμε στην τιμή μίσθωσης την περίοδο 0. Συνεπώς η συνθήκη ισορροπίας για μια σύμβαση πολλαπλών περιόδων μίσθωσης δίνεται από τη σχέση:

$$A_0 = \sum_{t=0}^{n-1} \frac{L}{(1 + r_f)^t} + S_0^n \quad (8)$$

$$\text{Όπου } S_0^n = \frac{\lambda^n A_0}{(1+r_f)^n}$$

Σ' αυτό το σημείο να τονίσουμε πως λόγω των υποθέσεων που έχουν γίνει προκειμένου να απλοποιηθεί το υπόδειγμα, η έννοια του ρίσκου υπεισέρχεται στο μοντέλο μόνο επειδή η υπολειμματική αξία του στοιχείου είναι αβέβαιη.

### ***C. Το υπόδειγμα του Grenadier (1996,)***

πραγματεύεται την εκτίμηση του επιπέδου πληρωμών για μια περίοδο μίσθωσης T περιόδων, χωρίς ρίσκο, σε συνεχή χρόνο.

Σε κάθε στιγμή η αξία των υπηρεσιών του στοιχείου φεύγει από το τελευταίο, δηλαδή ο στιγμιαίος ρυθμός μίσθωσης,  $S(t)$ , ακολουθεί μια διαδικασία διάχυσης, που εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$dS = a_s S dt + \sigma_s S dz_s \quad (1)$$

Όπου  $a_s$  δηλώνει τη στιγμιαία αναμενόμενη ποσοστιαία μεταβολή του  $S$  ανά μονάδα χρόνου,  $\sigma_s$  δηλώνει την αστάθεια και  $dz_s$  είναι η προσαύξηση μιας δεδομένης Brownian κίνησης<sup>7</sup>.

Έστω ότι η παρούσα αξία της χρήσης του στοιχείου για  $T$  χρόνια,  $Y(S,T)$ , δηλώνεται ως

$$Y(S,T) = E \left[ \int_0^T e^{-rt} S(t) dt \right] \quad (2)$$

Λόγω της ιδιότητας log-normality των μεταβλητών ισχύουν τα παρακάτω:

<sup>7</sup> Είναι το μαθηματικό μοντέλο που χρησιμοποιείται για την περιγραφή τυχαίων κινήσεων. Αποτελεί την απλούστερη στοχαστική διαδικασία συνεχούς χρόνου.

$$S(t) = S \exp \left[ \left( a_s - \frac{\sigma_s^2}{2} \right) t + \sigma_s z_s \right] \quad (3)$$

Συνεπώς το  $Y(S,T)$  γράφεται ως

$$Y(S,T) = \int_0^T E \left[ e^{-rt} S \exp \left[ \left( a_s - \frac{\sigma_s^2}{2} \right) t + \sigma_s z_s \right] \right] dt \quad (4)$$

Βασιζόμενοι τώρα στο Θεώρημα του Girsanov, έχουμε τη δυνατότητα να αλλάξουμε το μέτρο της πιθανότητας σε ένα νέο  $Q^\theta$ , όπου  $\theta = -\sigma_s$ , οπότε η γνωστό ως Radon

Nikodym παράγωγος παίρνει τη μορφή  $\xi_t^\theta = \exp \left( \sigma_s z_s - \frac{\sigma_s^2}{2} t \right)$

Άρα

$$\begin{aligned} Y(S,T) &= \int_0^T E \left[ e^{-rt} S e^{a_s t} \xi_t^\theta \right] dt \\ &= \int_0^T E_{Q^\theta} (S e^{(-r+a_s)t}) dt \Rightarrow \\ Y(S,T) &= \frac{S}{r-a_s} \left[ 1 - e^{-(r-a_s)T} \right] \end{aligned} \quad (5)$$

Τώρα ορίζοντας τη συνθήκη ισορροπίας του ρυθμού μίσθωσης,  $R(t)$ , ως τη ροή πληρωμών της οποίας η ετήσια αξία ισούται με  $Y(S,T)$ , έχουμε

$$R(t) = \left( \frac{r}{1 - e^{-rT}} \right) Y(S,T) \quad (6)$$

Αντικαθιστώντας τη σχέση (5) στη σχέση (6) παίρνουμε τελικά τη σχέση (7):

$$R(t) = \left( \frac{1 - e^{-(r-a_s)T}}{1 - e^{-rT}} \right) \frac{rS}{r - a_s} \quad (7)$$

Συνολικά για τα τρία αυτά υποδείγματα θα λέγαμε πως η συνεισφορά τους στο θέμα που εξετάζουν είναι καθοριστική. Είναι εύκολα προσαρμόσιμα στις διαφορετικές κατηγορίες των συμβάσεων μίσθωσης, απλώς με κάποιες εύκολα εφαρμόσιμες μεταβολές. Ωστόσο το γεγονός ότι δεν περιλαμβάνουν, για λόγους απλοποίησης, τον πιστωτικό κίνδυνο, τα καθιστά ανεφάρμοστα στην πραγματική αγορά και προβάλλει έντονα την ανάγκη για περεταίρω διερεύνηση του θέματος, κάτι το οποίο έγινε από άλλους ερευνητές αμέσως μετά.

Ενδεικτικά παραθέτουμε τις εργασίες των Schallheim, Johnson, Lease και McConnell (1986), Schmit (2004), Huang and Yildirim (2006).

Οι πρώτοι χρησιμοποίησαν δείγμα 363 παρατηρήσεων (συμβάσεων μίσθωσης) και κατέληξαν πως το ύψος της απόδοσης της μίσθωσης προσδιορίζεται σε τέτοιο επίπεδο ώστε να αποζημιώνει τον εκμισθωτή κατά τον πιστωτικό κίνδυνο.

Ο δεύτερος χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 46.732 μισθώσεων της περιόδου 1990-2000 υπολόγισε μια συνάρτηση πιθανότητας πυκνότητας για τις απώλειες των μισθώσεων. Τα αποτελέσματα από την εμπειρική ανάλυση ήταν ότι οι εγγυήσεις παίζουν σημαντικό ρόλο στη μείωση του πιστωτικού κινδύνου που σχετίζεται με τα χαρτοφυλάκια των μισθώσεων.

Η τελευταία εργασία αναπτύσσει ένα συνοπτικό μοντέλο πιστωτικού κινδύνου ως προς τις μισθώσεις το οποίο αποφεύγει να κάνει υποθέσεις σχετικά με τη μη παρατηρήσιμη διαδικασία εκτίμησης του στοιχείου. Επιπλέον υποθέτει μια συσχετιζόμενη αγορά με πιστωτικό κίνδυνο, η οποία μας παρέχει έναν απλό και αναλυτικό τρόπο εκτίμησης προεπιλεγμένες συμβάσεις μίσθωσης.

## 5. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ.

### A. ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ:

Ο θεσμός της μίσθωσης για τις επιχειρήσεις νοείται ουσιαστικά ως ένας ολοκληρωμένος χρηματοδοτικός μηχανισμός που παρέχει τη δυνατότητα στην οικονομική μονάδα να αναπτυχθεί χωρίς να διαθέσει δικά της κεφάλαια.

Στο πλαίσιο λοιπόν της ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας που προωθούν οι κυβερνήσεις των χωρών, το 1986 ψηφίστηκε στην Ελλάδα νόμος βάσει του οποίου εισήχθη στην ελληνική οικονομία η χρηματοδοτική μίσθωση.

Συγκεκριμένα, ο πρώτος σχετικός νόμος ήταν ο 1665/1986 και ακολούθησαν τροποποιήσεις αυτού με τους νόμους 2367/65 και 2682/99, ο οποίος και εισήγαγε το θεσμό της μίσθωσης ακινήτων, δίνοντας έτσι ώθηση στον κλάδο.

Ο νόμος λοιπόν 1665/1986 αναφέρει για τη χρηματοδοτική μίσθωση τα εξής: *«Με τη σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης ο κατά την παράγραφο 1 του άρθρου 2 εκμισθωτής υποχρεούται να παραχωρεί έναντι μισθώματος τη χρήση πράγματος, κινητού ή ακινήτου, ή και των δύο μαζί, που προορίζεται αποκλειστικά για επαγγελματική χρήση του αντισυμβαλλομένου, παρέχοντας στον αντισυμβαλλόμενο του συγχρόνως το δικαίωμα είτε να αγοράσει το πράγμα είτε να ανανεώσει τη μίσθωση για ορισμένο χρόνο. Οι συμβαλλόμενοι έχουν την ευχέρεια να ορίσουν ότι το δικαίωμα αγοράς μπορεί να ασκηθεί και πριν από τη λήξη του χρόνου μίσθωσης.»*

Βάσει νομοθεσίας ως εκμισθωτές μπορούν να λειτουργήσουν μόνο:

1. Α.Ε. χρηματοδοτικής μίσθωσης οι εργασίες των οποίων είναι σύμφωνες με τον ορισμό της χρηματοδοτικής μίσθωσης.
2. Πιστωτικά ιδρύματα που έχουν συσταθεί και λειτουργούν στην Ελλάδα, ή που εδρεύουν σε άλλο κράτος και εγκαθίστανται στην Ελλάδα μέσω υποκαταστήματος.
3. Χρηματοδοτικά ιδρύματα που εδρεύουν σε άλλο κράτος και εγκαθίστανται στην Ελλάδα μέσω υποκαταστήματος.

Η διάρκεια των συμβάσεων εξαρτάται από το είδος του στοιχείου που μισθώνεται. Τα κινητά στοιχεία δεν μπορούν να μισθωθούν για περίοδο μικρότερη της τριετίας, η μίσθωση αεροσκαφών απαιτεί διάρκεια τουλάχιστον 5 ετών, ενώ όσων αφορά τα ακίνητα η σύμβαση που υπογράφεται είναι τουλάχιστον δεκαετούς διάρκειας.



Ωστόσο αν η αγορά του μισθίου πραγματοποιηθεί πριν την πάροδο του απαιτούμενου χρόνου, υπάρχουν ρυθμίσεις σύμφωνα με τις οποίες ο μισθωτής δύναται να αποκτήσει νωρίτερα το στοιχείο, αλλά παράλληλα υποχρεούται να καταβάλλει τα ποσά για φορολογικές και λοιπές επιβαρύνσεις υπέρ του δημοσίου.

Ένα άλλο σημείο της νομοθεσίας με ιδιαίτερη σημασία για την εξέλιξη του θεσμού της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι οι φορολογικές απαλλαγές και άλλες σχετικές ρυθμίσεις που κάνουν τη μίσθωση ελκυστική επιλογή. Όσον αφορά λοιπόν τις φοροαπαλλαγές, αν εξαιρέσουμε το φόρο εισοδήματος και το ΦΠΑ όλοι οι άλλοι φόροι (τέλη, εισφορές, δικαιώματα υπέρ του δημοσίου) δε βαραίνουν τη μίσθωση στις παρακάτω περιπτώσεις:

1. στις συμβάσεις κινητών στοιχείων (με εξαίρεση των μεταφορικών μέσων)
2. στις συμβάσεις εκχώρησης δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων.
3. στα μισθώματα.
4. στο τίμημα της πώλησης του στοιχείου προς το μισθωτή

## **B. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ.**

Ας δούμε λοιπόν τώρα πως εφαρμόζεται στην αγορά η νομοθεσία που ψηφίστηκε. Οι *εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης* είναι χρηματοδοτικοί οργανισμοί, που όμως διαφέρουν από τους υπόλοιπους ως προς την ιδιαίτερα υψηλή επαγγελματική κατάρτιση του προσωπικού τους. Αυτή η έμφαση δίνεται διότι η επαγγελματική κατάρτιση του προσωπικού είναι ο μόνος τρόπος να αποφύγει επιζήμιες προτάσεις μίσθωσης και να μη χάσει συμφέρουσες περιπτώσεις η εταιρεία. Για το λόγο αυτό η εταιρεία στελεχώνεται με άτομα που είναι σε θέση να κάνουν επεξεργασία δεδομένων και αναλύσεις. Συνεπώς το προσωπικό της απαρτίζεται συνήθως από οικονομολόγους και μηχανικούς που αναλαμβάνουν την οικονομο-τεχνική ανάλυση, την οικονομική διαχείριση και όλες τις διαδικασίες εκμίσθωσης. Επιπλέον απαραίτητος κρίνεται και ο νομικός σύμβουλος που αναλαμβάνει την κατάρτιση του συμβολαίου μίσθωσης και την παρακολούθηση της τήρησης των νομικών όρων.

Οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί είτε να ανήκουν σε τράπεζες, είτε να είναι ανεξάρτητες. Αυτό το χαρακτηριστικό μπορεί να είναι η αιτία για σημαντικές διαφορές στην εξέλιξή τους.

Για παράδειγμα, οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης που ανήκουν σε τράπεζες μπορούν ευκολότερα να προσελκύσουν πελάτες, αφού πολλοί απ' αυτούς είναι ήδη πελάτες της τράπεζας ως καταθέτες ή δανειολήπτες. Ταυτόχρονα έχουν σαφώς μεγαλύτερη ρευστότητα από τις ανεξάρτητες. Αυτό μπορεί να δημιουργεί ίσως έναν πιο σφικτό έλεγχο των οικονομικών τους από το κράτος, ωστόσο η ύπαρξη του απαραίτητου κεφαλαίου τους δίνει τη δυνατότητα να συνεχίζουν τις εργασίες τους ακόμη και σε περιόδους περιορισμένης ρευστότητας, καθιστώντας τες έτσι ικανές για υψηλά κέρδη.

Απ' την άλλη οι ανεξάρτητες εταιρείες δεδομένης της περιορισμένης ρευστότητας και της δυσκολίας προσέλκυσης πελατών, συχνά αναγκάζονται σε αποχώρησή τους από την αγορά, Ωστόσο το χαρακτηριστικό της ανεξαρτησίας τους δίνει ένα πλεονέκτημα σε σχέση με τις εταιρείες που ανήκουν σε τράπεζες. Έχουν τη δυνατότητα να προσαρμόζονται γεωγραφικά εκεί που η ζήτηση επιβάλλει, χωρίς καθυστερήσεις ή «γραφειοκρατίες», αφού είναι οι μοναδικοί υπεύθυνοι για τις επιλογές τους.

Όσον αφορά τώρα τη **διαδικασία** απόκτησης του εξοπλισμού μέσω της χρηματοδοτικής μίσθωσης, **απαρτίζεται από τα εξής βήματα:**

Σε πρώτη φάση η επιχείρηση έρχεται σε επαφή με τον προμηθευτή και κάνει όλες τις απαραίτητες διαπραγματεύσεις για τον εξοπλισμό που έχει επιλέξει.

Σε επόμενο στάδιο, επικοινωνεί με την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης που την ενδιαφέρει και της εκθέτει το επενδυτικό πρόγραμμα και τα απαραίτητα δικαιολογητικά.

Η επόμενη κίνηση γίνεται από την εταιρεία χρηματοοικονομικής μίσθωσης, η οποία αγοράζει τον εξοπλισμό και το διαθέτει στην επιχείρηση. Με την έναρξη της χρήσης του εξοπλισμού, ξεκινάει και η καταβολή των συμφωνηθέντων δόσεων.

Οι **μορφές** μίσθωσης που συνήθως εμφανίζονται στην αγορά είναι η χρηματοοικονομική και η λειτουργική μίσθωση. Η διαφορά τους έγκειται στη δυνατότητα ακύρωσης της σύμβασης.

Στην περίπτωση της λειτουργικής μίσθωσης, η διάρκεια του συμβολαίου είναι μικρότερη από την αναμενόμενη ζωή του στοιχείου και συνήθως είναι περίπου δώδεκα μήνες. Μετά το πέρας του έτους, ο εκμισθωτής εκμισθώνει εκ νέου τον

εξοπλισμό ώστε να καταφέρει να καλύψει το κόστος του, το οποίο δεν είχε καλυφθεί από το προηγούμενο σύνολο των μισθώσεων.

Στην περίπτωση της χρηματοοικονομικής μίσθωσης υπάρχουν τέσσερις διαφορετικές κατηγορίες:

- Άμεση Μίσθωση: Χαρακτηρίζεται από σύντομη διάρκεια μίσθωσης με δικαίωμα ανανέωσης. Ο μισθωτής δύναται να ακυρώσει τη σύμβαση αφού προειδοποιήσει εγκαίρως. Η ανάληψη του κινδύνου απαξίωσης γίνεται από τον εκμισθωτή, ο οποίος επιβαρύνεται επιπλέον και από τα κόστη συντήρησης στην περίπτωση των μηχανών γραφείου. Εδώ παρατηρούμε ότι υπερισχύει η εμπορική επί της χρηματοοικονομικής πλευράς.
- Πώληση – Μίσθωση (Sale-lease Back): Αυτή η κατηγορία αποτελεί χρηματοοικονομική τεχνική για την εξυγίανση της ρευστότητας της επιχείρησης και αναφέρεται σε πραγματοποιημένη επένδυση και όχι σε νέα. Η επιχείρηση πουλάει πάγιο στοιχείο στην εταιρεία χρηματοοικονομικής μίσθωσης και στη συνέχεια το μισθώνει, απελευθερώνοντας έτσι κεφάλαιο κίνησης. Για την εταιρεία μίσθωσης το Sale-lease Back αποτελεί μακροχρόνια τοποθέτηση κεφαλαίων με ικανοποιητική απόδοση.
- Μίσθωση ακινήτων (Real Estate Leasing) : Οι υπηρεσίες Real Estate παρέχονται από εξειδικευμένες εταιρείες μίσθωσης και οι συμβάσεις τους χαρακτηρίζονται από μεγάλη διάρκεια. Η διάρκεια αυτή δεν έχει να κάνει με την οικονομική ζωή του στοιχείου (αντίθετα με την απλή χρηματοοικονομική μίσθωση) αφού η αξία του ακινήτου μπορεί να αυξάνεται με τα χρόνια εξαιτίας μιας νομισματικής διάβρωσης και άρα η οικονομική ζωή του ακινήτου να είναι να είναι πολύ μεγαλύτερη από τη διάρκεια μίσθωσης. Real Estate Leasing.
- Συμμετοχική Χρηματοδοτική Μίσθωση: Πρόκειται για μια μέθοδο που αναπτύχθηκε κυρίως για τη χρηματοδοτική μίσθωση στοιχείων μεγάλης αξίας. Εδώ συμμετέχουν τέσσερα μέρη: ο μισθωτής, ο εκμισθωτής, ο προμηθευτής και ο δανειστής του εκμισθωτή. Οι σχέσεις των τεσσάρων αυτών μερών προσδιορίζονται ως εξής: ο εκμισθωτής καταβάλλει μόνο το 20% - 40% της αξίας του παγίου, ενώ το υπόλοιπο καλύπτεται από το δανειστή, ο οποίος έχει δικαίωμα πληρωμής του μόνο από το μίσθωμα. Δηλαδή αν ο μισθωτής δεν πληρώσει τις απαιτούμενες δόσεις ο εκμισθωτής δεν υποχρεούται την

αποπληρωμή του δανείου, αλλά ο δανειστής καλύπτεται από την πώληση του στοιχείου σ' αυτήν την περίπτωση. Επιπλέον το επιτόκιο του δανεισμού καθορίζεται από την πιστοληπτική ικανότητα του μισθωτή.

Πώς όμως καθορίζεται το μηνιαίο ενοίκιο του εξοπλισμού που μισθώνεται; Αυτό εξαρτάται από παράγοντες όπως είναι το ύψος της αξίας του εξοπλισμού, από τη συμμετοχή ή όχι του επενδυτή, από τη διάρκεια της μίσθωσης αλλά και από το ύψος του επιτοκίου.

Στην ελληνική αγορά οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης που δραστηριοποιούνται και ανταγωνίζονται μεταξύ τους για την κάλυψη μεγαλύτερου μεριδίου της ελληνικής αγοράς είναι συνήθως τμήματα των ήδη υπάρχουσών τραπεζών. Οι πιο γνωστές είναι οι : ALPHA leasing, ASPIS leasing, A.T.E leasing, ΑΤΤΙΚΙΣ leasing, BNPPARIBAS leasing, ΓΕΝΙΚΗ leasing, ΚΥΠΡΟΥ leasing, ΕΛΛΗΝΙΚΗ leasing, ΕΜΠΟΡΙΚΗ leasing, EURO leasing, ΕΘΝΙΚΗ leasing, MARFIN leasing, ΠΕΙΡΑΙΩΣ leasing, PROBANK leasing, ΗVBFF leasing, EFG leasing και PROTON leasing.

Κάποιες από τις παραπάνω εταιρίες, όπως είναι οι EFG, ALPHA, MARFIN, ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΘΝΙΚΗ και ΚΥΠΡΟΥ, δραστηριοποιούνται όχι μόνο στον ελληνικό χώρο, αλλά και στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Ρουμανίας, η οποία αποτελεί τη βασική χώρα δραστηριότητας των ελληνικών εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης. Άλλες χώρες όπου οι τελευταίες δηλώνουν έντονα την παρουσία τους είναι η Βουλγαρία, η Σερβία και η Τουρκία.

### **C. ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ**

Ο δημόσιος τομέας στην προσπάθειά του να εκμεταλλευτεί την ακίνητη περιουσία του και να βελτιώσει την ευελιξία του σε θέματα ρευστότητας προχώρησε στην ψήφιση νόμου που επιτρέπει την πώληση και ταυτόχρονη μίσθωση των ακινήτων του. Αυτός ο νόμος καθιστά το δημόσιο τομέα περισσότερο ευέλικτο αφού τώρα μπορεί να μεταβιβάζει ακίνητα που του ανήκουν χωρίς να αποξενώνεται από αυτά, μπορεί να κατασκευάζει ή να διορθώνει τα ακίνητά του σε συνεργασία με τον

ιδιωτικό τομέα (κάτι που μέχρι τώρα δεν μπορούσε να κάνει λόγω έλλειψης πόρων, συνεπώς δεν αξιοποιούνταν η περιουσία ) και να μεγαλώσει τη διάρκεια των συμβάσεων μίσθωσης, που πριν ήταν μόλις δώδεκα έτη.

Η επίτευξη των παραπάνω γίνεται με τη βοήθεια τεσσάρων νέων ειδών συμβάσεων. Σύμφωνα με το πρώτο είδος σύμβασης επιτρέπεται η πώληση του ακινήτου σε ιδιώτη και η ταυτόχρονη μίσθωσή του από το δημόσιο τομέα. Το δεύτερο είδος αποτελεί ένα συνδυασμό του πρώτου με την επιπλέον υποχρέωση του ιδιώτη για κατασκευές επί του ακινήτου. Το τρίτο είδος σύμβασης αφορά μακροχρόνια μίσθωση που αγγίζει μέχρι και τα ενενήντα εννέα χρόνια. Τέλος το τέταρτο είδος αποτελεί μία μικτή σύμβαση που συνδυάζει τα τρία προαναφερθέντα είδη.

Σ' αυτό το σημείο πρέπει να σημειώσουμε πως για την όποια περίπτωση μεταβίβασης κυριότητας ή μακροπρόθεσμης μίσθωσης, απαιτείται απόφαση της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποιήσεων.

Βέβαια οι παραπάνω ρυθμίσεις δεν αφορούν αποκλειστικά το δημόσιο τομέα αλλά και τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου όπως και κάθε δημόσια επιχείρηση, αρκεί οι ρυθμίσεις αυτές να είναι μέρος ενός επιχειρηματικού σχεδίου που στόχο έχει την αξιοποίηση των ακινήτων.

Η επιλογή του αντισυμβαλλόμενου του δημοσίου, που είναι είτε ιδιώτης είτε δημόσια επιχείρηση, γίνεται με διαγωνισμό που προκηρήσει ο αρμόδιος φορέας.

Βασικό στοιχείο της δραστηριότητας του δημοσίου στον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η απαλλαγή των συμβάσεων από έμμεσους φόρους για το δημόσιο τομέα και απαλλαγή από τον ειδικό φόρο ακινήτων για τον αντισυμβαλλόμενο. Αυτή η ρύθμιση στοχεύει στον περιορισμό του τελικού κόστους του δημοσίου και στην ίση αντιμετώπιση των εν δυνάμει αντισυμβαλλομένων.

Η επαφή του δημοσίου τομέα με τη χρηματοδοτική μίσθωση μπορεί να προσεγγιστεί και από άλλη οπτική. Πέρα από την πώληση και επαναμίσθωση της περιουσίας του, το δημόσιο αγοράζει νέο εξοπλισμό μέσω χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Η εφαρμογή του μέτρου ξεκίνησε μόλις το 2009, σε αντίθεση με τις χώρες του εξωτερικού όπου είχε εμφανιστεί πολύ νωρίτερα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα χώρας όπου εφαρμόζεται το μέτρο και μάλιστα με μεγάλη επιτυχία, είναι η Μ. Βρετανία, η οποία έχει οργανώσει σχεδόν ολόκληρο το σύστημα υγείας της τη βοήθεια της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Η ρύθμιση αυτή θεωρείται εξαιρετικά ωφέλιμη για τον κλάδο αν σκεφτούμε πως δημιουργεί μία νέα αγορά που συμπεριλαμβάνει τη μίσθωση πυροσβεστικών

οχημάτων, αεροσκαφών, ελικοπτέρων, ιατρικού εξοπλισμού και εξοπλισμού μηχανοργάνωσης και αυτοκινήτων ή επαγγελματικών οχημάτων

Η μίσθωση των τελευταίων δεν μπορεί να γίνει από εταιρείες μακροενοικίασης αυτοκινήτων, δεδομένου ότι η ΓτΕ αναγνωρίζει τη δυνατότητα παροχής τέτοιων υπηρεσιών αποκλειστικά και μόνο στις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης. Συνεπώς οποιοσδήποτε άλλος εν δυνάμει αντισυμβαλλόμενος αποκλείεται από το δικαίωμα διεκδίκησης έργων από το δημόσιο.

#### **D. ΠΟΡΕΙΑ – ΕΞΕΛΙΞΗ LEASING.**

Ο θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης έκανε δειλά τα πρώτα του βήματα στην ελληνική οικονομία. Ωστόσο το γεγονός ότι υπήρχε περιθώριο ανάπτυξης έδωσε ώθηση στην εξέλιξη του θεσμού. Φυσικό επόμενο είναι βέβαια πως κάποια στιγμή το περιθώριο μικραίνει και η αγορά ωριμάζει, οπότε και ακολουθείτε μια πιο σταθερή πορεία. Αυτή η σταθερότητα όμως περιορίζεται σε περιόδους ομαλής πορείας της οικονομίας.

Τα τελευταία χρόνια όμως η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση που πλήττει και την ελληνική οικονομία, άρα και τον κλάδο της χρηματοοικονομικής μίσθωσης έχει προκαλέσει τη μείωση της ζήτησης και προσφοράς συμβάσεων , για διαφορετικούς λόγους την κάθε μια. Συγκεκριμένα, η ζήτηση συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης οφείλεται κατά ένα μεγάλο μέρος στον περιορισμό των επενδυτικών προγραμμάτων που οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν . Από την άλλη μεριά οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης στο σύνολό τους ακολουθούν μία πιο επιφυλακτική πολιτική. Αποφεύγουν κάθε επισφαλή σύμβαση και τους νέους πελάτες, σε μια προσπάθεια να προφυλάξουν τα κεφάλαιά τους.

Αυτή η τακτική ακολουθείτε από τις ελληνικές εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης όχι μόνο στον ελλαδικό χώρο, αλλά και στις χώρες των Βαλκανίων όπου δραστηριοποιούνται.

Στρατηγική τους είναι η διατήρηση της παρουσίας τους με προστασία των κεκτημένων και όχι η ανάπτυξη. Ταυτόχρονα εδώ εκτός από τους νέους πελάτες αποφεύγονται και οι μεμονωμένοι<sup>8</sup>.

Η δεδομένη στρατηγική σε συνδυασμό με την περίοδο ύφεσης που διανύουμε έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των εργασιών στα Βαλκάνια κατά 35% και αναμένεται ακόμη μεγαλύτερη. Σε συγκεκριμένες χώρες όπως είναι η Ρουμανία, η Βουλγαρία και η Τουρκία η μείωση των εργασιών άγγιξε ήδη το 50%.

---

<sup>8</sup> Η νομοθεσία των χωρών του εξωτερικού σχετικά με το θεσμό της χρηματοδοτικής μίσθωσης δίνει τη δυνατότητα και σε μεμονωμένα άτομα να κάνουν χρήση του θεσμού.

## 6. Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ.

### A. ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΣΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Σε αντίθεση με την Ελλάδα οι περισσότερες χώρες της Ε.Ε. εφάρμοσαν τη χρηματοδοτική μίσθωση από νωρίς και την έκαναν αναπόσπαστο κομμάτι της επιχειρηματικής και επενδυτικής ζωής της χώρας.

Επιπλέον, δεν ασπάζονται την άποψη που επικρατεί στην Ελλάδα, ότι η χρηματοδοτική μίσθωση είναι εκ φύσεως επαγγελματικό εργαλείο, γι' αυτό νομιμοποίησαν τη χρήση του θεσμού από μεμονωμένους πελάτες ακόμη και για ιδιωτική χρήση.

Συνοπτικά λοιπόν θα λέγαμε πως οι δύο βασικότερες αιτίες για την διαφορά της ανάπτυξης του κλάδου ανάμεσα στην Ελλάδα κ τις χώρες της Ε.Ε. είναι:

- Χρονική διαφορά στην εφαρμογή του θεσμού.
- Περιορισμός της αγοράς που αντιμετωπίζει η Ελλάδα σε σχέση με τις χώρες της Ε.Ε.

Γενικά για την Ευρώπη στο σύνολό της ο θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης αποτέλεσε ένα χρήσιμο εργαλείο ανάπτυξης. Η χρησιμότητά του προκύπτει από το γεγονός ότι παρέχει κεφαλαίο το οποίο χρησιμοποιείται για επενδυτικούς σκοπούς. Κάτι τέτοιο συνεπάγεται μια υγιή οικονομία, αφού παράγει θέσεις εργασίας και προωθεί την καινοτομία.

Η προσφορά του θεσμού στην ευρωπαϊκή οικονομία εκφράζεται από το ρυθμό διείσδυσης<sup>9</sup>, ο οποίος δηλώνει το ποσοστό των επενδύσεων που χρηματοδοτούνται μέσω της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Ο ρυθμός αυτός αυξανόταν σταθερά αγγίζοντας μέχρι και το 19% του συνόλου των επενδύσεων το 2006, μέχρι τα πρώτα σημάδια της κρίσης να φανούν και σ' αυτόν. Αυτή όμως η σταθερή ανοδική πορεία δηλώνει πως ο θεσμός κερδίζει έδαφος ως μέθοδος χρηματοδότησης.

Παρακάτω δίνεται μια σαφής εικόνα της εξέλιξης του θεσμού του leasing στην Ευρώπη από το 1994, οπότε και έκανε ο θεσμός αισθητή την παρουσία του στην οικονομική ζωή των χωρών, μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 2009. Από εκείνο το χρονικό σημείο και μετά δεν έχει γίνει ακόμη αναλυτική καταγραφή των δεδομένων.

---

<sup>9</sup> Η ποσότητα των συνολικών συμβάσεων διαιρεμένη με τις επενδύσεις, όπου ως επένδυση ορίζουμε το μικτό σταθερό κεφάλαιο εξαιρουμένων των ιδιωτικών κατοικιών.



Από το 2008 οι επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής κρίσης γίνονται εμφανείς στο κλάδο της χρηματοοικονομικής μίσθωσης, από τη μείωση του αριθμού των νέων συμβάσεων, αλλά και από το ύψος της αξίας αυτών.

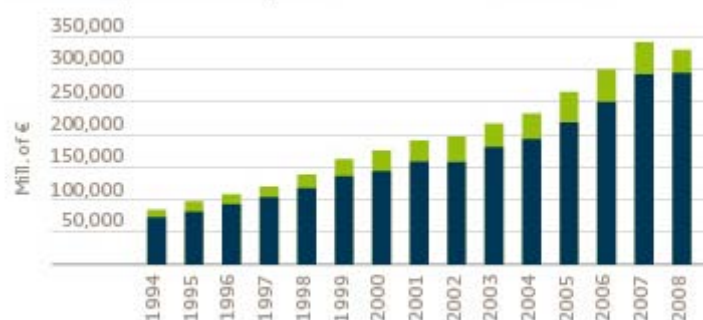
Αυτή η ύφεση συνεχίζει να φαίνεται και από την πορεία του κλάδου κατά το επόμενο έτος, το 2009. Η αξία του συνολικού όγκου των νέων συμβάσεων φτάνει στα € 216 δις., δηλαδή παρατηρείται πτώση της τάξης του 28,4% σε σχέση με το 2008.

Η μείωση αυτή αναλυόμενη σε κατηγορίες έχει ως εξής: 35,3% στο leasing εξοπλισμού, 24,4% στο leasing οχημάτων και 23,4% στο leasing ακινήτων.

Ας περάσουμε όμως τώρα να δούμε ποιες ήταν οι επιπτώσεις της κρίσης στον κλάδο κατά το 2008, έτος καμπής για το leasing.

Η αξία των συνολικών νέων συμβάσεων άγγιξε τα € 330,1 δις. Το μέγεθος αυτό είναι αποτέλεσμα αρνητικής μεγέθυνσης του κλάδου κατά 5,1% σε σχέση με το 2007.

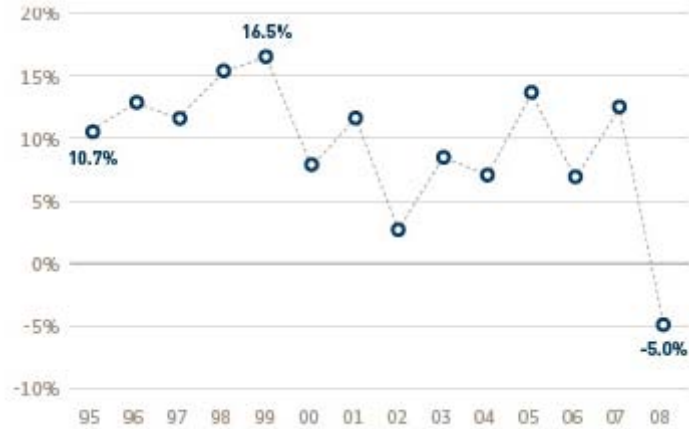
Συγκεκριμένα ο ρυθμός διεύθυνσης του συνολικού leasing μετά από σταθερή άνοδο για χρόνια, έπεσε ελαφρώς, φτάνοντας το 16%.



Leasing ακινήτων: □ leasing εξοπλισμού: □

**Διάγραμμα (1):** Συνολικά μεγέθη του κλάδου χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ευρώπη,

Πηγή: Leaseurope, [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)



**Διάγραμμα (2):** Ρυθμοί μεγέθυνσης των Συνολικών μεγεθών του κλάδου χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ευρώπη, Πηγή: Leaseurope, [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)

Αν περιοριστούμε όμως στο ρυθμό διεξόδου που αφορά αποκλειστικά τον εξοπλισμό (συμπεριλαμβανομένων και των οχημάτων) αυξάνεται στο 23,7% ενώ για το leasing ακινήτων αγγίζει το 4,6%. Παρόλο όμως που ο ρυθμός διεξόδου για τις δύο αυτές κατηγορίες αυξάνεται, οι νέες συμβάσεις παρουσιάζουν πτώση της τάξης του 2,4% και του 21,6% αντίστοιχα, σε σχέση με το 2007. Τα στοιχεία αυτά διαγραμματικά παρουσιάζονται στο Διάγραμμα (3).



Leasing ακινήτων: — Leasing εξοπλισμού: —

**Διάγραμμα (3):** Ρυθμός μεγέθυνσης leasing εξοπλισμού και leasing ακινήτων για το έτος 2008, Πηγή: Leaseurope, [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)

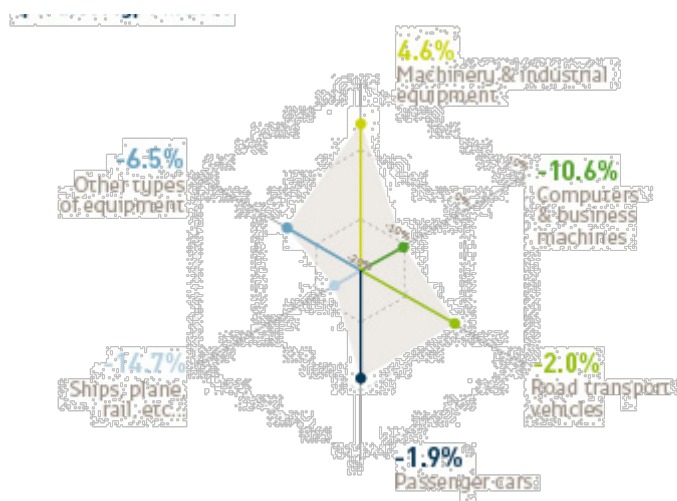
Το μόνο τμήμα του leasing εξοπλισμού το οποίο αντιστάθηκε σ' αυτή τη συρρίκνωση της αγοράς ήταν το leasing βιομηχανικού εξοπλισμού, το οποίο όχι απλά δεν μειώθηκε, αλλά αναπτύχθηκε κατά 4,6%, πραγματοποιώντας αύξηση νέων συμβάσεων κατά 22%, η αξία των οποίων έφτασε τα € 64,8 δις.

Οι υπόλοιποι όμως κλάδοι στους οποίους συμπεριλαμβάνεται το leasing αεροσκαφών, πλοίων και σιδηροδρόμων, παρουσίασαν τη δραματικότερη πτώση από ποτέ, πέφτοντας κατά 14,7%.

Όσον αφορά τον κλάδο των αυτοκινήτων (επιβατικών και εμπορικών) αποτέλεσε το 50% των νέων συμβάσεων του 2008, παραμένοντας ο μεγαλύτερος κλάδος του ευρωπαϊκού leasing, με αξία νέων συμβάσεων € 174,3 δις.

Από αυτές τις συμβάσεις τα 2/3 πραγματοποιήθηκαν στον ιδιωτικό τομέα με το 14% να αντιστοιχεί σε μεμονωμένα άτομα και το 3% σε δημόσιους φορείς. Η πλειοψηφία των συμβάσεων αυτών είχαν διάρκεια από δύο έως πέντε έτη.

Συνοπτικά λοιπόν παρατηρούμε στο Διάγραμμα (4) τις μεταβολές που υπέστησαν όλοι οι επιμέρους κλάδοι του leasing εξοπλισμού από το 2007 στο 2008.



ΚΛΑΔΟΣ LEASING ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	% ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΚΛΑΔΟΥ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	4,6%
ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΓΡΑΦΕΙΟΥ	-10,6%
ΟΧΗΜΑΤΑ	-2,0%
ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕΣΑ	-1,9%
ΠΛΟΙΑ/ΑΕΡΟΠΛΑΝΑ ΚΛΠ.	-14,7%
ΑΛΛΑ	-6,5%

*Διάγραμμα (4): Ρυθμοί μεγέθυνσης των επιμέρους κλάδων του leasing εξοπλισμού για το έτος 2008, Πηγή: Leaseurope, [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)*

Σχετικά με το leasing ακινήτων, οι ρυθμοί μεγέθυνσης του είχαν μειωθεί από το 2005. Η σημαντικότερη όμως μείωση (21,6%) πραγματοποιήθηκε το 2008. Η πτώση αυτή αναφέρεται σε όλα τα είδη ακινήτων εκτός από τα βιομηχανικά, τα οποία έμειναν σταθερά και αποτελούν το 37% των συνολικών συμβάσεων ακινήτων. Αντίθετα το leasing γραφείων, ξενοδοχείων και χώρων αναψυχής έφτασαν μόλις τις μισές συμβάσεις του 2007.

Οι συμβάσεις ακινήτων με χρονικό ορίζοντα από 8 έως 16 χρόνια αποτέλεσαν το 40,8% των νέων συμβάσεων, εμφανιζόμενες μειωμένες από το 2007. Από την άλλη οι συμβάσεις με χρονικό ορίζοντα από 16 έως 20 έτη, αποτέλεσαν το 46% των συμβάσεων.

Τέλος, όσον αφορά τον κλάδο της βραχυπρόθεσμης μίσθωσης αυτοκινήτων, κατά τη διάρκεια του 2008 αγοράστηκαν από τις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης 978.000 αυτοκίνητα, και μετά από αποσύρσεις, στο τέλος του χρόνου ο συνολικός στόλος των αυτοκινήτων ήταν 782.000. Μ' αυτό το στόλο οι συμβάσεις που έγιναν συνολικά ξεπέρασαν τα 32.000.000 κατά το 2008.

Η επιμέρους κατανομή των συμβάσεων βραχυπρόθεσμης μίσθωσης αυτοκινήτων, στις χώρες της Ε.Ε. δίνεται στον Πίνακα (1).

Χώρα	Βραχυπρόθεσμη μίσθωση Αυτοκινήτων για 2008	
	Αγορές	Στόλος
<b>Βέλγιο</b>	27.956	19.250
<b>Γερμανία</b>	395.000	153.000
<b>Γαλλία</b>	225.000	213.000
<b>Μ. Βρετανία</b>	161.597	212.378
<b>Ελλάδα</b>	4.100	14.000
<b>Ιταλία</b>	129.396	121.209
<b>Κάτω Χώρες</b>	26.266	36.055
<b>Νορβηγία</b>	8.987	13.059
<b>Σύνολο</b>	978.302	781.951

*Πίνακας (1): Κατανομή των συμβάσεων βραχυπρόθεσμης μίσθωσης αυτοκινήτων, στις χώρες της Ε.Ε., Πηγή: Leaseurope, [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)*

## **B. ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΟΥΣ ΕΞΕΛΙΞΗ.**

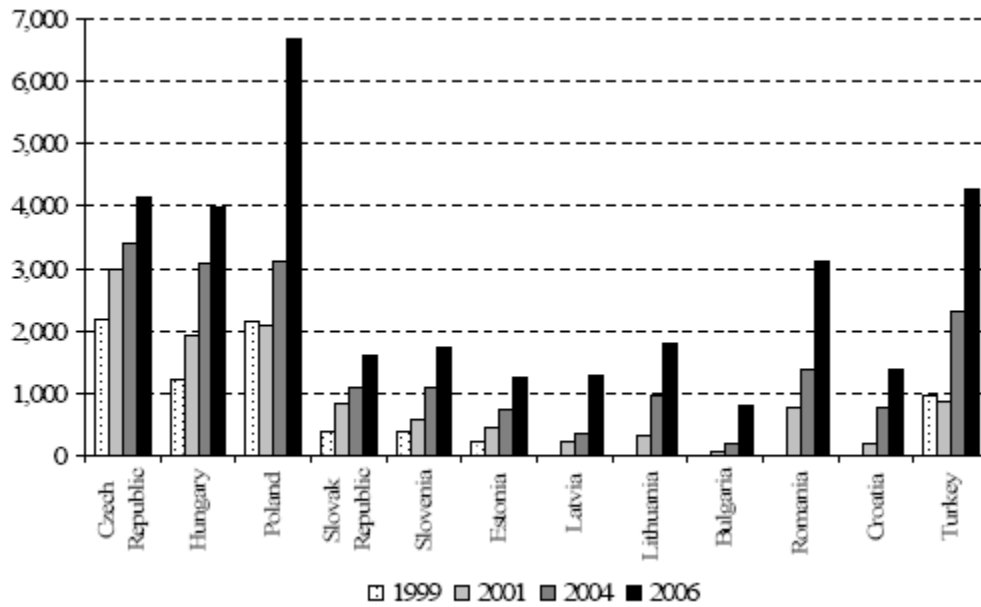
Η εφαρμογή του θεσμού του leasing ήταν ευεργετική στο σύνολο των οικονομιών των διαφόρων χωρών. Η συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης λειτούργησε ως μοχλός για την οικονομική τους ανάπτυξη, σε συνδυασμό με ένα ανεπτυγμένο θεσμικό πλαίσιο. Στις χώρες όμως που έκανε ιδιαίτερα αισθητή την παρουσία του ήταν στις χώρες της ανατολικής Ευρώπης, οι οικονομίες των οποίων βρίσκονταν σε μεταβατικό στάδιο, λόγω πολιτικών, κοινωνικών και άλλων αιτιών. Στην ομάδα αυτών των χωρών ανήκουν ενδεικτικά οι: Τσεχία, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβακία,

Σλοβενία, Εσθονία, Λετονία, Λιθουανία, Βουλγαρία, Ρουμανία, Κροατία και Τουρκία.

Ως νέα μορφή χρηματοδότησης έδωσε ώθηση στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος των χωρών αυτών. Οι λόγοι οι οποίοι έκαναν το leasing από τις ισχυρότερες μορφές χρηματοδότησης ήταν το ασθενές τραπεζικό σύστημα που υπήρχε. Η αδυναμία αυτή έγκειται στο υποανάπτυκτο θεσμικό πλαίσιο όσον αφορά τα δικαιώματα προστασίας των πιστωτών, αλλά και στην υπερχρέωση των τραπεζικών δανείων.

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα (5), σε συνδυασμό με τον πίνακα (2) οι συμβάσεις leasing που υπογράφηκαν από το 2000 μέχρι το 2006, εκφρασμένες σε εκατομμύρια ευρώ, ακολουθούν μια αύξουσα πορεία, παραβλέποντας τις ελάχιστες βραχυχρόνιες τάσεις μείωσης που εμφανίζονται λόγω εσωκρατικών αιτιών.

Αναλυτικά, παρατηρούμε πως η Τσεχία εμφανίζει μικρές αυξήσεις ή και μειώσεις, των συμβάσεων που υπογράφηκαν από το 2000 μέχρι το 2006. Αντίστοιχη πορεία έχουν και οι συμβάσεις της Σλοβενίας, της Σλοβακίας και της Εσθονίας. Η περιορισμένη αύξηση ή και η μείωση που εμφανίζεται οφείλεται στο γεγονός της προετοιμασίας των δεδομένων χωρών για την είσοδό τους στην Ε.Ε. Ωστόσο, η περιορισμένη αύξηση αντισταθμίζεται από την τάση για μεγαλύτερη αύξηση των συμβάσεων, λόγω της βελτίωσης της οικονομίας που αναμένεται από την είσοδο των χωρών στην Ε.Ε. μετά το 2004. Αντίστοιχα αποτελέσματα είχε η αναμονή αυτή και για τις: Πολωνία, Λετονία και Βουλγαρία. Να σημειώσουμε επίσης πως η υποχώρηση του αριθμού των συμβάσεων που παρατηρήθηκε στην Τουρκία κατά την περίοδο 2000-2001 οφείλεται στην οικονομική ύφεση στην οποία βρισκόταν η χώρα. Στη συνέχεια όμως παρατηρήθηκαν και εδώ αυξητικές τάσεις του αριθμού των συμβάσεων.



*Διάγραμμα (5) : Όγκος νέων συμβάσεων σε εκατομμύρια €, στις 12 χώρες με μεταβατική οικονομία, Πηγή: Haiss, P./ Kichler, E., Leasing and Economic Growth – Evidence for Central and South Eastern Europe.*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Τσεχία	14,5%	19,7%	15,1%	-0,9%	-0,4%	11,8%	9,2%
Ουγγαρία	9,6%	44,0%	16,2%	24,1%	11,0%	19,4%	8,5%
Πολωνία	-5,2%	1,5%	0,6%	21,5%	22,6%	29,9%	65,0%
Σλοβακία	41,8%	49,7%	14,3%	10,1%	4,4%	19,0%	23,0%
Εσθονία	83,7%	14,3%	50,6%	11,0%	-0,4%	31,7%	31,2%
Λετονία	-	52,6%	20,6%	2,1%	19,9%	90,6%	98,1%
Λιθουανία	-	61,6%	61,0%	34,5%	39,2%	38,0%	36,0%
Βουλγαρία	-	-	98,1%	30,5%	47,4%	139,9%	68,8%
Ρουμανία	-	-	14,2%	14,2%	39,4%	48,7%	51,8%
Κροατία	-	-	111,0%	59,0%	23,7%	28,9%	35,8%
Τουρκία	88,1%	-53,6%	69,6%	28,3%	25,5%	46,4%	25,2%
Σλοβενία	28,7%	19,4%	18,2%	47,1%	9,8%	35,1%	16,5%

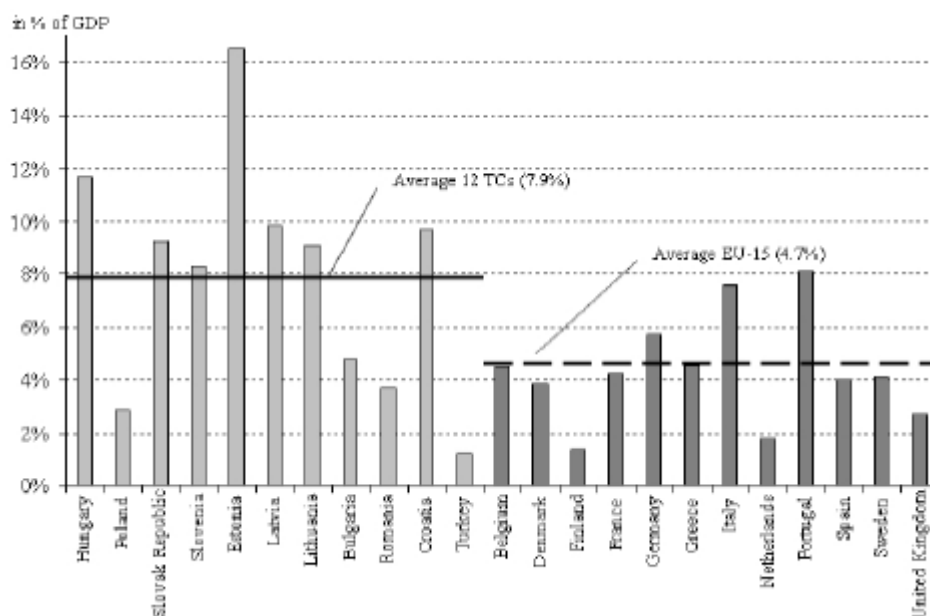
*Πίνακας (2): Ρυθμός μεγέθυνσης του αριθμού συμβάσεων leasing στις 12 χώρες με μεταβατική οικονομία (2000-2006), Πηγή: Haiss, P./ Kichler, E., Leasing and Economic Growth –Evidence for Central and South Eastern Europe.*

Όπως προαναφέρθηκε, ο θεσμός του leasing, κάνει πολύ πιο αισθητή την παρουσία του στις χώρες με μεταβατική οικονομία παρά σε αυτές που ανήκουν στο E.E.-15. Σύμφωνα με το διάγραμμα (6), στο οποίο απεικονίζονται οι συμβάσεις του leasing ως ποσοστό του ΑΕΠ της κάθε χώρας για το 2006, παρατηρούμε τα εξής: ο μέσος όρος των συμβάσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ των χωρών, αγγίζει το 7,9% του ΑΕΠ για την περίπτωση των «μεταβατικών χωρών» και μόλις το 4,7% του ΑΕΠ για τις χώρες του E.E.-15. Η διαφορά αυτή εμφανίζεται από το 2001.

Ο αριθμός των συμβάσεων ποικίλει από χώρα σε χώρα και στις δύο κατηγορίες χωρών. Για την κατηγορία των «μεταβατικών χωρών» η χώρα που ξεχωρίζει για το ύψος των συμβάσεων που υπογράφηκαν, ως ποσοστό του ΑΕΠ, είναι η Εσθονία με 17% και ακολουθεί η Ουγγαρία με 11,8%, η Λετονία με 9,9% και η Κροατία με 9,8%. Και στις τέσσερις αυτές χώρες ο ξένος παράγον στο τραπεζικό σύστημα είναι σημαντικός. Για την ίδια κατηγορία τα χαμηλότερα ποσοστά εμφανίζονται στην Τουρκία 1%, στην Πολωνία 3% και στην Ρουμανία 3,8%.



Όσον αφορά την κατηγορία των Ε.Ε. – 15, τα υψηλότερα ποσοστά παρατηρούνται στην Πορτογαλία με 8% και στην Ιταλία με 7,8%, ενώ τα χαμηλότερα στην Φιλανδία με 1,2%, στις Χώρες με 1,8% και στη Μ. Βρετανία με 2,5%.

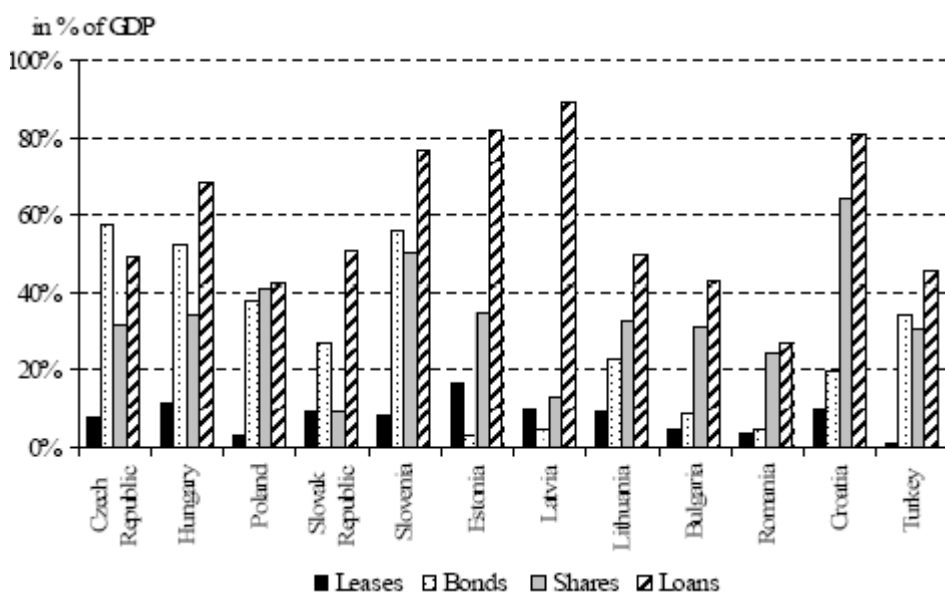


**Διάγραμμα (6):** Αριθμός συμβάσεων leasing για τις 12 χώρες με μεταβατική οικονομία και τις χώρες του Ε.Ε.-15 για το 2006, Πηγή: Hiss, P./ Richler, E., *Leasing and Economic Growth –Evidence for Central and South Eastern Europe*.

Μέχρι εδώ είδαμε τη σημασία του leasing για τις οικονομίες των χωρών ως μεμονωμένο μέγεθος. Θα ήταν όμως πιο αντιπροσωπευτική η μελέτη του θεσμού σε σχέση με άλλες μορφές χρηματοδότησης όπως είναι τα ομόλογα, οι μετοχές και τα δάνεια. Λαμβάνοντας υπόψη τα δεδομένα του διαγράμματος (7), για το 2006, βλέπουμε πως στο σύνολο των χωρών που απεικονίζονται η Εσθονία δίνει μεγαλύτερο βάρος στο leasing σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες. Αμέσως μετά έρχονται η Σλοβακία, η Λετονία και η Λιθουανία. Αξίζει να πούμε σ' αυτό το σημείο

πως η Εσθονία και σε παγκόσμιο επίπεδο είναι αυτή για την οποία το leasing εξοπλισμού έπαιξε το σημαντικότερο ρόλο από το 2000 έως το 2005<sup>10</sup>.

Σε όλες αυτές τις χώρες η ισχυρότερη μορφή χρηματοδότησης είναι ο τραπεζικός δανεισμός. Μ' αυτόν τον τρόπο δηλώνεται ο προσανατολισμός της οικονομίας των «μεταβατικών χωρών» προς τον τραπεζικό τομέα, επιβεβαιώνοντας έτσι το γεγονός πως ο τελευταίος είναι ισχυρότερος σε σχέση με τις αγορές ομολόγων και μετοχών.



*Διάγραμμα (7): Σημασία των διαφορετικών μορφών χρηματοδότησης το 2006 στις χώρες της Αν. Ευρώπης με μεταβατική οικονομία.*

### **C. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ.**

Μέχρι εδώ είδαμε την εξέλιξη του θεσμού του leasing στην Ευρώπη από το 1994, οπότε και έκανε δυναμικά την είσοδό του στις οικονομίες των χωρών, μέχρι τα πρώτα δύο χρόνια της χρηματοοικονομικής κρίσης που βιώνουμε. Μέχρι την έναρξη της

<sup>10</sup> Σύμφωνα με το World Leasing Yearbook.

κρίσης η χρηματοοικονομική μίσθωση, όλων των κλάδων, στην πλειοψηφία των οικονομιών ακολουθούσε ανοδική πορεία. Από το 2007 όμως επηρεάστηκε κι αυτός ο κλάδος όπως όλοι. Σε κάποιες χώρες οι επιπτώσεις ήταν ισχυρότερες απ' ότι σε κάποιες άλλες, ανάλογα με τις βάσεις του κλάδου που είχε θέσει η κάθε οικονομία, από τη αρχή της εφαρμογής του θεσμού.

Ακολουθώς γίνεται μια ενδεικτική σύγκριση των μεγεθών που αντιμετώπισαν οι χώρες της Ευρώπης τα δύο πρώτα χρόνια της κρίσης, 2007-2008, για να κατανοήσουμε πως οι τρέχουσες χρηματοοικονομικές συνθήκες διαμόρφωσαν τον κλάδο.

<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>% ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΑΠΟ ΤΟ 2006</b>
<b>ΑΥΣΤΡΙΑ</b>	11,52%
<b>ΒΟΣΝΙΑ</b>	80,39%
<b>ΒΕΛΓΙΟ</b>	11,17%
<b>ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ</b>	60,19%
<b>ΕΛΒΕΤΙΑ</b>	9,34%
<b>ΣΕΡΒΙΑ</b>	70,05%
<b>ΤΣΕΧΙΑ</b>	20,26%
<b>ΓΕΡΜΑΝΙΑ</b>	6,35%
<b>DK</b>	6,85%
<b>ΕΣΘΟΝΙΑ</b>	15,10%
<b>ΙΣΠΑΝΙΑ</b>	15,38%
<b>ΦΙΛΑΝΔΙΑ</b>	17,03%
<b>Μ.ΒΡΕΤΑΝΙΑ</b>	3,55%
<b>ΕΛΛΑΔΑ</b>	6,32%

<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>% ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΑΠΟ ΤΟ 2006</b>
<b>ΟΥΓΓΑΡΙΑ</b>	21,73%
<b>ΙΤΑΛΙΑ</b>	1,56%
<b>ΛΕΤΟΝΙΑ</b>	41,3%
<b>ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ</b>	43,3%
<b>ΚΑΤΩ ΧΩΡΕΣ</b>	23,75
<b>ΝΟΡΒΗΓΙΑ</b>	17,25%
<b>ΠΟΛΩΝΙΑ</b>	55,19%
<b>ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ</b>	21,04%
<b>ΡΟΥΜΑΝΙΑ</b>	64,1%
<b>ΡΩΣΙΑ</b>	102,44%
<b>ΣΕΡΒΙΑ</b>	9,62%
<b>ΣΛΟΒΕΝΙΑ</b>	3,69
<b>ΣΛΟΒΑΚΙΑ</b>	13,86%

*Πίνακας (3): Ποσοστιαία μεταβολή των συμβάσεων leasing από το 2006 στο 2007,*

*Πηγή: Leaseurope, [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)*

Παρατηρούμε ότι οι χρηματοοικονομικές συγκυρίες δεν είχαν ακόμη επιπτώσεις στις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης κατά το έτος 2007. Αντίθετα η ανοδική πορεία που ακολουθούνταν τα προηγούμενα χρόνια συνεχίστηκε. Όλες οι ευρωπαϊκές οικονομίες παρουσίασαν αύξηση των συμβάσεων που υπογράφηκαν σε ποσοστά που κυμαίνονται από 3,7% - 102% . Συγκεκριμένα η σημαντικότερη αύξηση έγινε από τη Ρωσία, της οποίας η μεταβολή άγγιξε το 102,44%, και αμέσως μετά ακολούθησε η Σερβία με μεταβολή της τάξης των 80,39 ποσοστιαίων μονάδων. Η οικονομία που αύξησε λιγότερο τις συμβάσεις της ήταν η αγγλική σε ποσοστό 3,55, ενώ ακολούθησε η σλοβένικη οικονομία με ποσοστό 3,69%.

Συνολικά το ύψος της μεταβολής των συμβάσεων στις ευρωπαϊκές οικονομίες, αν λάβουμε υπ' όψη και τις μεταβολές που επικράτησαν στο χώρο της βραχυπρόθεσμης μίσθωσης αυτοκινήτων, φτάνει στο 12,36%.

<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>% ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΑΠΟ ΤΟ 2007</b>
<b>ΑΥΣΤΡΙΑ</b>	7,59%
<b>ΒΕΛΓΙΟ</b>	10,23%
<b>ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ</b>	58,9%
<b>ΕΛΒΕΤΙΑ</b>	9,34%
<b>ΤΣΕΧΙΑ</b>	-2,22%
<b>ΓΕΡΜΑΝΙΑ</b>	1,78%
<b>ΔΑΝΕΙΑ</b>	15,13%
<b>ΕΣΘΟΝΙΑ</b>	-22,39%
<b>ΙΣΠΑΝΙΑ</b>	-34,05%
<b>ΦΙΛΑΝΔΙΑ</b>	-2,73%
<b>Μ.ΒΡΕΤΑΝΙΑ</b>	-15,18%
<b>ΕΛΛΑΔΑ</b>	-10,6%

<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>% ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΑΠΟ ΤΟ 2007</b>
<b>ΟΥΓΓΑΡΙΑ</b>	-1,7%
<b>ΙΤΑΛΙΑ</b>	-18,5%
<b>ΛΕΤΟΝΙΑ</b>	-42,11%
<b>ΚΑΤΩ ΧΩΡΕΣ</b>	2,97%
<b>ΝΟΡΒΗΓΙΑ</b>	2,28%
<b>ΠΟΛΩΝΙΑ</b>	8,6%
<b>ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ</b>	-4,95%
<b>ΡΟΥΜΑΝΙΑ</b>	22,77%
<b>ΡΩΣΙΑ</b>	26,48%
<b>ΣΕΡΒΙΑ</b>	-3,1%
<b>ΣΛΟΒΕΝΙΑ</b>	18,95%
<b>ΣΛΟΒΑΚΙΑ</b>	14,58%

*Πίνακας (4): Ποσοστιαία μεταβολή των συμβάσεων leasing από το 2007 στο 2008,  
Πηγή: Leaseurope, [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)*

Λαμβάνοντας τώρα υπ' όψη τα δεδομένα του Πίνακα (2), παρατηρούμε πως η ανάπτυξη των συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης σε όλες τις χώρες έχει περιοριστεί και μάλιστα σε κάποιες έχει γίνει αρνητική. Μοναδική εξαίρεση των παραπάνω αποτελεί η Δανία η οποία όχι μόνο δεν ακολούθησε αρνητική ανάπτυξη των συμβάσεων, αλλά ταυτόχρονα αύξησε τον αριθμό των συμβάσεων leasing περισσότερο απ' ότι το είχε αυξήσει την προηγούμενη χρονιά.

Τη μεγαλύτερη μείωση των συμβάσεων υπέστη ο λετονικός κλάδος χρηματοδοτικής μίσθωσης, κατά 83%. Στο σύνολο των ευρωπαϊκών οικονομιών η μεταβολή του αριθμού των συμβάσεων άγγιξε το -5,07%.

## 7. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Με την ολοκλήρωση της εργασίας μας μπορούμε να συνοψίσουμε τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε κατά τη συγγραφή της.

Αρχικά δείξαμε πως για τον παραγωγό του διαρκούς αγαθού η μίσθωση του προϊόντος του είναι σαφώς περισσότερο συμφέρουσα από ότι είναι το ενδεχόμενο της οριστικής πώλησής του, γιατί έτσι αποδεικνύει στον πελάτη τη διάθεσή του για αποφυγή της απαξίωσης του προϊόντος. Ωστόσο η απόφαση της μίσθωσης του στοιχείου εμπεριέχει κάποιες αρνητικές συνέπειες για τον εκμισθωτή. Τέτοιες είναι η ανάγκη μεγάλης δαπάνης για τον έλεγχο της κατάστασης του στοιχείου μετά την ολοκλήρωση της σύμβασης καθώς επίσης και το ενδεχόμενο της αδυναμίας επαναχρησιμοποίησης και εκμετάλλευσης του στοιχείου από νέο πελάτη.

Ταυτόχρονα, όταν ο παραγωγός καλείται να συνδυάσει την κερδοφορία με την περιβαλλοντική συνείδηση, μπορεί να επιλέξει ανάμεσα στις “win-win choices” που του παρέχουν το βέλτιστο δυνατό κέρδος σε συνδυασμό με τη σωστή αντιμετώπιση του περιβάλλοντος. Οι επιλογές αυτές είναι: 1. Προτιμάται το leasing για προϊόντα τα οποία επιβαρύνουν το περιβάλλον κυρίως κατά τη φάση της χρήσης τους. Τέτοια προϊόντα είναι οι στεγνωτές και τα αυτοκίνητα. 2. Προτιμάται η πώληση για προϊόντα τα οποία επιβαρύνουν το περιβάλλον κατά τις φάσεις της παραγωγής και της απόρριψής τους, όπως είναι τα χαλιά και οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές.

Όσον αφορά τους εν δυνάμει χρήστες του θεσμού, θα πρέπει ανάλογα με το επενδυτικό σχέδιο το οποίο καλούνται να υλοποιήσουν, να μελετούν το ενδεχόμενο του δανεισμού για την αγορά ή της μίσθωσης. Η απόφαση εξαρτάται και από το είδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης που θα επιλεγεί (λειτουργική ή χρηματοδοτική). Η ανάλυση την λειτουργικής μίσθωσης αντιμετωπίζεται ως ανάλυση κεφαλαιακής επένδυσης. Η χρηματοοικονομική μίσθωση όμως πρόκειται για χρηματοοικονομική απόφαση, οπότε απαιτεί τη χρήση συγκεκριμένων αναλυτικών μεθόδων. Τέτοιες μέθοδοι αποτελούν η σύγκριση των επιτοκίων, η σύγκριση των σχεδίων αφού προεξοφληθεί η μελλοντική ταμειακή ρευστότητα, η μέθοδος BIR κλπ.

Αμέσως μετά δόθηκαν τα βασικότερα υποδείγματα για την εκτίμηση των συμβάσεων μίσθωσης, βασικό μειονέκτημα των οποίων αποτελεί η μη περίληψη του πιστωτικού κινδύνου στα μοντέλα, περιορίζοντας έτσι τη δυνατότητα εφαρμογής τους στην πραγματική αγορά.

Στη συνέχεια παρουσιάστηκε η νομοθεσία βάσει της οποίας εφαρμόζεται ο θεσμός στην Ελλάδα. Με πρώτη εμφάνιση του θεσμού στο Νόμο 1665/1986 και με μεταβολές που έγιναν από Νόμους που ακολούθησαν όπως οι 2367/65 και 2682/99, η χρηματοδοτική μίσθωση έφτασε στη μορφή που τη συναντάμε σήμερα. Μέσα από αυτούς τους νόμους ορίζεται η έννοια της χρηματοδοτικής μίσθωσης, οι εταιρείες που δικαιούνται να λειτουργήσουν ως εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης, οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα όλων των συμβαλλομένων της σύμβασης.

Η διαδικασία που ακολουθείται για τη σύναψη της σύμβασης συνήθως απαιτεί την παρουσία τριών μερών: του προμηθευτή, του μισθωτή και του εκμισθωτή. Όμως ανάλογα με τη μορφή ο αριθμός των μερών μπορεί να διαφοροποιείται. Οι μορφές που συναντάμε στη χρηματοδοτική μίσθωση είναι ενδεικτικά: η άμεση μίσθωση (τρεις συμβαλλόμενοι), η μίσθωση – πώληση (δύο συμβαλλόμενοι), η συνεργατική χρηματοδοτική μίσθωση (τέσσερις συμβαλλόμενοι) και η μίσθωση ακινήτων (τρεις συμβαλλόμενοι).

Η παρουσία της χρηματοδοτικής μίσθωσης γίνεται εμφανής και στο δημόσιο τομέα, όπου με ψήφιση νόμου έγιναν κάποιες μεταβολές οι οποίες τον καθιστούν πιο ευκίνητο. Οι νέες συμβάσεις που προωθήθηκαν δίνουν το δικαίωμα στο δημόσιο τομέα να πουλήσει ακίνητό του σε ιδιώτη και στη συνέχεια να το μισθώσει, να κατασκευάσει και να επιδιορθώσει τα ακίνητά του με τη βοήθεια του ιδιωτικού τομέα και να επιμηκύνει τη σύμβασή του μέχρι και ενενήντα εννέα χρόνια..

Παράλληλα ο δημόσιος τομέας κάνει χρήση του θεσμού για να αποκτήσει εξοπλισμό και μεταφορικά μέσα κάθε είδους, που διαφορετικά, λόγω περιορισμένων πόρων, θα ήταν αδύνατη η απόκτησή τους.

Τέλος η πορεία της χρηματοδοτικής μίσθωσης ήταν σαφώς ανοδική από τότε που εισήλθε ως νομοθετημένος θεσμός στις οικονομίες των χωρών και έγινε αναπόσπαστο κομμάτι της επιχειρηματικής ζωής αυτών. Στην Ελλάδα η χρήση του θεσμού ήταν πιο συγκρατημένη σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης. Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός πως για χώρες όπου η οικονομία βρισκόταν σε μεταβατικό στάδιο, το leasing έπαιξε καθοριστικό ρόλο και είχε πολύ μεγάλη απήχηση στον επιχειρηματικό κόσμο, δεδομένων των προβλημάτων χρηματοδότησης που εμφανίζονταν σ' αυτές τις χώρες.

Παρόλη την ανοδική του πορεία και τη συμβολή του στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών, η εμφάνιση της χρηματοοικονομικής κρίσης επηρέασε αρνητικά τον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης σε όλες τις χώρες της Ευρώπης συμπεριλαμβανομένης

τόσο της Ελλάδας, όσο και των χωρών της ανατολικής Ευρώπης. Το πλήγμα για κάθε κλάδο ήταν διαφορετικό, ανάλογα με τη χώρα και της βάσεις που είχαν τεθεί. Γενικά όμως αυτό που παρατηρήθηκε είναι πως κατά το 2007 δεν ήταν εμφανή τα σημάδια της κρίσης, αλλά για πρώτη φορά έκαναν την εμφάνισή τους το 2008.



## 8. ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ

- Διάγραμμα 1: Συνολικά μεγέθη του κλάδου χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ευρώπη.
  - Διάγραμμα 2: Ρυθμοί μεγέθυνσης των συνολικών μεγεθών του κλάδου χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ευρώπη.
  - Διάγραμμα 3: Ρυθμός μεγέθυνσης leasing εξοπλισμού και leasing ακινήτων για το έτος 2008.
  - Διάγραμμα 4: Ρυθμός μεγέθυνσης των επιμέρους κλάδων του leasing εξοπλισμού για το έτος 2008.
  - Διάγραμμα 5: Όγκος νέων συμβάσεων σε εκατ. €, στις 12 χώρες με μεταβατικές οικονομίες.
  - Διάγραμμα 6: Αριθμός συμβάσεων leasing για τις 12 χώρες με μεταβατική οικονομία και τις χώρες του E.E.-15 για το 2006.
- 
- Πίνακας 1: Κατανομή των συμβάσεων βραχυπρόθεσμης μίσθωσης αυτοκινήτων στις χώρες της E.E.
  - Πίνακας 2: Ρυθμός μεγέθυνσης του αριθμού συμβάσεων leasing στις 12 χώρες με μεταβατική οικονομία (2000-2006).
  - Πίνακας 3: Ποσοστιαία μεταβολή των συμβάσεων leasing από το 2006 στο 2007.
  - Πίνακας 4: Ποσοστιαία μεταβολή των συμβάσεων leasing από το 2007 στο 2008.

## 9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Agrawal, V., Ferguson, M., Thomas, V. and Toktay, B. “Is leasing greener than selling?” , Management Science manuscript
- Anderson, P. and Martin, J. “Lease vs. purchase decisions: a survey of current practice.” , Financial Management, Spring 1977, p.p. 41-44
- Church, J. and Ware, R. “Industrial organization: A strategic Approach”, Boston, Irwin McGraw-Hill
- Golan, M. “The own vs. lease decision – Myth and reality”, Journal of corporate real estate, 1, p.p. 241-253
- Gordon, M. “A general Solution to the buy or lease decision: A pedagogical role”, Journal of finance, 29, Mar. 1974, p.p. 245-250
- Grenadier, S. “Valuing lease contracts. A real-options approach”, Journal of financial Economics, 38, 1995, p.p. 297-331
- Haiss, P. and Kichler, E. “Leasing and economic Growth – Evidence for central and south eastern Europe ”, European Financial Markets Association, June 2009
- Lasfer, A. and Levis, M. “The determinants of the leasing decision of small and large companies”, European Financial Management, 4, 1998, p.p. 159-184
- McConnell, J. and Schallheim, J. “Valuation of asset leasing contracts”, Journal of financial economics, 12, p.p. 237-261
- Roenfeldt, R and Osteryoung, J. “Analysis of financial leases”, Financial Management, Spring 1973, p.p. 74-87

- Schallheim, J. and Johnson, R., Lease, R. and McConnell, J. “The determinants of yields on financial leasing contracts”, Journal of financial Economics, 19, 1987, p.p. 45-67
- Sharpe, S. and Nguyen, H. “Capital market imperfections and the incentive to lease”, Journal of financial Economics, 39, 1995, p.p. 271-294
- Tirole, J. “The theory of Industrial Organization”, London, The MIT Press
- Vancil, R. “Lease or Borrow - New Method of analysis”, Harvard Business School Publishing
- Wang, Z. “Valuation of lease Contract and credit risk”, August 2008, p.p. 1-23
- Association of Greek leasing companies
- Η Ναυτεμπορική
- Kathimerini.gr
- [www.leaseurope.org](http://www.leaseurope.org)
- TEI Καβάλας  
http://sykepi.teikav.edu.gr