



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ»**

Θάνου Ευθυμία

A.M: LX30101

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΣ:

Δρ. Κυριαζόπουλος Γεώργιος

Επίκουρος Καθηγητής

Υπεύθυνη δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι η συγγραφέας αυτής της πτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην πτυχιακή εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες κάναμε χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά, ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος σπουδών της Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΤΕΙ Δυτικής Μακεδονίας στην Κοζάνη.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Έχοντας φτάσει στο τέλος των προπτυχιακών σπουδών μου, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους ανθρώπους που με στήριξαν και με βοήθησαν καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου Δρ. Κυριαζόπουλο Γεώργιο για την βοήθεια και για την καθοδήγηση που μου πρόσφερε ώστε να ολοκληρώσω την παρούσα πτυχιακή εργασία.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την οικογένεια μου, που μου πρόσφερε όλα τα απαραίτητα εφόδια αλλά και την αμέριστη στήριξη τους, φροντίζοντας για την όσο το δυνατόν καλύτερη μόρφωση μου, όλα αυτά τα χρόνια.

**«Αφιερώνεται σε εμένα, στους γονείς, στους φίλους μου και στα
αξέχαστα φοιτητικά μου χρόνια στην Κοζάνη...»**

«Της παιδείας οι μεν ρίζες πικρές,
οι δε καρποί γλυκοί»

Αριστοτέλης

Περίληψη

Η παρούσα πτυχιακή εργασία, έχει ως σκοπό την μελέτη της αποτελεσματικότητας των Ελληνικών εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης μέσω της χρήσης και ανάλυσης εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, καθώς μελετάται και το επίπεδο επικινδυνότητας που διατρέχουν οι συγκεκριμένες, για πτώχευση.

Ανέκαθεν, η αποτελεσματικότητα, η κερδοφορία αλλά και η πρόβλεψη αποτυχίας των εταιρειών αποτελούσαν αντικείμενα μελέτης και θέμα προς συζήτηση αρκετών ερευνητών παγκοσμίως, αλλά και ενδιαφερόμενων επενδυτών. Αυτή η ανάγκη δημιούργησε αρκετούς τρόπους ώστε να επιτυγχάνεται η ορθότερη αξιολόγηση των εταιρειών στην επίτευξη κέρδους αλλά και την πρόβλεψη της πτώχευσης με σκοπό την διασφάλιση των επενδυμένων κεφαλαίων.

Ειδικότερα, η παρούσα εργασία πραγματεύεται την έννοια, το αντικείμενο και την σημαντικότητα του ρόλου της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης στην Ελλάδα διότι αποτελεί ένα πρόσφατο εργαλείο χρηματοδότησης των επενδύσεων πέρα του τραπεζικού δανεισμού, που συμβάλλει καταλυτικά στην ανάπτυξη και στην εξέλιξη των επιχειρήσεων, καθώς παρέχεται από ένα συγκεκριμένο αριθμό εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης. Εν συνεχεία, μελετώντας τις εταιρείες που παρέχουν αυτή την εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, μέσω της χρηματοοικονομικής ανάλυσης τους με την χρήση αριθμοδεικτών επιτυγχάνεται η μεταξύ τους σύγκριση ως προς την καλύτερη αποδοτικότητα τους αλλά και η μέτρηση του κινδύνου που διατρέχει η κάθε μία, για μία μελλοντική πτώχευση.

Έτσι, θα γίνει η εξαγωγή των συμπερασμάτων όπου θα αποσαφηνίσει αν οι συγκεκριμένες εταιρείες είναι αποτελεσματικές ως προς την κερδοφορία

τους η οποία προέρχεται από την παροχή χρηματοδοτικής μίσθωσης αλλά και αν αντιμετωπίζουν το ενδεχόμενο πτώχευσης στο άμεσο μέλλον.

Λέξεις κλειδιά: Χρηματοδοτική Μίσθωση, Επενδύσεις, Αποδοτικότητα, Χρεωκοπία, Ανάλυση, Αριθμοδείκτες



ABSTRACT

This thesis, aims to study the efficiency of Greek Leasing companies through the use and analysis of specialized Financial ratios, moreover, to study the danger level for bankruptcy of this companies.

Throughout of it's history, efficiency, profitability, and the prediction of companies fail, were objects for research and theme for discussion from many researchers and investors. This need, create many ways for the achievement of better evaluation of companies into making profits and to predict the bankruptcy for the security of the invested capitals.

Specifically, this thesis deals with the issue of explanation, of the main object and of the importance of Leasing to Greece as a new financing tool for investments apart from Banking lending, which contributes to development and evolution of companies, which are a provide from a special number of Leasing companies. Continuing, studying of the companies that provides this alternative financing way by financial analyzation with the use of ratios, is been achieved the comparison between the companies for the reason of better effectiveness and the measure of danger for a future bankruptcy that companies will have the chance to face.

Finally, it will be a conclusion that will explain if that companies have enough efficiency to make profits which is coming from the provide of leasing services and if they are face the prospect of bankruptcy in the future.

Key words: Leasing, Investments, Efficiency , Bankruptcy, Analysis, Ratios

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ	11
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	13
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ.....	18
1.1 Ορισμός της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.....	18
1.2 Η ιστορική εξέλιξη της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης στην Ελλάδα	20
1.2.1 Οι Ελληνικές εταιρίες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	22
Alpha Leasing A.E	23
Πειραιώς Leasing A.E.....	25
Εθνική Leasing A.E	28
Eurobank Ergasias A.E	30
Attica Bank Leasing.....	32
1.3 Είδη και Μορφές Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	36
1.3.1 Τα είδη της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	36
1.3.2 Οι Μορφές της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	37
1.4 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.....	44
1.4.1 Πλεονεκτήματα για τον Μισθωτή	44
1.4.2 Πλεονεκτήματα για τον εκμισθωτή	50
1.4.3 Πλεονεκτήματα για τις εθνικές οικονομίες	52
1.4.4 Μειονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης για τον Μισθωτή.....	52
1.5 Νομοθετικό και Φορολογικό πλαίσιο της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	54
1.5.1 Το Νομοθετικό πλαίσιο	54
1.5.2 Το Φορολογικό πλαίσιο.....	57
1.6 Οι σχέσεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων	58
1.6.1 Η σχέση μεταξύ Εκμισθωτή και Μισθωτή	58
1.6.2 Η σχέση μεταξύ Εκμισθωτή και Προμηθευτή.....	61
1.7 Η Λογιστική των Μισθώσεων σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ	64
2.1 Πληροφορίες για την Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Ε.Ε.Ε.Χ.Μ).....	64
2.2 Μέτρηση της Αποδοτικότητας με Αριθμοδείκτες	65
2.2.1 Ορισμός και Έννοια των Αριθμοδεικτών	65

2.2.2 Κατηγορίες Αριθμοδεικτών	66
2.2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	67
2.2.4 Μέτρηση της Μόχλευσης με Αριθμοδείκτες	70
2.3 Μέθοδος DuPont Analysis	71
2.4 Η Αποδοτικότητα των Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με τη χρήση της DuPont Analysis.....	74
2.4.1 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «Alpha Leasing A.E»	74
2.4.2 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «Πειραιώς Leasing A.E»	80
2.4.3 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «Εθνική Leasing A.E»	85
2.4.4 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «EFG Eurobank Leasing A.E».....	90
2.5 Σύγκριση των 4 Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με βάση τον Δείκτη ROE	96
2.6 Σύγκριση των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με βάση την DuPont Analysis.....	100
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΧΡΕΟΚΩΠΙΑΣ ALTMAN (Z-Score).....	106
3.1 Πτώχευση	106
3.1.1 Ορισμός Πτώχευσης	106
3.1.2 Ορισμός Χρεοκοπίας	106
3.1.3 Είδη Χρεοκοπίας.....	107
3.1.4 Προϋποθέσεις Κήρυξης Πτώχευσης	107
3.1.5 Συνέπειες Πτώχευσης.....	108
3.2 Μέθοδοι και Μοντέλα Πρόβλεψης Πτώχευσης	110
3.3 Μοντέλο Πρόβλεψης Χρεοκοπίας Altman (Z-Score)	116
3.3.1 Αναθεωρημένο Μοντέλο Z-Score για Μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις .	121
Αναθεωρημένο Μοντέλο Z-Score Μη Βιομηχανικές Επιχειρήσεις.....	122
3.4 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στις Ελληνικές Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.	124
3.4.1 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «Alpha Leasing A.E»	124
3.4.2 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «Πειραιώς Leasing A.E»	134
3.4.3 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «Εθνική Leasing A.E»	143
3.4.4 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «EFG Eurobank Leasing A.E».....	152
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	161
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	164

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	167
-----------------	-----

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Αριθμός Πίνακα	Περιγραφή	Σελίδα
Πίνακας 1	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «Alpha Leasing»	75
Πίνακας 2	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) της «Alpha Leasing»	75
Πίνακας 3	Υπολογισμός Μόχλευσης (E.M) της «Alpha Leasing»	76
Πίνακας 4	Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (E.M), κατά έτος της «Alpha Leasing»	77
Πίνακας 5	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «Πειραιώς Leasing»	80
Πίνακας 6	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) της «Πειραιώς Leasing»	81
Πίνακας 7	Υπολογισμός Μόχλευσης (E.M) «Πειραιώς Leasing»	81
Πίνακας 8	Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (E.M), κατά έτος της «Πειραιώς Leasing»	82
Πίνακας 9	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «Εθνικής Leasing»	85
Πίνακας 10	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)) της «Εθνικής Leasing»	85
Πίνακας 11	Υπολογισμός Μόχλευσης (E.M)) της «Εθνικής Leasing»	86
Πίνακας 12	Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (E.M), κατά έτος της «Εθνικής Leasing»	87
Πίνακας 13	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «EFG Eurobank Leasing»	90
Πίνακας 14	Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) της «EFG Eurobank Leasing»	91
Πίνακας 15	Υπολογισμός Μόχλευσης (E.M) της «EFG Eurobank Leasing»	91
Πίνακας 16	Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (E.M), κατά έτος EFG Eurobank Leasing»	92
Πίνακας 17	Παρουσίαση ROE των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	96
Πίνακας 18	Παρουσίαση ROA των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	100
Πίνακας 19	Παρουσίαση Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (E.M) των τεσσάρων εταιρειών	102
Πίνακας 20	Υπολογισμός του X_1 για την «Alpha Leasing»	122
Πίνακας 21	Υπολογισμός του X_2 για την «Alpha Leasing»	123
Πίνακας 22	Υπολογισμός του X_3 για την «Alpha Leasing»	125
Πίνακας 23	Υπολογισμός του X_4 για την «Alpha Leasing»	126

Πίνακας 24	Υπολογισμός του X_5 για την «Alpha Leasing»	127
Πίνακας 25	Δείκτες της «Alpha Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο	129
Πίνακας 26	Αποτελέσματα Z-Score για «Alpha Leasing»	130
Πίνακας 27	Υπολογισμός του X_1 για την «Πειραιώς Leasing»	132
Πίνακας 28	Υπολογισμός του X_2 για την «Πειραιώς Leasing»	133
Πίνακας 29	Υπολογισμός του X_3 για την «Πειραιώς Leasing»	134
Πίνακας 30	Υπολογισμός του X_4 για την «Πειραιώς Leasing»	135
Πίνακας 31	Υπολογισμός του X_5 για την «Πειραιώς Leasing»	137
Πίνακας 32	Δείκτες της «Πειραιώς Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο	138
Πίνακας 33	Αποτελέσματα Z-Score για «Πειραιώς Leasing»	139
Πίνακας 34	Υπολογισμός του X_1 για την «Εθνική Leasing»	141
Πίνακας 35	Υπολογισμός του X_2 για την «Εθνική Leasing»	142
Πίνακας 36	Υπολογισμός του X_3 για την «Εθνική Leasing»	143
Πίνακας 37	Υπολογισμός του X_4 για την «Εθνική Leasing»	144
Πίνακας 38	Υπολογισμός του X_5 για την «Εθνική Leasing»	145
Πίνακας 39	Δείκτες της «Εθνικής Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο	147
Πίνακας 40	Αποτελέσματα Z-Score για «Εθνική Leasing»	148
Πίνακας 41	Υπολογισμός του X_1 για την «EFG Eurobank Leasing»	150
Πίνακας 42	Υπολογισμός του X_2 για την «EFG Eurobank Leasing»	151
Πίνακας 43	Υπολογισμός του X_3 για την «EFG Eurobank Leasing»	152
Πίνακας 44	Υπολογισμός του X_4 για την «EFG Eurobank Leasing»	153
Πίνακας 45	Υπολογισμός του X_5 για την «EFG Eurobank Leasing»	154
Πίνακας 46	Δείκτες της «EFG Eurobank Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο	156
Πίνακας 47	Αποτελέσματα Z-Score για «EFG Eurobank Leasing»	157

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<u>Αριθμός Διαγράμμάτων</u>	<u>Περιγραφή</u>	<u>Σελίδα</u>
Διάγραμμα 1	Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Alpha Leasing»	24
Διάγραμμα 2	Μερίδιο Αγοράς της «Alpha Leasing»	25
Διάγραμμα 3	Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Πειραιώς Leasing»	27
Διάγραμμα 4	Μερίδιο Αγοράς της «Πειραιώς Leasing»	28
Διάγραμμα 5	Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Εθνικής Leasing»	29
Διάγραμμα 6	Μερίδιο Αγοράς της «Εθνικής Leasing»	30
Διάγραμμα 7	Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «EFG Eurobank Ergasias Leasing»	31
Διάγραμμα 8	Μερίδιο Αγοράς της «EFG Eurobank Ergasias Leasing»	32
Διάγραμμα 9	Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Attica Bank Leasing»	33
Διάγραμμα 10	Μερίδιο Αγοράς της «Attica Bank Leasing»	34
Διάγραμμα 11	Μερίδιο Αγοράς όλων των Εταιρειών Leasing	34
Διάγραμμα 12	Απεικόνιση του ROE της «Alpha Leasing»	77
Διάγραμμα 13	Απεικόνιση του ROA της «Alpha Leasing»	78
Διάγραμμα 14	Απεικόνιση της Μόχλευσης της «Alpha Leasing»	79
Διάγραμμα 15	Απεικόνιση του ROE της «Πειραιώς Leasing»	82
Διάγραμμα 16	Απεικόνιση του ROA της «Πειραιώς Leasing»	83
Διάγραμμα 17	Απεικόνιση της Μόχλευσης της «Πειραιώς Leasing»	84
Διάγραμμα 18	Απεικόνιση του ROE της «Εθνικής Leasing»	87
Διάγραμμα 19	Απεικόνιση του ROA της «Εθνικής Leasing»	88
Διάγραμμα 20	Απεικόνιση της Μόχλευσης της «Εθνικής Leasing»	89
Διάγραμμα 21	Απεικόνιση του ROE της «EFG Eurobank Leasing»	92
Διάγραμμα 22	Απεικόνιση του ROA της «EFG Eurobank Leasing»	93
Διάγραμμα 23	Απεικόνιση της Μόχλευσης «EFG Eurobank Leasing»	94
Διάγραμμα 24	Απεικόνιση του ROE των τεσσάρων Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	98
Διάγραμμα 25	Απεικόνιση του ROA των τεσσάρων Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	101
Διάγραμμα 26	Απεικόνιση της Μόχλευσης των τεσσάρων Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	103
Διάγραμμα 27	Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «Alpha Leasing»	123
Διάγραμμα 28	Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «Alpha Leasing»	124
Διάγραμμα 29	Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «Alpha Leasing»	125
Διάγραμμα 30	Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «Alpha Leasing»	127
Διάγραμμα 31	Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «Alpha Leasing»	128
Διάγραμμα 32	Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «Alpha Leasing»	130
Διάγραμμα 33	Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «Πειραιώς Leasing»	133
Διάγραμμα 34	Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «Πειραιώς Leasing»	134
Διάγραμμα 35	Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «Πειραιώς Leasing»	135

Διάγραμμα 36	Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «Πειραιώς Leasing»	136
Διάγραμμα 37	Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «Πειραιώς Leasing»	137
Διάγραμμα 38	Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «Πειραιώς Leasing»	139
Διάγραμμα 39	Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «Εθνική Leasing»	142
Διάγραμμα 40	Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «Εθνική Leasing»	143
Διάγραμμα 41	Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «Εθνική Leasing»	144
Διάγραμμα 42	Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «Εθνική Leasing»	145
Διάγραμμα 43	Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «Εθνική Leasing»	146
Διάγραμμα 44	Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «Εθνική Leasing»	148
Διάγραμμα 45	Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «EFG Eurobank Leasing»	151
Διάγραμμα 46	Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «EFG Eurobank Leasing»	152
Διάγραμμα 47	Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «EFG Eurobank Leasing»	153
Διάγραμμα 48	Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «EFG Eurobank Leasing»	154
Διάγραμμα 49	Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «EFG Eurobank Leasing»	155
Διάγραμμα 50	Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «EFG Eurobank Leasing»	157
Διάγραμμα 51	Συγκεντρωτική Απεικόνιση Πορείας Z-Score των Εξεταζόμενων Εταιρειών Leasing 2011-2015	158

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing), αποτελεί σύγχρονο οικονομικό και νομικό θεσμό όπου συγκαταλέγεται ανάμεσα στα νέα προϊόντα εναλλακτικής χρηματοδότησης με σκοπό την ανάπτυξη και βελτίωση των επιχειρήσεων, αφενός με την παροχή σ' αυτές μία μορφή χρηματοδότησης και αφετέρου με την συμβολή στον εκσυγχρονισμό του εξοπλισμού τους.

Ιστορικά, η Χρηματοδοτική Μίσθωση μετρά αρκετές χιλιετίες ύπαρξη της καθώς αποτελεί έναν από τους παλαιότερους τρόπους κάλυψης των ανθρώπινων αναγκών. Ιδιαίτερα, η πρώτη μορφή της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, εμφανίστηκε στην Αίγυπτο την τρίτη χιλιετία π.Χ. από έναν κτηματία που έκανε μίσθωση μιας μικρής έκτασης μαζί με όλα τα υπάρχοντα της (όπως δούλοι, ζώα, εξοπλισμό) σε κάποιους ονομαζόμενους MUSK EMUS (Μικρούς Ανθρώπους), έναντι ορισμένων περιοδικών καταβολών και για ένα χρονικό διάστημα που αντιστοιχούσε με επτά πλημμύρες του Νείλου. Ακολούθησαν οι Σουμέριοι μια χιλιετία αργότερα, όπου έκαναν την πρώτη μορφή μίσθωσης πάγιων περιουσιακών στοιχείων και εξοπλισμού (γη και εργαλεία) περίπου σαν της σημερινής εποχής, όπου σαν εκμισθωτές εμφανίζονταν οι ιερείς και ως μισθωτές οι αγρότες.

Κατά τον 19^ο αιώνα μ.Χ, η πρακτική της εκμίσθωσης έκανε σημαντική την παρουσία της και στον τομέα των σιδηρόδρομων, γεγονός που οφείλεται στις τότε ισχυρές εταιρείες όπου κατέφευγαν στην μέθοδο της μίσθωσης έναντι της εξαγοράς ή συγχώνευσης των πιο αδύναμων εταιρειών – ανταγωνιστών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της επιλογής, η περίπτωση της μίσθωσης το 1844 μεταξύ του σιδηρόδρομου London and Greenwich από τον εξίσου σιδηρόδρομο South Eastern Railway ήτοι 999 χρόνων.

Η σύγχρονη φάση και μορφή του θεσμού της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, έχει αφετηρία το 1952 όπου στις ΗΠΑ ιδρύεται η United States Leasing International Inc., η πρώτη εταιρεία παροχής χρηματοδοτικής μίσθωσης από τον Henry Schoenfeld.

Ωστόσο, το παράδειγμα του υιοθετήθηκε σύντομα από μεγάλες εταιρείες κάτοχων κεφαλαιουχικών αγαθών με σκοπό την προώθηση των πωλήσεων τους. Εν συνεχεία, το θεσμό της χρηματοδοτικής μίσθωσης υιοθέτησαν οι

τράπεζες και άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί λόγω της κεφαλαιακής τους επάρκειας με απώτερο σκοπό την διερεύνηση των εργασιών τους.

Το 1986 στην Ελλάδα, θεσμοθετήθηκε για πρώτη φορά η Χρηματοδοτική Μίσθωση με τον νόμο 1665/1986 σαν μια νέα εναλλακτική μορφή μεσομακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων με σκοπό την απόκτηση παγίων στοιχείων για αποκλειστική επαγγελματική χρήση. Αυτός ο νόμος καλύπτει όλο το φάσμα των εργασιών που σχετίζονται με τον θεσμό της χρηματοδοτικής μίσθωσης και αφορά ακίνητα και κινητά πάγια στοιχεία. Επίσης περιλαμβάνει όλα τα οικονομικά οφέλη όπως φορολογικά, αποσβέσεις μεταξύ του μισθωτή και του εκμισθωτή.

Η επιλογή και χρήση της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης ως εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων επιλέγεται σε μεγάλο ποσοστό από όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το φαινόμενο αυτό γίνεται εντονότερο με το πέρασμα των χρόνων. Ειδικότερα, με βάση τα στατιστικά στοιχεία της Leaseurope¹ για το 2016, ο κλάδος των εταιρειών leasing σημείωσε αύξηση 10,3% από το προηγούμενο έτος, στις συνολικές Νέες Αγορές αξίας 333,7 δις.€, αύξηση ύψους 6,4% στο Σύνολο του Ενεργητικού και αξίας 779,1 δις.€. Πρώτη στην αγορά του leasing ήταν το Ηνωμένο Βασίλειο με σύνολο νέων αγορών 73,8 δις.€, δεύτερη, η Γερμανία με 55 δις.€ και τρίτη η Γαλλία με 47,8 δις.€ στο σύνολο των νέων αγορών της.

Ωστόσο, στην περίπτωση της Ελλάδας δεν επικράτησε το ίδιο ανοδικό κλίμα όπως στην υπόλοιπη Ευρώπη, καθώς κατέγραψε μεγάλη μείωση στον τομέα των νέων αγορών, παρουσιάζοντας οπισθοχώρηση μετά από αρκετά χρόνια ανοδικής πορείας, σε σύγκριση με την υπόλοιπη Ευρώπη.

Αυτή η κάθοδος που καταγράφουν οι Ελληνικές Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης και γενικά ο κλάδος της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης οφείλεται αποκλειστικά στην χρόνια οικονομική κρίση που επικρατεί στην χώρα τα τελευταία 8 χρόνια με αποτέλεσμα να μην γίνονται οι κατάλληλες επιχειρηματικές επενδύσεις λόγω της μειωμένης ρευστότητας στην αγορά, τοποθετώντας της Ελληνικές εταιρείες leasing και γενικά όλου του θεσμού στην «μέγγενη» ενός κλίματος αποεπένδυσης.

¹ European Leasing Market results 2016, <http://www.leaseurope.org>

Με βάσει όλα τα παραπάνω, η παρούσα εργασία, αποσκοπεί την εξέταση της αποτελεσματικότητας των Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης στην περίοδο της οικονομικής κρίσης (2008-2015), με την χρήση της μεθόδου DuPont Analysis, η οποία αποτελεί εξειδικευμένη μέθοδο ανάλυσης του αριθμοδείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) καθώς τον αναλύει σε τρία τμήματα: στην αποδοτικότητα του Ενεργητικού της εταιρείας, στη κερδοφορία της αλλά και στην Χρηματοοικονομική της Μόχλευση. Επιπλέον, γίνεται και η ανάλυση της περίπτωσης για πτώχευση των συγκεκριμένων εταιρειών, μέσω της χρήσης του Πτωχευτικού μοντέλου E.Altman «Z-Score», για την περίοδο 2011-2015.

Στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται η αναφορά στον ορισμό της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, στην ιστορική εξέλιξη της, στον αριθμό των Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, στα είδη και στις μορφές της μίσθωσης, στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της, στο Φορολογικό πλαίσιο αλλά και στο Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17 που αφορά τις μισθώσεις.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στην Ένωση των Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, στην μέτρηση της Αποδοτικότητας και της Μόχλευσης με την χρήση αριθμοδεικτών. Επίσης, παρουσιάζεται η μέθοδος της DuPont Analysis καθώς γίνεται και η εφαρμογή της στις 4 Ελληνικές Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με σκοπό την διεξαγωγή του συμπεράσματος της καλύτερης αποδοτικότητας μεταξύ των παραπάνω εταιρειών.

Τέλος, στο τρίτο κεφάλαιο, στο θεωρητικό τμήμα, παρουσιάζεται η Πτώχευση καθώς αναφέρονται ο ορισμός της πτώχευσης και της χρεοκοπίας, τα είδη της χρεοκοπίας, οι προϋποθέσεις για κήρυξη πτώχευσης και οι συνέπειες της. Επιπλέον, αναφέρονται οι μέθοδοι και τα μοντέλα της πρόβλεψης πτώχευσης, παρουσιάζεται το πτωχευτικό μοντέλο Altman (Z-Score) και των αναθεωρημένων μορφών του και γίνεται η εφαρμογή του στις 4 Ελληνικές Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με σκοπό την πρόβλεψη της πιθανότητας για πτώχευση στο άμεσο μέλλον, και με βάσει των άνωθεν θα προκύψουν τα συμπεράσματα σχετικά με το αν είναι αποδοτικές αλλά και αν αντιμετωπίζουν το ενδεχόμενο της πτώχευσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

1.1 Ορισμός της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Ο όρος leasing έχει αποδοθεί στα Ελληνικά ως Χρηματοδοτική Μίσθωση. Το ρήμα lease προέρχεται από το λατινικό *lexare*, και σημαίνει λύνω – επιλύνω. Είναι μία σύγχρονη μέθοδος μέσο-μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επιχειρήσεων και επαγγελματιών για την απόκτηση παγίων στοιχείων, δηλαδή, εξοπλισμού και ακινήτων για επαγγελματική χρήση.

Πρόκειται,² για τη σύμβαση μίας εταιρείας ειδικού σκοπού (εκμισθωτής) και μιας επιχείρησης ή ενός επαγγελματία (μισθωτής) με την οποία η πρώτη παραχωρεί για ορισμένο χρόνο και έναντι μισθώματος στον δεύτερο, τη χρήση επιχειρησιακού ή επαγγελματικού εξοπλισμού. Ταυτόχρονα ο μισθωτής μετά το πέρας ενός χρονικού ορίου έχει το δικαίωμα είτε να αγοράσει είτε να ανανεώσει τη μίσθωση.

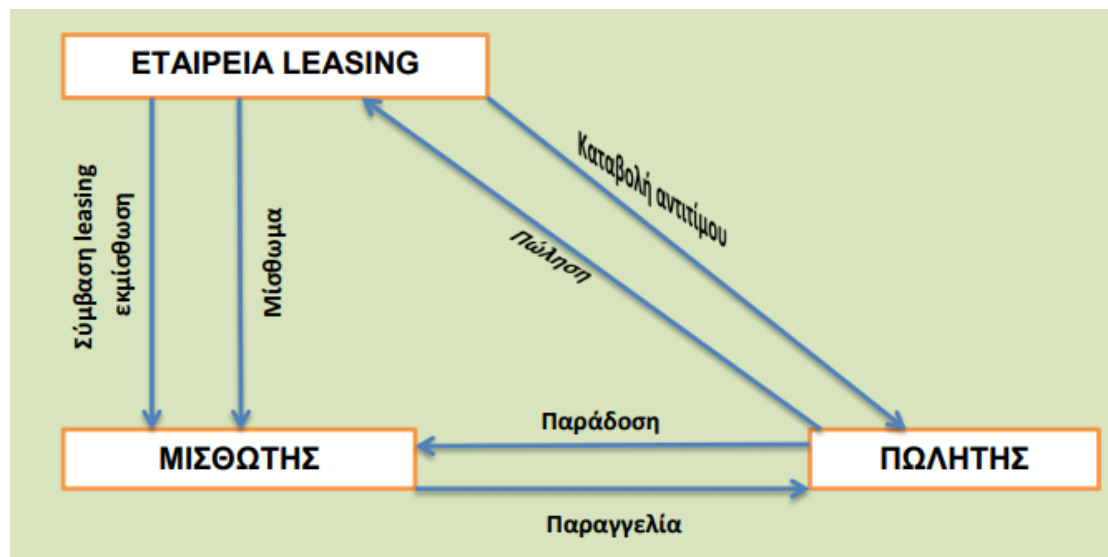
Η χρηματοδοτική μίσθωση, προσφέρει τη δυνατότητα στον μισθωτή να χρησιμοποιήσει τον εξοπλισμό χωρίς να είναι δικός του και να έχει την νομική κυριότητα, με δεδομένο το γεγονός, το ενδιαφέρον του μισθωτή μόνο για χρήση του εξοπλισμού λόγω της απόδοσης οικονομικών οφειλών και όχι της κυριότητας του αντικειμένου.

Ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα είτε να αγοράσει το μίσθωμα μετά το πέρας του χρόνου μίσθωσης που έχει συμφωνηθεί είτε να ανανεώσει τη μίσθωση, είτε να διακόψει τη συνεργασία με τον εκμισθωτή επιστρέφοντας τον εξοπλισμό. Ουσιαστικά η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί ένα χρηματοδοτικό μηχανισμό ο οποίος επιτρέπει στην επιχείρηση να ανανεώσει, εκσυγχρονίσει και επεκτείνει τις παραγωγικές της εγκαταστάσεις, χωρίς να γίνει η χρήση ιδίων κεφαλαίων ή προσφυγή σε άμεσο δανεισμό από τραπεζικά ιδρύματα. Με άλλα λόγια, η εταιρεία leasing αγοράζει το συγκεκριμένο πάγιο στοιχείο σύμφωνα με τις οδηγίες του μελλοντικού μισθωτή και στη συνέχεια του το εκμισθώνει.

²Βούλγαρη Ε., Παπαγεωργίου Ε., (2002), Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων, Σύγχρονη Εκδοτική.

Η όλη διαδικασία του leasing εμπλέκει τρεις οντότητες. Μια από αυτές είναι η επιχείρηση, η οποία επιθυμεί να αυξήσει τα παραγωγικά της μέσα και αποδέχεται να έχει τη χρήση αυτών και όχι την ιδιοκτησία τους. Δεύτερον, ο προμηθευτής ο οποίος επιδιώκει την πώληση των αγαθών. Τέλος, η εταιρεία leasing η οποία προβαίνει σε αγορά των παραγωγικών μέσων για να τα διαθέσει στην επιχείρηση μέσω ενός προκαθορισμένου συμβολαίου. (Νικολάου Θ.,2010).

Γράφημα 1: Σχηματική απεικόνιση της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης



Πηγή: Θέου Ευαγ.(2013), Νέες μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων: Leasing & Factoring.

Η Χρηματοδοτική Μίσθωση απευθύνεται σε όλους τους ελεύθερους επαγγελματίες και σε επιχειρήσεις πάσης φύσεως νομικής μορφής και μεγέθους που επιθυμούν την απόκτηση κινητού ή ακίνητου εξοπλισμού μέσω της μίσθωσης, για επαγγελματική χρήση, καθώς τα είδη που μπορούν να εκμισθωθούν είναι από μηχανές γραφείου, αμάξια, οδοποιοιτικά μηχανήματα, ιατρικός εξοπλισμός, αεροπλάνα μέχρι και εργοστάσια.

Εν τέλει, ως μορφή χρηματοδότησης, η χρηματοδοτική μίσθωση, έχει την δυνατότητα να καλύπτει ταυτοχρόνως τους παρακάτω στόχους:

- Αναπτυξιακούς, λόγω παροχής της εναλλακτικής δυνατότητας για διερεύνηση των παραγωγικών και επεκτασιακών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του.
- Εκσυγχρονιστικούς, λόγω της χρήσης σύγχρονου και συνεχών ανανεωμένων κεφαλαιουχικών εξοπλισμών που παρέχει στον εκμισθωτή.

1.2 Η ιστορική εξέλιξη της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης στην Ελλάδα

Από τον 19^ο αιώνα που η χρηματοδοτική μίσθωση αναπτύχθηκε με τη μορφή της εκμετάλλευσης εξοπλισμού και γης και κυρίως στον τομέα των σιδηροδρόμων με ταχύτατο ρυθμό, ως αφετηρία της απόκτησης θεσμοθετημένης μορφής αυτού του θεσμού ήταν το 1952, με την ίδρυση της United States Leasing International Inc., της πρώτης εταιρείας leasing παγκοσμίως που ιδρύθηκε από τον Henry Schoenfeld. Το παράδειγμα του H. Schoenfeld ακολούθησαν και άλλες μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις κεφαλαιουχικών αγαθών, τράπεζες και διάφοροι άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί, που χρησιμοποίησαν τη χρηματοδοτική μίσθωση ως μέσο προώθησης των πωλήσεών τους και των εργασιών τους. Εν τέλει, προέκυψε η διεθνοποίηση του θεσμού μια δεκαετία μετά από την πρώτη εμφάνιση του στις ΗΠΑ, όπου δημιουργήθηκαν οι πρώτες εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης σε Μεγάλη Βρετανία, Καναδά, Σουηδία, Ελβετία, Γαλλία.

Ο θεσμός έφθασε στην Ελλάδα το 1986 ως ένα πρωτοποριακό προϊόν για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και καθιερώθηκε με τον νόμο Ν. 1665/1968 και με ονομασία «Χρηματοδοτική Μίσθωση», όπου είχε το δικαίωμα η εκάστοτε χρηματοδοτική εταιρεία να μισθώνει μόνο κινητό εξοπλισμό. Η πρώτη εταιρία που δημιουργήθηκε για αυτό τον σκοπό ήταν η Alpha Leasing που άνηκε στην τράπεζα Alpha Bank και αμέσως μετά ακολούθησαν οι ETBA leasing, Citileasing, Εμπορική leasing κλπ. Ο παραπάνω νόμος όριζε ότι η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης θα πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία, με σκοπό τη δραστηριοποίηση σε χρηματοδοτικές μισθώσεις. Επίσης, η

αδειοδότηση, ο έλεγχος και η εποπτεία αυτών των εταιρειών γινόταν από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Στα αρχικά στάδια της εφαρμογής του θεσμού στην χώρα, αντικείμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης ήταν μόνο κινητός εξοπλισμός, και η ελάχιστη διάρκεια της μίσθωσης ήταν 3 έτη

Ωστόσο, στην ελληνική αγορά ο θεσμός της Χρηματοδοτικής μίσθωσης εδραιωνόταν με ταχύτατους ρυθμούς χρόνο με το χρόνο, εμφανίστηκαν ορισμένα προβλήματα όπως³:

- Στις χρηματοδοτικές μισθώσεις των εταιριών leasing, εμφανίζονταν στα έσοδα τους όχι μόνο ο τόκος αλλά και το κεφάλαιο των τοκοχρεολυτικών δόσεων που χρέωναν, και αντίστοιχα στα έξοδα εμφάνιζαν τις αποσβέσεις των παγίων στοιχείων που εκμίσθωναν (ενώ θα έπρεπε το κεφάλαιο να είναι οφειλή των πελατών προς την εταιρεία leasing)
- Οι αποσβέσεις των εκμισθωμένων παγίων που εμφάνιζαν οι εταιρείες leasing μερίζονταν σύμφωνα με τους φορολογικούς συντελεστές που ίσχυαν για όλες τις εταιρείες και όχι σύμφωνα με τα έτη διάρκειας των συμβάσεων.

Εφόσον, εκείνη την περίοδο δεν υπήρχε χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, ένα μεγάλο μέρος των συμβάσεων είχε διάρκεια 3 ετών, και οι φορολογικοί συντελεστές για την μίσθωση του εξοπλισμού κυμαινόταν μεταξύ 15-30%, είχε ως αποτέλεσμα οι εταιρείες leasing να παρουσιάζουν έσοδα τα οποία επιμερίζονταν στα 3 έτη αλλά τα αντίστοιχα έξοδα (αποσβέσεις) επιμερίζονταν σε περισσότερα έτη. Όλη αυτή η διαδικασία είχε ως αποτέλεσμα την ύπαρξη σημαντικών συνεπειών στα Αποτελέσματα Χρήσης των εταιρειών όπως την εμφάνιση μεγάλων πλασματικών κερδών κατά την διάρκεια των συμβάσεων καθώς και κατά την πώληση των παγίων στοιχείων να λογίζονται πολύ μεγάλες ζημίες λόγω της μη απόσβεσης μέρους των παγίων.

Ύστερα από 9 χρόνια, θεσμοθετήθηκε για πρώτη φορά η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, με τον Νόμο 2367/1995 αλλά η εφαρμογή του δεν έγινε ποτέ. Ωστόσο, ακολούθησε ο Νόμος 2682/1999 που καθόρισε οριστικά την

³ Καραγιάννη Σ, Veizi X, (2014), Το Leasing και η αντιμετώπιση του σύμφωνα με τα Ε.Λ.Π και Δ.Λ.Π

χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων αλλά και των τρόπων αποσβέσεων κατά την διάρκεια της σύμβασης.

Εν τέλει, η χρηματοδοτική μίσθωση στις μέρες μας δεν αποτελεί κάτι το πρωτοπόρο διότι είναι πια μια κλασσική επιλογή χρηματοδότησης λόγω της ευρείας χρήσης της σε διάφορους τομείς της αγοράς.

1.2.1 Οι Ελληνικές εταιρίες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Σήμερα στην Ελλάδα, υπάρχουν 5 εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης (λόγω εξαγορών και συγχωνεύσεων) όπου δραστηριοποιούνται με βάση τον Νόμο 1665/1986, οι οποίες είναι κατά κόρων θυγατρικές μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων. Επιπλέον, με το Νόμο 2076/92 που ενσωματώνει στην Ελληνική τραπεζική Νομοθεσία τις αρχές της Δεύτερης τραπεζικής Οδηγίας της κοινότητας, κατατάσσει τις εταιρίες Leasing στα Χρηματοδοτικά Ιδρύματα σε αντίθεση με τις τράπεζες όπου τις χαρακτηρίζει ως Πιστωτικά Ιδρύματα λόγω της αποδοχής καταθέσεων από αποταμιευτές.

Το 1989, ιδρύθηκε η «Ένωση Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης», νομικό πρόσωπο μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, με σκοπό τη διάδοση, προαγωγή, επέκταση και ανάπτυξη του θεσμού της χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ελλάδα, την εξέταση και επίλυση των προβλημάτων που ενδιαφέρουν τα μέλη της και την κοινή εκπροσώπηση των μελών της στην Ελλάδα και στο εξωτερικό⁴.

Οι 5 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα αυτή την περίοδο είναι οι εξής:

⁴ Ένωση Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, www.aglc.gr

Alpha Leasing A.E

Η εταιρεία «Alpha Leasing A.E» ιδρύθηκε το 1981 με αρχική ονομασία «Διερευνηταί Άλφα Α.Ε Οργανώσεως και Μηχανογραφήσεως» και αποτελεί θυγατρική της τράπεζας Alpha Bank με ποσοστό συμμετοχής 100%, είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και εδρεύει στην Αθήνα.

Το έτος 1987, με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων η εταιρεία άλλαξε επωνυμία σε «Διερευνηταί Άλφα Α.Ε Χρηματοδοτικής Μισθώσεως» και το έτος 1989 πήρε τη σημερινή της επωνυμία «Alpha Leasing A.E Χρηματοδοτικής Μισθώσεως».

Ο σκοπός της είναι η παροχή υπηρεσιών χρηματοδοτικής μίσθωσης και η συμμετοχή της σε εταιρείες με συναφή δραστηριότητα σύμφωνα πάντα με τον νόμο 1665/1986 περί συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Ακολουθεί η υπόλοιπη ιστορική αναδρομή της εταιρείας:

<u>Έτος</u>	<u>Γεγονότα</u>
1998	Ίδρυση γραφείου εξυπηρέτησης πελατείας Κεντρικής Ελλάδος με έδρα τη Λάρισα
1999	Εισάγεται ο θεσμός του Sale & Lease Back Ακινήτων με τον Ν.2682/99 και τον Απρίλιο του ιδίου έτους, υλοποιείται η πρώτη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Μισθώσεως ακινήτου στην Ελλάδα από την Alpha Leasing.
2001	Τη 13 Ιουλίου 2001, εγκρίνεται η συγχώνευση με την ΙΟΝΙΚΗ ΛΗΖΙΝΓΚ Α.Ε. διά απορροφήσεως της τελευταίας.
2010	Πιστοποιείται κατά ISO 9001: 2008
2015	Πιστοποιείται κατά ISO 22301 Business Continuity
2016	Βράβευση στα "Business IT Excellence Awards 2016", στην κατηγορία "Βραβεία σε Επιχειρήσεις για τη βέλτιστη χρήση & αξιοποίηση των τεχνολογιών επικοινωνιών & πληροφορικής", για την πιστοποίηση ISO 22301 Business Continuity.

Πηγή: Alpha Leasing A.E Χρηματοδοτικής Μισθώσεως

Από το 2000, η εταιρεία έχει στην κατοχή της το 16,36% του μετοχικού κεφαλαίου της Alpha Leasing Romania S.A με έδρα το Βουκουρέστι της

Ρουμανίας. Στην συγκεκριμένη εταιρεία η Alpha Leasing ασκεί ουσιώδη επιρροή μέσω της δυνατότητας διορισμού ενός μέλους, από τα πέντε του Διοικητικού Συμβουλίου που έχει στην Ελλάδα.

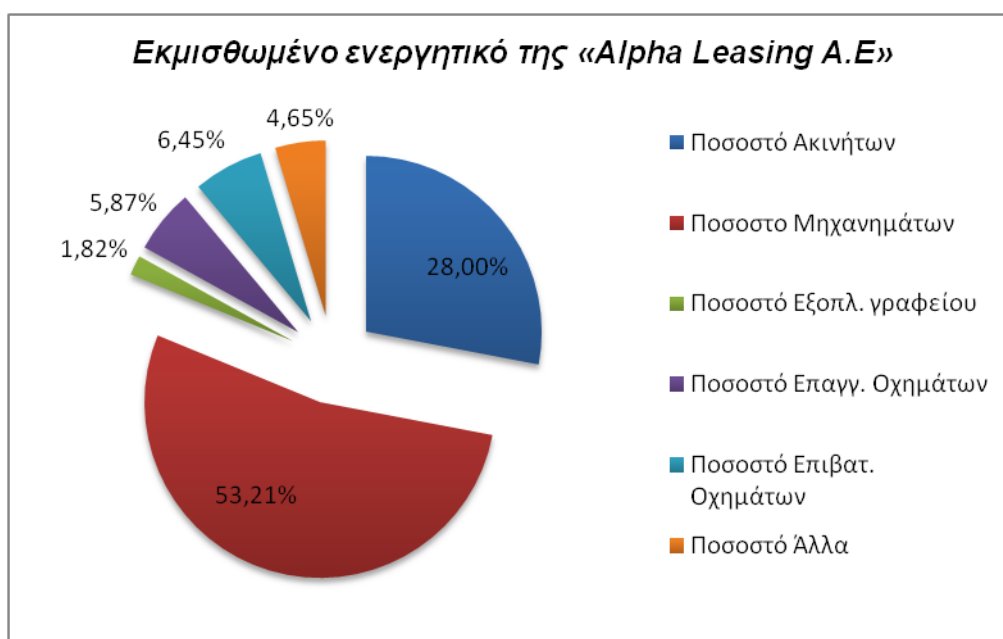
Τα προϊόντα της εταιρείας είναι τα εξής:

- Απλή Χρηματοδοτική Μίσθωση Ακινήτων (Direct leasing)
- Πώληση και επαναμίσθωση Ακινήτων (Sale & Lease-back)
- Vendor Leasing

Όσο αφορά τα οικονομικά στοιχεία, η εταιρεία τηρεί τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ), που έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση σύμφωνα με τον Κανονισμό αριθ. 1606/2002 της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για την σύνταξη των οικονομικών της καταστάσεων.

Η Alpha Leasing, διαθέτει πρωταγωνιστικό ρόλο στην ελληνική αγορά της χρηματοδοτικής μίσθωσης, ιδιαίτερα από το 2009 έως το 2016, έχει μέσο όρο νέων αγορών περίπου στα 72 εκατομμύρια ευρώ, από το εκμισθωμένο ενεργητικό της εταιρείας που περιλαμβάνει μισθώσεις ακινήτων που ανέρχεται σε ποσοστό 27.99%, και μηχανημάτων με ποσοστό 53.20% την τελευταία δετία.

Διάγραμμα 1: Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Alpha Leasing»

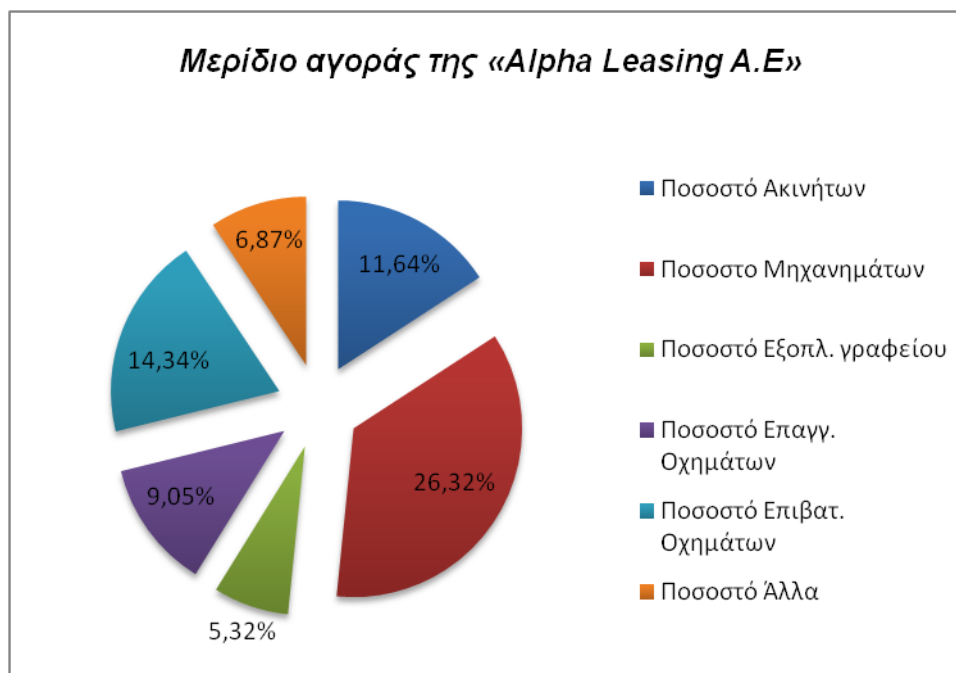


Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Η εταιρεία διαθέτει σημαντικό μερίδιο αγοράς στον κλάδο των χρηματοδοτικών μισθώσεων, ιδιαίτερα στον τομέα των μισθωμένων

μηχανημάτων με ποσοστό 26,32%, των μισθωμένων επαγγελματικών οχημάτων με 14,34% αλλά και των ακινήτων με ποσοστό 11,64%.

Διάγραμμα 2: Μερίδιο Αγοράς της «Alpha Leasing»



Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Πειραιώς Leasing A.E

Η εταιρεία «Πειραιώς Leasing A.E» ιδρύθηκε το Φεβρουάριο του 1993 με κύριο μέτοχο της την Τράπεζα Πειραιώς με ποσοστό 100% των μετοχών της και εδρεύει στην Αθήνα. Το 1995, μετά από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, οι μετοχές της εταιρείας εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η κυριότερη δραστηριότητα της εταιρείας είναι η διενέργεια χρηματοδοτικών μισθώσεων ακινήτων, επαγγελματικών και επιβατικών οχημάτων, μηχανημάτων, αεροσκαφών και λοιπού εξοπλισμού⁵.

Ακολουθεί η υπόλοιπη ιστορική αναδρομή της εταιρείας:

⁵ Πειραιώς Leasing A.E, www.piraeusleasing.gr

<u>Έτος</u>	<u>Γεγονότα</u>
1999	Εξαγορά του 36% της εταιρείας Πειραιώς Best Leasing ΑΤΕΕ, η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο των χρονομισθώσεων. Το ποσοστό αυτό, ύστερα από αυξήσεις του Μετοχικού κεφαλαίου, ανέρχεται σε 48,08%.
2000	Η εταιρεία άρχισε τη δραστηριότητα της, στην αγορά του Leasing Ακινήτων.
2002	Η εταιρεία, με σχετική απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης, έλαβε έγκριση για τη συγχώνευση της εταιρείας «Π. Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Α.Ε.» δηλαδή της ΟΤΕ Leasing Α.Ε.
2003	Έναρξη της διαδικασίας συγχώνευσης της «ΕΤΒΑ Leasing» από την Πειραιώς Leasing, όπου ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του 2003.
2007	Η εταιρεία Αναλαμβάνει πλέον το σύνολο της δραστηριότητας Leasing του Ομίλου, καθώς ολοκληρώνεται η ενσωμάτωση των τμημάτων της Πειραιώς Leasing στη θυγατρική Πειραιώς Leases, ενώ εγκρίνεται η εξαγορά των μετοχών (squeeze out), για δημόσια προσφορά, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
2013	Αποκτά τη «Γενική Leasing» και το χαρτοφυλάκιο του κινητού εξοπλισμού της, καθώς και τη διαχείριση των ακινήτων της «Ελληνικής Leasing».
2014	Η εταιρεία προχωρά στην εξαγορά και συγχώνευση των εταιρειών «Κύπρου Leasing» και «Λαϊκή Leasing», διαδικασία η οποία βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη.

Πηγή: Πειραιώς Leasing Α.Ε

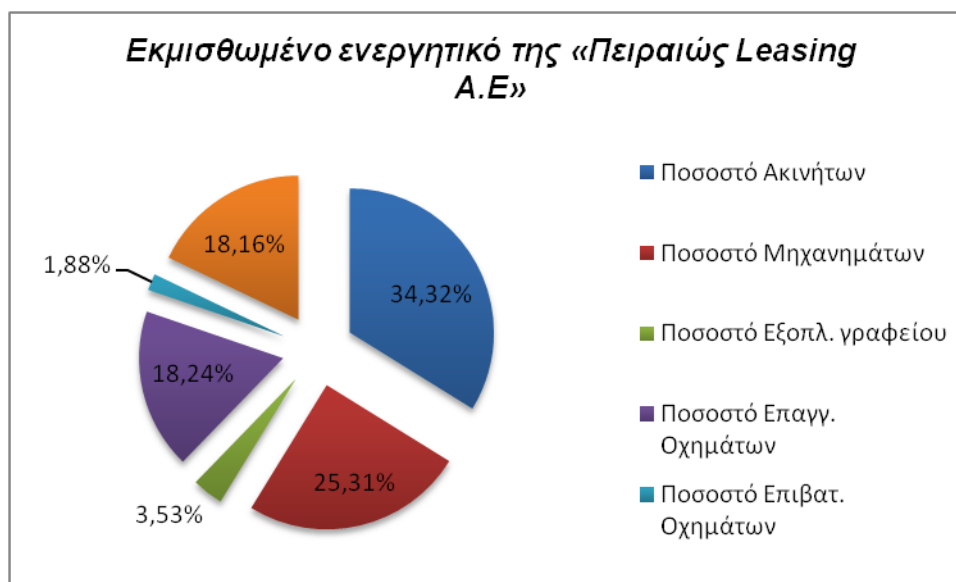
Τα προϊόντα της εταιρείας είναι τα εξής:

- Απλή Χρηματοδοτική Μίσθωση Ακινήτων, Εξοπλισμού, Οχημάτων (Direct Leasing)
- Πώληση και επαναμίσθωση (Sale & Lease-back)
- Operating Leasing

Οι οικονομικές καταστάσεις της Πειραιώς Leasing Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Α.Ε, συντάσσονται σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ), όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Με βάση τα στατιστικά στοιχεία της Ένωσης Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (ΕΕΧΜ), η εταιρεία στην περίοδο 2009-2016 σημείωσε μέσο όρο νέων αγορών ύψους 87,5 εκατομμυρίων ευρώ καθώς εμφανίζει διαχρονική και σταθερή αύξηση του χαρτοφυλακίου της στα πλαίσια της στρατηγικής ανάπτυξης με κύριους παράγοντες την ποιοτική εξυπηρέτηση και εδραίωση των σταθερών και πολυετών σχέσεων της με τους πελάτες της μέσω της υψηλής εξειδίκευσης της εταιρείας στο αντικείμενο. Το ύψος των νέων αγορών προέρχονται από την εκμίσθωση του ενεργητικού της, που περιλαμβάνει μισθώσεις ακινήτων σε ποσοστό που ανέρχεται σε 34,3%, μισθώσεις μηχανημάτων 25,31% καθώς και μισθώσεις επαγγελματικών οχημάτων σε ποσοστό 18,24%.

Διάγραμμα 3: Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Πειραιώς Leasing»

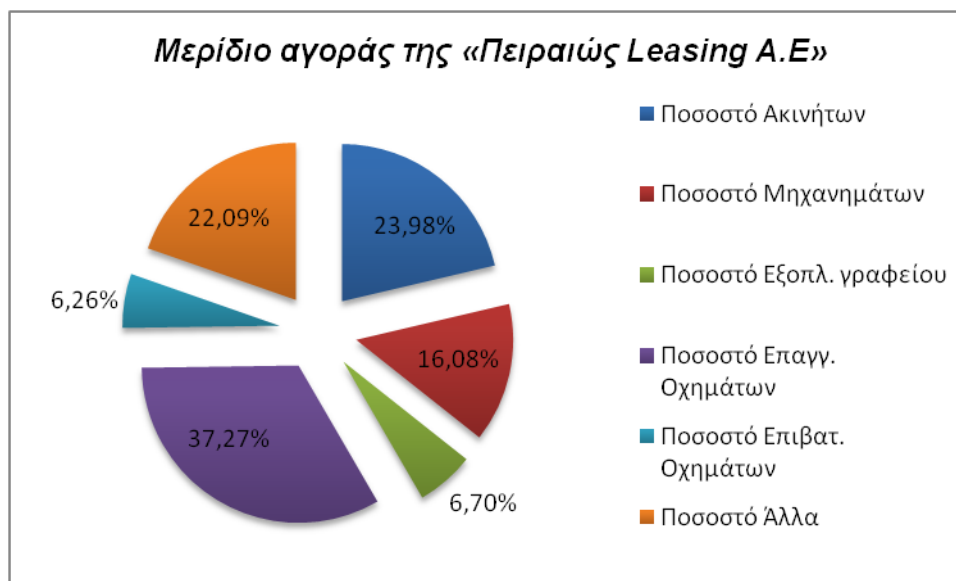


Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Όσον αφορά το μερίδιο αγοράς στον κλάδο των Χρηματοδοτικών Μισθώσεων, η εταιρεία καταλαμβάνει υψηλή θέση ιδιαίτερα στον τομέα της μίσθωσης Επαγγελματικών Οχημάτων με ποσοστό 37,27%, σε Ακίνητα με

ποσοστό 23,98% αλλά και στις μισθώσεις διαφόρων ειδών και υπηρεσιών με ποσοστό 22,09%.

Διάγραμμα 4: Μερίδιο Αγοράς της «Πειραιώς Leasing»



Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Εθνική Leasing A.E.

Η Εθνική Leasing A.E X.M., ιδρύθηκε το 1990 (Φ.Ε.Κ. 423/4.12.1990) πρωτοστατούσης της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος A.E. (ΕΤΕ), και από κοινού με τις ΕΤΕΒΑ, Credit Lyonnais, Slibail International και την Ελληνογαλλική Τράπεζα, με έδρα την Αθήνα και με αρχική επωνυμία «Λήζινγκ Εθνική Λυονναί A.E.X.M.». Σταδιακά, η ΕΤΕ εξαγόρασε το ποσοστό των λοιπών μετόχων και σήμερα κατέχει το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας η οποία πλέον δραστηριοποιείται με την επωνυμία «Εθνική Λήζινγκ A.E.X.M.». Η εταιρεία έχει διάρκεια ενενήντα εννέα ετών ήτοι μέχρι τον Δεκέμβριο του 2089.

Η έδρα της εταιρείας βρίσκεται στην Αθήνα, ενώ για τις ανάγκες της στην Βόρεια Ελλάδα, διατηρεί υποκατάστημα στην Θεσσαλονίκη.

Σε συνεργασία με την Εθνική Τράπεζα την Ελλάδας (ΕΤΕ), παρέχει την δυνατότητα σύμβασης κάθε είδους χρηματοδοτικής μίσθωσης σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα για επαγγελματική χρήση όπως κινητού εξοπλισμού, οχημάτων και επαγγελματικών ακινήτων, καθώς και συμβάσεις μακροχρόνιας

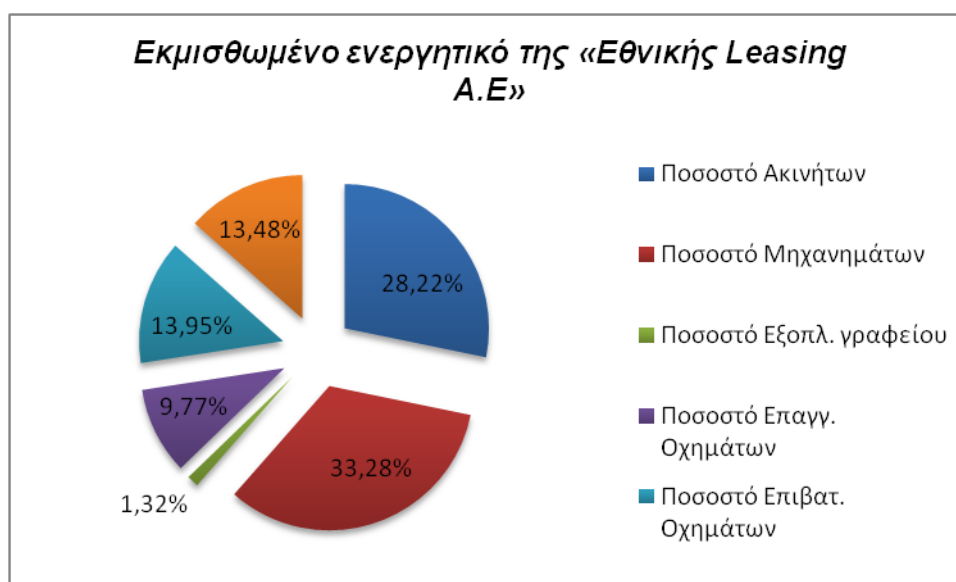
λειτουργικής μίσθωσης επιβατικών και επαγγελματικών οχημάτων με βάση την σχετική νομοθετική ρύθμιση δια της οποίας επιτράπη η ίδρυση σχετικού κλάδου στην Ελλάδα. Επίσης, παρέχεται η δυνατότητα σύναψης σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης για εξοπλισμό επενδύσεων που εντάσσονται στον Αναπτυξιακούς Νόμους.⁶

Τα προϊόντα της εταιρείας είναι τα εξής:

- Απλή Χρηματοδοτική Μίσθωση Ακινήτων και Εξοπλισμού (Direct leasing)
- Πώληση και επαναμίσθωση (Sale & Lease-back)
- Operating Leasing για Οχήματα

Η θέση της «Εθνικής Leasing» στον κλάδο των χρηματοδοτικών μισθώσεων είναι σημαντική για το γεγονός ότι διαθέτει για την περίοδο 2009-2016 μέσο όρο νέων αγορών περίπου στα 69,2 εκατομμύρια ευρώ προερχόμενα από την μίσθωση του ενεργητικού στους τομείς της μίσθωσης ακινήτων με ποσοστό 28,2%, μίσθωσης μηχανημάτων 33,28% αλλά και μίσθωσης Επιβατικών Οχημάτων σε ποσοστό 13,9%.

Διάγραμμα 5: Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Εθνικής Leasing»



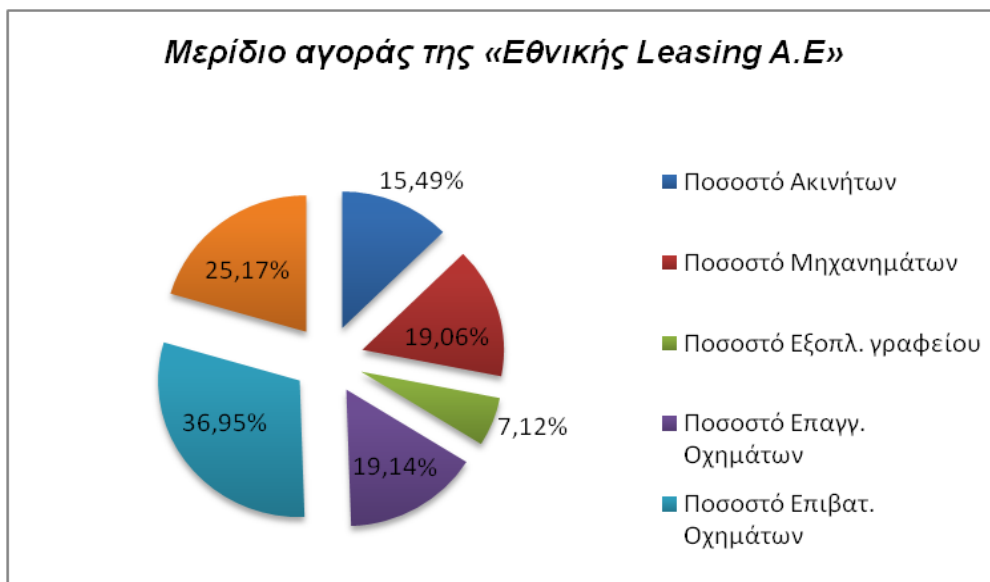
Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία EEXM

Το μερίδιο αγοράς που κατέχει η εταιρεία στον κλάδο των χρηματοδοτικών μισθώσεων είναι σημαντικό καθώς με βάση τα στοιχεία της

⁶ Εθνική Leasing Α.Ε.Χ.Μ., www.ethnoleasing.gr

ΕΕΧΜ για την περίοδο 2009-2016 σημειώνει ποσοστό μίσθωσης Επιβατικών Οχημάτων 36,9%, μίσθωση διαφόρων ειδών και υπηρεσιών με ποσοστό 25,1% καθώς και ποσοστό 19,1% σε μίσθωση Επαγγελματικών Οχημάτων.

Διάγραμμα 6: Μερίδιο Αγοράς της «Εθνικής Leasing»



Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Eurobank Ergasias A.E

Η εταιρεία «Eurobank Ergasias Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Α.Ε» συστάθηκε στην Ελλάδα το έτος 1991 (Φ.Ε.Κ. Σύστασης 1421/15-05-91) με αρχική επωνυμία «Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Εργασίας Α.Ε» (ERGOLEASING A.E). Το 2002, με απόφαση 2657/11-2-02 του Νομάρχη, εγκρίθηκε η συγχώνευση της «EFG Eurobank Ergasias Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Α.Ε» με απορρόφηση από την εταιρεία «Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Εργασίας» και η ταυτόχρονη αλλαγή επωνυμίας της απορροφώσας σε «EFG Eurobank Ergasias Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Α.Ε». Στις 11/10/2012 με την απόφαση 24525/12 του Περιφερειάρχη Αττικής εγκρίθηκε η αλλαγή της επωνυμίας της εταιρείας σε «Eurobank Ergasias Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Α.Ε.».

Η εταιρεία εδρεύει στην Αθήνα και ο αποκλειστικός σκοπός της Εταιρείας είναι η χρηματοδότηση φυσικών προσώπων με την μορφή της

χρηματοδοτικής μίσθωσης κινητών εξοπλισμών και ακινήτων για επαγγελματική χρήση.⁷

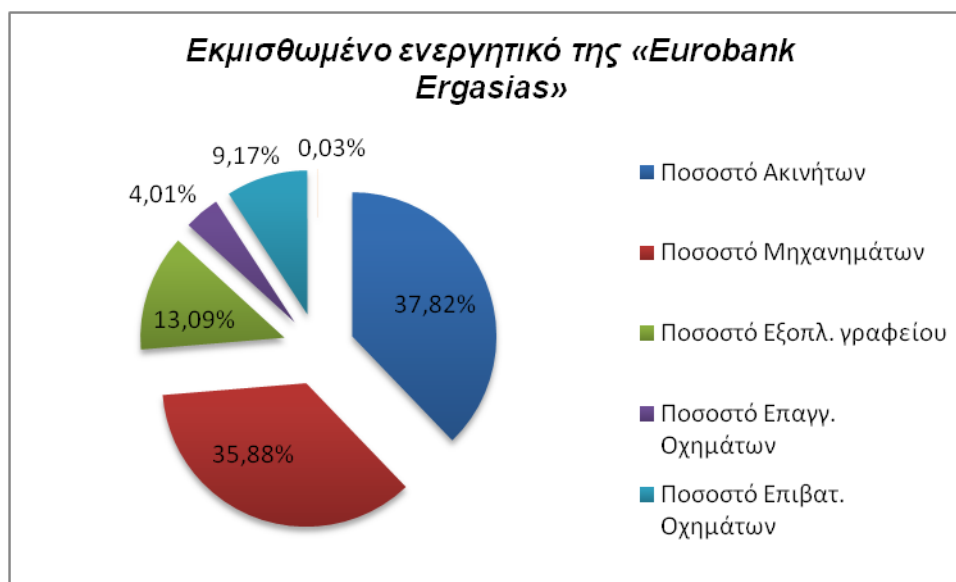
Τα προϊόντα της εταιρείας είναι τα εξής:

- Απλή Χρηματοδοτική Μίσθωση Ακινήτων (Direct Leasing)
- Πώληση και επαναμίσθωση Ακινήτων και Εξοπλισμού (Sale & Lease-back)
- Vendor Leasing

Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας συντάσσονται σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) που εγκρίθηκαν από το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η εταιρεία την περίοδο 2009-2016 με βάση τα στατιστικά της EEXM σημείωσε μέσο όρο νέων αγορών 93,7 εκατομμύρια ευρώ προερχόμενα από μισθώσεις Ακινήτων σε ποσοστό 37,8%, μηχανημάτων 35,8% καθώς και από μισθώσεις Εξοπλισμού Γραφείου 13,09%.

Διάγραμμα 7:Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «EFG Eurobank Ergasias Leasing»



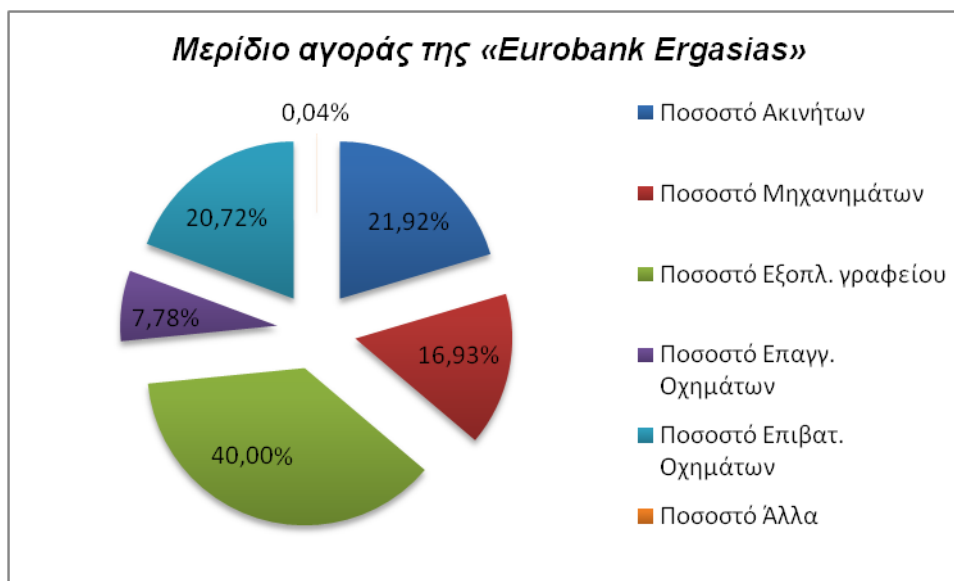
Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία EEXM

Στον κλάδο των Χρηματοδοτικών μισθώσεων, το μερίδιο αγοράς που κατέχει η εταιρεία για την περίοδο 2009-2016 αποτελείται από μισθώσεις

⁷ Τράπεζα Eurobank Ergasias , www.eurobank.gr

Εξοπλισμού Γραφείου σε ποσοστό 40%, μισθώσεις Ακινήτων 21,9% καθώς και από μισθώσεις Επιβατικών Οχημάτων σε ποσοστό 20,7%.

Διάγραμμα 8: Μερίδιο Αγοράς της «EFG Eurobank Ergasias Leasing»



Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Attica Bank Leasing

Η Attica Bank Leasing, λειτουργεί ως Ανώνυμη Τραπεζική εταιρεία και η διάρκεια της εταιρείας ορίζεται εκατό χρόνια καθώς αρχίζει δε από της ημερομηνίας δημοσίευσεως του αρχικού καταστατικού Διατάγματος, ήτοι από 5^{ης} Φεβρουαρίου 1925 και λήγει την 4^η Φεβρουαρίου 2025. Η τράπεζα από το 1964 ανήκε στον Όμιλο Εταιρειών της Εμπορικής Τράπεζας και εισήχθη στο Χρηματιστήριο στις 2/6/1964. Στις 26/9/1997 ο Όμιλος Εταιρειών Εμπορικής Τράπεζας μεταβίβασε μέσω του Χ.Α.Α., μέρος των μετοχών που κατείχε στο ΤΣΜΕΔΕ και στο Τ.Π.Δ και από την 9/9/2002 μεταβίβασε στο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο τις υπόλοιπες μετοχές που κατείχε. Σήμερα, ο μεγαλύτερος μέτοχος της τράπεζας είναι ο ΕΦΚΑ (Ενιαίος Φορέας Κοινωνικής Ασφάλισης), με ποσοστό 50,626 επί του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας.⁸

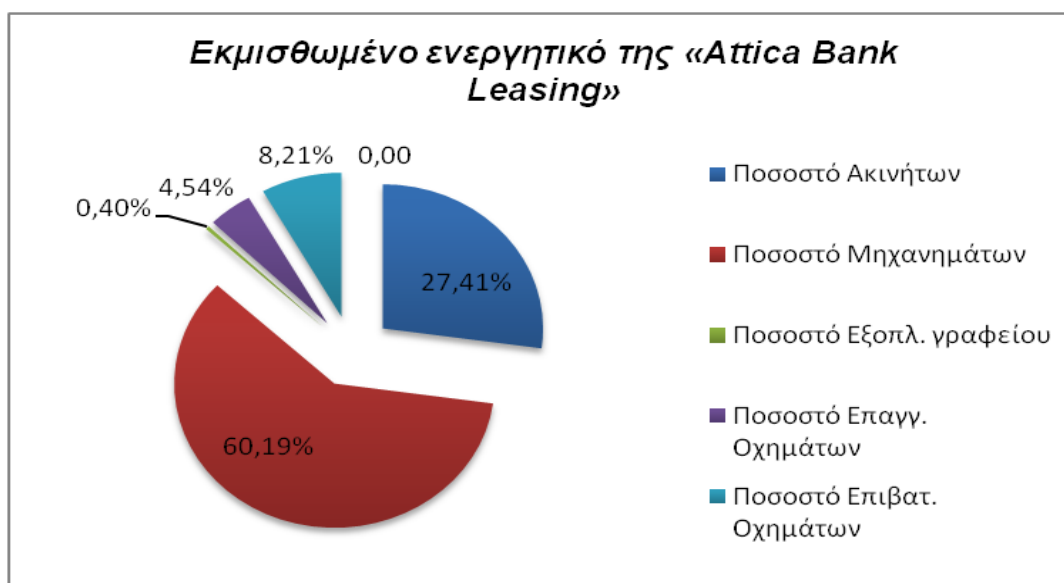
Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας συντάσσονται σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) που εγκρίθηκαν από

⁸ Τράπεζα Attica Bank , www.atticabank.gr

το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η θέση της Attica Bank leasing στον κλάδο των Χρηματοδοτικών μισθώσεων δεν αποτελεί ιδιαίτερως σημαντική σε σχέση με τις παραπάνω εταιρείες για το γεγονός ότι την περίοδο 2009-2016 είχε μέσο όρο νέων αγορών περίπου 18 εκατομμυρίων ευρώ με βάση τα στοιχεία της ΕΕΧΜ. Το εκμισθωμένο ενεργητικό της για εκείνη την περίοδο αποτελούταν από μισθώσεις μηχανημάτων σε ποσοστό 60,1%, από μισθώσεις Ακινήτων σε ποσοστό 27,4% καθώς και από μισθώσεις Επιβατικών Οχημάτων σε ποσοστό 8,2%.

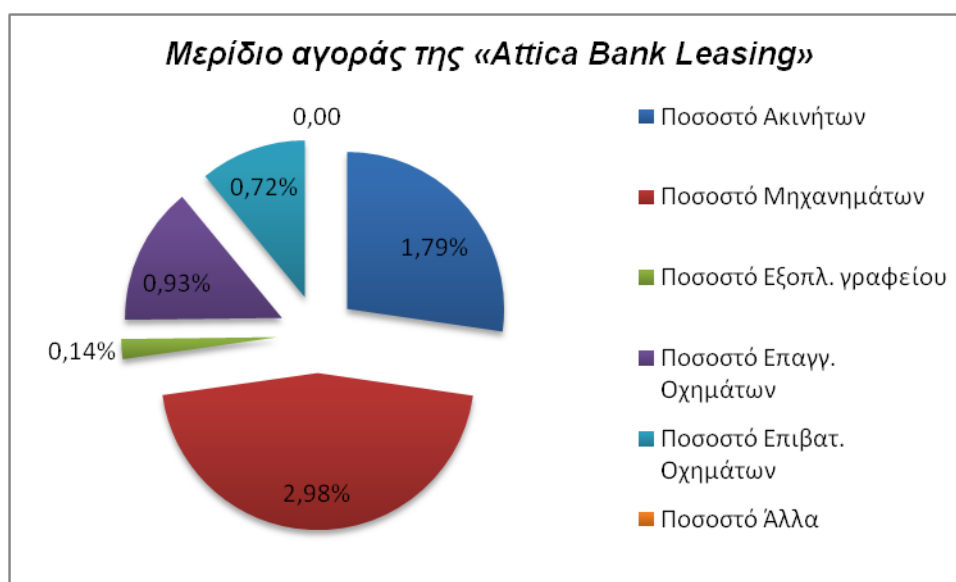
Διάγραμμα 9: Εκμισθωμένο Ενεργητικό της «Attica Bank Leasing»



Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Το μερίδιο αγοράς που κατέχει η εταιρεία στον κλάδο των Χρηματοπιστωτικών Μισθώσεων για την περίοδο 2009-2016 αποτελείται από μισθώσεις Μηχανημάτων σε ποσοστό 2,9%, από μισθώσεις Ακινήτων 1,7% αλλά και από μισθώσεις Επαγγελματικών Οχημάτων σε ποσοστό 0,9%.

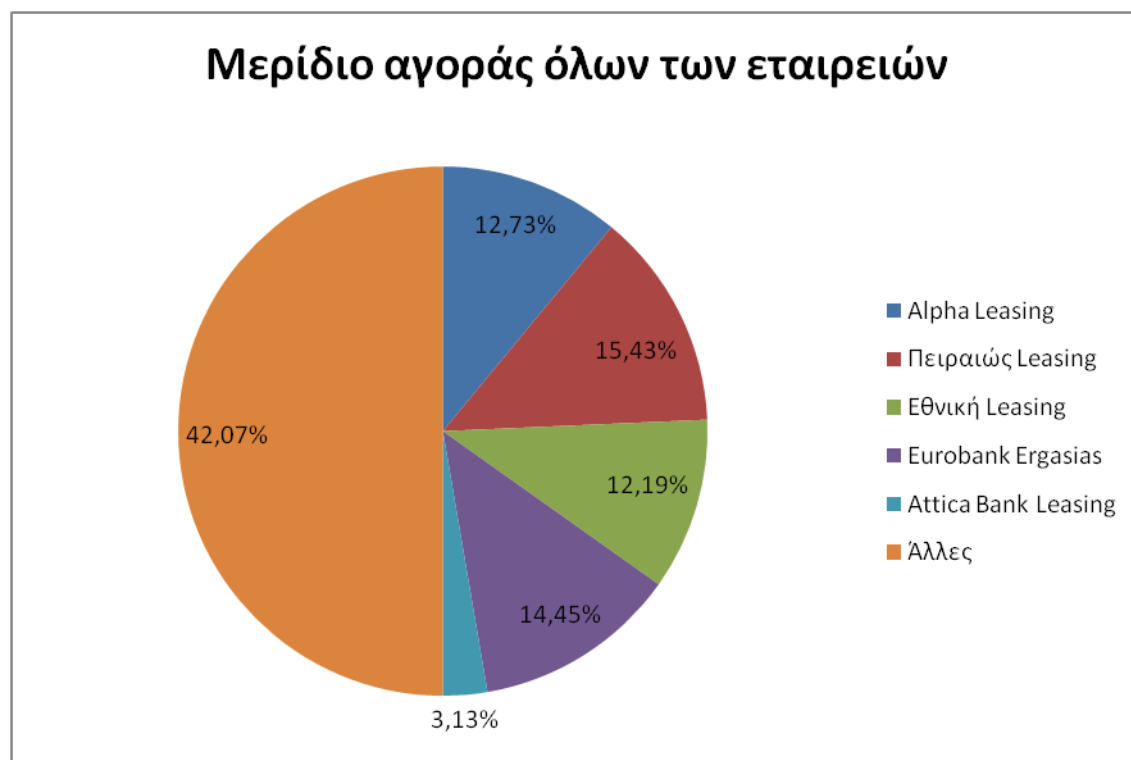
Διάγραμμα 10: Μερίδιο Αγοράς της «Attica Bank Leasing»



Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Τέλος, ακολουθεί το διάγραμμα με το μερίδιο αγοράς όλων των εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης για την περίοδο 2009-2016 με βάση τις ετήσιες νέες αγορές τους.

Διάγραμμα 11: Μερίδιο Αγοράς όλων των Εταιρειών Leasing



Πηγή: Στατιστικά Στοιχεία ΕΕΧΜ

Με βάση το παραπάνω διάγραμμα, παρατηρείται πως οι πέντε εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης κατέχουν αθροιστικά μεγάλο μερίδιο αγοράς (57,93%) στον κλάδο των Χρηματοδοτικών Μισθώσεων. Το υπόλοιπο, κατέχεται από άλλες εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης οι οποίες ποια είτε δεν υφίστανται στην Ελλάδα, είτε ποια δεν ανήκουν στην Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, είτε συγχωνεύτηκαν με τις εταιρείες προς εξέταση.

1.3 Είδη και Μορφές Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

1.3.1 Τα είδη της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Υπάρχουν δύο είδη χρηματοδοτικής μίσθωσης με κυριότερο κριτήριο διάκρισης, την ουσιαστική ιδιοκτησία του αγαθού που εκμισθώνεται:

- Λειτουργική Μίσθωση (Operating Leasing)

Ο εκμισθωτής (η εταιρεία) έχει προβεί σε αγορά του αγαθού και το έχει στην κυριότητα του διαθέσιμο προς μίσθωση και ο ενδιαφερόμενος μισθωτής μισθώνει την χρήση του για ένα συμφωνημένο χρονικό διάστημα. Τα οφέλη και οι κίνδυνοι που προκύπτουν παραμένουν στον εκμισθωτή δηλαδή ο εκμισθωτής εκτός από την νομική ιδιοκτησία που διαθέτει, διατηρεί και την ουσιαστική ιδιοκτησία που σημαίνει ότι φέρει την ευθύνη για τυχόν επισκευές από βλάβες, για ασφάλιστρα καθώς και την τεχνολογική απαξίωση του μισθίου. Ο μισθωτής σε αυτή την περίπτωση έχει μόνο την αποκλειστική χρήση του μισθίου.

Επίσης στην Λειτουργική Μίσθωση ο εξοπλισμός που μισθώνεται από την εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιηθεί διαδοχικά από διάφορους μισθωτές καθώς η λειτουργική μίσθωση αποτελεί βραχυπρόθεσμη μίσθωση (3 έως 5 έτη) καθώς μπορεί να καταγγελθεί κατά την διάρκεια της σύμβασης με επιλογή του μισθωτή.

- Χρηματοδοτική Μίσθωση (Finance Leasing)

Αποτελεί μορφή μεσομακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Η υπογραφή χρηματοδοτικής μίσθωσης ισοδυναμεί με λήψη δανείου. Υπάρχει μια άμεση χρηματική εισροή, επειδή ο μισθωτής απαλλάσσεται από την υποχρέωση να πληρώσει για το στοιχείο ενεργητικού. Όμως, ο μισθωτής αναλαμβάνει και μια δεσμευτική υποχρέωση να προβεί σε πληρωμές που καθορίζονται στη σύμβαση μίσθωσης. Ο χρήστης θα μπορούσε να λάβει δάνειο ίσο με την πλήρη τιμή αγοράς του στοιχείου ενεργητικού, αποδεχόμενος μια δεσμευτική υποχρέωση να προβαίνει σε πληρωμές τόκων και αρχικού κεφαλαίου προς τον δανειστή⁹.

⁹ Brealey R., Myers S., Allen F. ,(2013), Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Utopia

Συγκεκριμένα, η επιχείρηση έχει επιλέξει τον εξοπλισμό ή το ακίνητο που αναζητά για την κάλυψη των επαγγελματικών της αναγκών καθώς και τον προμηθευτή που διαθέτει τον εξοπλισμό ή το ακίνητο προς αγορά. Στην συνέχεια, ο εκμισθωτής (εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης), προχωράει στην αγορά του μισθίου από τον συγκεκριμένο προμηθευτή και επομένως αποκτά την κυριότητα του παγίου στοιχείου. Έπειτα, ο εκμισθωτής ενοικιάζει στον μισθωτή το μίσθωμα έναντι ορισμένων και συμφωνημένων μισθωμάτων που θα καταβάλλονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

Με την αποπληρωμή των μισθωμάτων και της λήξης της σύμβασης ο μισθωτής έχει την δυνατότητα είτε να αγοράσει τον εξοπλισμό ώστε να αποκτήσει την κυριότητα του από την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, είτε να επιστρέψει τον εξοπλισμό στην εταιρεία εκμίσθωσης, είτε να συνεχίσει την εκμίσθωση του εξοπλισμού με πολύ χαμηλότερο μίσθωμα.

Εν τέλει, η Χρηματοδοτική μίσθωση (Finance leasing), σε αντίθεση με την Λειτουργική μίσθωση (Operating leasing), αποτελεί μία πηγή χρηματοδότησης με συνδυασμό τραπεζικού δανεισμού και εκμίσθωσης κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

1.3.2 Οι Μορφές της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Υπάρχουν διάφορες μορφές χρηματοδοτικής μίσθωσης σε διάφορες παραλλαγές με σκοπό την κάλυψη των αναγκών του ενδιαφερόμενου μισθωτή και με κύρια χαρακτηριστικά: την κυριότητα του μισθώματος, τον τρόπο μίσθωσης αλλά και της χρηματοδότησης.

- **Άμεση Χρηματοδοτική Μίσθωση (Direct Leasing)**

Είναι μια σύγχρονη υπηρεσία και η απλούστερη μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης, που προσφέρει στον πελάτη την δυνατότητα επιλογής του επαγγελματικού εξοπλισμού ή ακινήτου της αρεσκείας του ώστε η χρηματοδοτική εταιρεία να προβεί στην αγορά του με σκοπό την εκμίσθωση του στον ενδιαφερόμενο πελάτη.

Επομένως, η σχέση είναι τριμερής και περιλαμβάνει τον κατασκευαστή του παγίου στοιχείου, την ανεξάρτητη εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης που είναι ο εκμισθωτής και τον μισθωτή που χρησιμοποιεί το πάγιο στοιχείο. Μπορεί η σχέση να είναι και διμερής, όταν υπεισέρχεται μόνον ο εκμισθωτής – κατασκευαστής του παγίου στοιχείου και ο μισθωτής. (Καραγιάννη Σ., Xheni V, 2014).

Χαρακτηριστικά της άμεσης μίσθωσης είναι η τυποποίηση του μισθίου, η σύντομη χρονική διάρκεια της μίσθωσης (συνήθως 12 μήνες) με δυνατότητα ανανέωσης της μίσθωσης, η καταγγελία της ισχύος σύμβασης από τον μισθωτή καθώς και η ανάληψη του κινδύνου της οικονομικής απαξίωσης του μισθίου από την εταιρεία εκμίσθωσης.

Πρόκειται για τεχνική μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων, που χρησιμοποιείται με σκοπό την προώθηση των πωλήσεων τους, ενώ τη ρύθμιση του χρηματοδοτικού σκέλους την αναλαμβάνει εξειδικευμένη θυγατρική εταιρεία τους. Στην περίπτωση αυτή, ο κατασκευαστής αναλαμβάνει συνήθως και την παροχή πρόσθετων υπηρεσιών όπως λ.χ. τη συντήρηση, την εκπαίδευση του προσωπικού κ.α.¹⁰

Κύριο προσδιοριστικό στοιχείο για τον χαρακτηρισμό μιας μίσθωσης ως άμεσης, είναι η υπερίσχυση της «εμπορικής» επί της «χρηματοδοτικής» πλευράς. Για αυτόν το λόγο, η άμεση μίσθωση χρησιμοποιείται από μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες ανά τον κόσμο όπως η IBM εταιρεία κατασκευής ηλεκτρονικών υπολογιστών, η Deere εταιρεία γεωργικού και κατασκευαστικού εξοπλισμού κ.α.

Οι επαγγελματίες και οι επιχειρήσεις μέσω της άμεσης μίσθωσης μπορούν να αποκτήσουν:

➤ Επαγγελματική στέγη

Καταστήματα, Βιομηχανικά και βιοτεχνικά κτίρια, γραφεία και εκθεσιακά κέντρα, αποθήκες και γενικώς ποικιλία διαφόρων ακινήτων για επαγγελματική χρήση.

Η επαγγελματική στέγη μπορεί να αποτελείται από αυτοτελή ακίνητα, αλλά και από οριζόντιες ή κάθετες ιδιοκτησίες. Έτσι, οι επιχειρήσεις και οι ελεύθεροι επαγγελματίες αποκτούν τα μέσα για την άσκηση της δραστηριότητάς τους και

¹⁰ Καραθάναση Γ., (2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές, Εκδόσεις Μπέλου.

συγχρόνως εκμεταλλεύονται όλα τα φορολογικά και λοιπά πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης, χωρίς να δεσμεύουν πλέον σημαντικά ίδια κεφάλαια.

➤ **Κινητό Εξοπλισμό**

Μηχανήματα πάσης φύσεως καινούρια ή μεταχειρισμένα από την Ελλάδα ή το εξωτερικό, επιβατικά οχήματα και επαγγελματικά οχήματα όπως φορτηγά, ηλεκτρονικό εξοπλισμό, έπιπλα, εξοπλισμό ιατρείων, εστιατορίων και ξενοδοχείων, αγροτικά μηχανήματα κτλ.

• **Χρηματοδοτική Μίσθωση – Πώληση (Vendor Leasing)**

Αποτελεί μέθοδο προώθησης των πωλήσεων και ενδιαφέρει κυρίως εμπόρους ,κατασκευαστές ή προμηθευτές και αντιπροσώπους εξοπλισμού και προϋποθέτει τη συνεργασία μεταξύ εμπόρων - προμηθευτών και εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης. Κατά την διάρκεια μίας πώλησης από τον προμηθευτή στον πελάτη προσφέρει την χρηματοδοτική μίσθωση ως επιλογή στον πελάτη του, καθώς ο προμηθευτής παράλληλα έχει και τον ρόλο του συνεργάτη με την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Αποτέλεσμα του Vendor Leasing είναι η πλήρης ή μερική υποκατάσταση της εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης από τον προμηθευτή εφόσον γίνεται η υπογραφή συμβάσεων και η είσπραξη μισθωμάτων. Συγκεκριμένα, ο προμηθευτής εισπράττει από την εταιρεία εκμίσθωσης ολόκληρο το ποσό από την οποιαδήποτε πώληση του παγίου στον πελάτη και η εταιρεία εκμίσθωσης αναλαμβάνει την διαδικασία της είσπραξης των μισθωμάτων από τον πελάτη.

Ωστόσο, η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί να προσφέρει στον προμηθευτή υπηρεσίες προώθησης και διαφήμισης με σκοπό την προσέλκυση των ενδιαφερόμενων πελατών για αγορά παγίων από τον συγκεκριμένο προμηθευτή.

Ο εξοπλισμός που μπορεί να χρησιμοποιηθεί κατά την διαδικασία του Vendor Leasing είναι αγαθά εκτεταμένης (κοινής) χρήσης και χαμηλής αξίας όπως: φορτηγά, αυτοκίνητα, ιατρικά μηχανήματα και υπολογιστές.

Τα οφέλη όλη αυτής της διαδικασίας για τους συμμετέχοντες είναι τα εξής:

- Ο προμηθευτής, αποκτά άμεση ρευστότητα λόγω της είσπραξης ολόκληρου ή μέρους της αξίας του πωληθέντος εξοπλισμού από την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης,
- Ο πελάτης, έχει πρόσβαση σε καλύτερη τιμολόγηση λόγω της συμφωνίας του προμηθευτή με την εταιρεία,
- Η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, επιμερίζει τον κίνδυνο μεταξύ του προμηθευτή και του πελάτη της.

Εν τέλει, η συνεργασία της εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης και του προμηθευτή εξοπλισμού, συμβάλλει στην αμοιβαία αύξηση των πωλήσεων τους.

- **Πώληση και επαναμίσθωσης παγίων στοιχείων (Sale & Lease-back)**

Κατά την διαδικασία της πώλησης και επαναμίσθωσης, η επιχείρηση πουλά ένα πάγιο στοιχείο της (συνήθως κτίριο), του οποίου είχε την κυριότητα, σε μία εταιρεία εκμίσθωσης που το εκμισθώνει πίσω στην επιχείρηση. Δηλαδή, η επιχείρηση πουλάει το πάγιο της στην εταιρεία εκμίσθωσης, αλλά διατηρεί τη χρήση του κτιρίου έναντι συμφωνηθέντων μισθωμάτων.

Ουσιαστικά πρόκειται για ένα εργαλείο αναχρηματοδότησης των παγίων που έχει στην κατοχή της η επιχείρηση. Το sale & Lease Back χρησιμοποιείται ιδιαίτερα για την απόκτηση άμεσης ρευστότητας (σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης), για φορολογικά οφέλη, καθώς και για επαύξηση του υφιστάμενου κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης που θεωρείται αναγκαίο για τη διερεύνηση της οικονομικής της δραστηριότητας. Επιπλέον, η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να βελτιώσει την εικόνα του ισολογισμού της μέσω της εξόφλησης βραχυπρόθεσμων δανεισμών που ίσως να είχε προβεί για την απόκτηση παγίων στοιχείων αλλά και να αυξήσει την Λογιστική Αξία της μετοχής της εταιρείας, λόγω της αύξησης των Ιδίων Κεφαλαίων που έχει προκύψει από την πώληση του παγίου.

Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται συνήθως στον τομέα των εμπορικών και βιομηχανικών ακινήτων αλλά δεν επιτρέπεται στους ελεύθερους επαγγελματίες

να πουλήσουν στην εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης τα επαγγελματικά τους ακίνητα και μετά να τα επαναμισθώσουν, αλλά μόνο τον εξοπλισμό τους.

- **Διασυνοριακή Χρηματοδοτική Μίσθωση (Cross Border Leasing)**

Σε αυτή τη μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης, ένας από τους δύο συμβαλλόμενους (μισθωτής, εκμισθωτής) έχουν την έδρα των επιχειρήσεων τους σε κάποια χώρα του εξωτερικού.

Στην περίπτωση που ο πωλητής του εξοπλισμού εδρεύει στο εξωτερικό και ο εκμισθωτής και μισθωτής στο εσωτερικό, τότε υπάρχει εισαγωγική χρηματοδοτική μίσθωση (import leasing), δηλαδή, ο προς μίσθωση εξοπλισμός αγοράζεται από μία εταιρεία εκμίσθωσης του εξωτερικού και μισθώνεται σε ελληνική εταιρεία εκμίσθωσης, η οποία στη συνέχεια μισθώνει τον εξοπλισμό στον μισθωτή που εδρεύει στην Ελλάδα. Εν αντιθέσει, όταν ο μισθωτής εδρεύει στο εσωτερικό και οι άλλοι δύο στο εξωτερικό (εκμισθωτής, πωλητής) τότε υπάρχει εξαγωγική χρηματοδοτική μίσθωση (export leasing).

Η Διασυνοριακή χρηματοδοτική μίσθωση, συνδέεται σε σύγκριση με την εγχώρια χρηματοδοτική μίσθωση με πρόσθετους κινδύνους για τον εκμισθωτή. Πρώτον, το συναλλαγματικό κίνδυνο που οφείλεται στη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και ειδικότερα του νομίσματος, στο οποίο εκφράζονται τα μισθώματα, έναντι του εθνικού νομίσματος της χώρας του εκμισθωτή. Δεύτερον, τον κίνδυνο χώρας (country risk), ο οποίος περιλαμβάνει τόσο τον οικονομικό κίνδυνο όσο και τον πολιτικό κίνδυνο. Ο οικονομικός κίνδυνος, αναφέρεται στο ενδεχόμενο αδυναμίας της χώρας του μισθωτή να ανταποκριθεί στις οικονομικές υποχρεώσεις στο εξωτερικό. Ο πολιτικός κίνδυνος, αναφέρεται στην ενδεχόμενη απροθυμία του νέου καθεστώτος της χώρας του μισθωτή να αναγνωρίσει τις συμβατικές δεσμεύσεις του προηγούμενου καθεστώτος. Τρίτον, τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο λόγω των σοβαρών πρόσθετων δυσχερειών στην εκτίμηση της φερεγγυότητας του εκμισθωτή ή μισθωτή που οφείλονται κυρίως στο διαφορετικό νομικό περιβάλλον. Η διερεύνηση και αξιολόγηση των διαφορών

αυτών απαιτούν γνώσεις που δεν μπορεί να διαθέτουν τα αρμόδια στελέχη μιας εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης που εδρεύει σε μια άλλη χώρα.¹¹

Παρόλα αυτά, με την διασυνοριακή χρηματοδοτική μίσθωση, επιτυγχάνεται υπέρ των συμβαλλομένων αξιοποίηση των διαφορών στα καθεστώτα φορολογικής μεταχείρισης των επενδυτικών αγαθών των διαφόρων χωρών.

- **Συμμετοχική ή Εξισορροπητική Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leveraged Leasing)**

Η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση είναι μια τεχνική η οποία αφορά μίσθωση παγίων στοιχείων μεγάλης οικονομικής αξίας όπως αεροπλάνα, πλοία, τρένα κ.α. Αυτό το είδος μίσθωσης προϋποθέτει την συμμετοχή τεσσάρων μερών: του προμηθευτή του παγίου στοιχείου, την εταιρεία εκμίσθωσης, τον μακροπρόθεσμο δανειστή (συνήθως τραπεζικό ίδρυμα) και τον μισθωτή.

Η διαδικασία του Leveraged Leasing έχει ως εξής: Η εταιρεία εκμίσθωσης αγοράζει το πάγιο στοιχείο καταβάλλοντας ένα μέρος της αξίας του (συνήθως 20-40%). Το υπόλοιπο ποσό καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό από τους δανειστές χωρίς όμως να έχουν το δικαίωμα να στραφούν κατά της εταιρείας εκμίσθωσης καθώς συμφωνούν στην αποκλειστική ικανοποίηση τους από τα μισθώματα που καταβάλλονται από τον μισθωτή. Σε περίπτωση που ο μισθωτής επικαλείται οικονομική αδυναμία, οι δανειστές έχουν το δικαίωμα της εκποίησης του παγίου στοιχείου, το οποίο έχει υποθηκευτεί από την εταιρεία εκμίσθωσης ως πρόσθετη εγγύηση τους.

- **Εξατομικευμένη Χρηματοδοτική Μίσθωση (Tailor – made leasing)**

Αυτή η μορφή εκμίσθωσης, αφορά επιχειρήσεις που έχουν ιδιαίτερα χαρακτηριστικά στην χρηματοδοτική τους δομή, στη φορολογία αλλά και στην ανταγωνιστική τους δομή. Το Tailor – made leasing μπορεί να σχεδιαστεί κατά τρόπο που μπορεί να λύσει διαρθρωτικά προβλήματα ισολογισμών και

¹¹ Μητσιόπουλος Ι,(1992), Χρηματοδοτική μίσθωση, εκδόσεις Σμπίλιας

Ταμειακών Ροών, και να προσφέρει δομικές χρηματοοικονομικές ευκαιρίες για εκμετάλλευση. Επιπλέον, μπορεί να αποτελέσει το εργαλείο της πρόληψης της τεχνολογικής απαξίωσης των εξοπλισμών, συνδυάζοντας τη χρηματοδότηση με υπηρεσίες ανανέωσης τους, μέσω συνεργειών της εταιρείας εκμίσθωσης με προμηθευτές.

- **Χρηματοδοτική Μίσθωση κατά παραγγελία (Custom Lease)**

Οι όροι της μίσθωσης προσαρμόζονται στις ειδικές ανάγκες του μισθωτή. Παραδείγματος χάριν, τα μισθώματα καθορίζονται με βάση την οικονομική δυνατότητα του μισθωτή αλλά και τις εποχικές του ανάγκες με αποτέλεσμα τα μισθώματα να είναι είτε φθίνοντα είτε αύξοντα.

- **Ειδική Μορφή Χρηματοδοτικής Μίσθωσης¹² (Master Lease Line)**

Μεταξύ της εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης και του πελάτη, μπορεί να υπογραφεί μια σύμβαση- πλαίσιο, η οποία να εφαρμόζεται κατά τη σταδιακή απόκτηση περισσότερων προγραμμάτων. Δηλαδή, δίνει τη δυνατότητα στο μισθωτή να μισθώνει σταδιακά τον εξοπλισμό που του είναι απαραίτητος με βάση τους όρους της ίδιας σύμβασης χωρίς να είναι υποχρεωμένος να διαπραγματεύεται νέο συμβόλαιο για κάθε στάδιο ή είδος εξοπλισμού.

- **Χρηματοδοτική Μίσθωση Κοινοπραξίας (Joint Venture Lease)**

Πρόκειται για μία συνεργασία μεταξύ δύο ή περισσότερων εταιρειών εκμίσθωσης που κοινοπρακτούν προκειμένου να διεκπεραιώσουν την χρηματοδότηση μίας σύμβασης με μεγάλη αξία (συνήθως ακινήτου).

- **Χρηματοδοτική Μίσθωση με παροχή υπηρεσιών (Service Leasing)**

Σε αυτή τη μορφή, ο κατασκευαστής αναλαμβάνει συνήθως και την παροχή πρόσθετων υπηρεσιών που μπορεί να είναι, η συντήρηση του

¹² Καραγιάννη Σ, Veizi X, (2014), Το Leasing και η αντιμετώπιση του σύμφωνα με τα Ε.Λ.Π και Δ.Λ.Π

εξοπλισμού, η εκπαίδευση του προσωπικού κ.α. Αυτή η περίπτωση είναι σύνηθες να εντάσσεται στη σύμβαση άμεσης χρηματοδοτικής μίσθωσης (direct leasing), αλλά μπορεί να αποτελεί και αυτοτελή, ανεξάρτητη σύμβαση.

1.4 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

1.4.1 Πλεονεκτήματα για τον Μισθωτή

Με την Χρηματοδοτική Μίσθωση, ο μισθωτής έχει την δυνατότητα της επιλογής του τρόπου χρηματοδότησης του μεταξύ μιας σύγχρονης μορφής χρηματοδότησης που δεν απαιτεί ίδια κεφάλαια και του κλασσικού τραπεζικού δανεισμού.

Επιπροσθέτως, μπορεί να κάνει χρήση μηχανολογικού εξοπλισμού χωρίς να έχει την κυριότητα του μίας και ο απώτερος σκοπός του μισθωτή είναι αποκλειστικά η χρήση αυτού.

Τα πλεονεκτήματα για τον μισθωτή είναι ποικίλα και πολύπλευρα:

- **Πλήρη Χρηματοδότηση**

Ένα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που καθιστούν την χρηματοδοτική μίσθωση ελκυστική προς το κοινό είναι ότι παρέχετε η πλήρης χρηματοδότηση της επένδυσης του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού σε ποσοστό 100% και όχι σε 70% που συνηθίζετε μέσω του κλασσικού δανεισμού, καθώς δεν είναι απαραίτητο να υπάρχουν ίδια κεφάλαια προς συμμετοχή στην χρηματοδότηση.

- **Φορολογικά Οφέλη**

Οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης έχουν το βασικότερο πλεονέκτημα της φορολογικής ωφέλειας καθώς σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία η χρηματοδοτική μίσθωση θεωρείται λειτουργική δαπάνη της επιχείρησης και επομένως τα μισθώματα εκπίπτουν εξ ολοκλήρου από τα έσοδα του μισθωτή σε αντίθεση με την τοκοχρεολυτική δόση ενός μακροπρόθεσμου δανεισμού όπου μόνον ο τόκος εκπίπτει. Επομένως, η χρηματοδοτική μίσθωση είναι η μοναδική μορφή χρηματοδότησης, όπου η

εξόφληση κεφαλαίου εκπίπτει ολικά από τα ακαθάριστα έσοδα μιας επιχείρησης.

Επιπλέον, ο μισθωτής απαλλάσσεται από τον ΕΦΤΕ (Ενιαίο Φόρο Τραπεζικών Εργασιών), αλλά και ο ΦΠΑ καταβάλλεται τμηματικά κατά την πληρωμή των μισθωμάτων και όχι εφάπαξ κατά την σύναψη της σύμβασης.

Ωστόσο, φοροαπαλλαγές ισχύουν και για τον Αναπτυξιακό Νόμο (Ν. 3299/2004) που προβλέπει την επιδότηση μισθωμάτων ή τον σχηματισμό αφορολογήτων αποθεματικών για επενδύσεις σε κινητά μέσα χρηματοδοτικής μίσθωσης. Έτσι, η πραγματοποίηση επένδυσης σε καινούριο εξοπλισμό μέσω χρηματοδοτικής μίσθωσης από νέες ή υφιστάμενες επιχειρήσεις μπορεί να συνδυαστεί με τα οφέλη που προκύπτουν από την υπαγωγή της στον αναπτυξιακό νόμο, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που ορίζονται από αυτόν.

Τέλος, γίνεται απαλλαγή των συμβάσεων αγοράς των μισθίων καθώς και του τμήματος πώλησης αυτών, με εξαίρεση τα κάθε είδους μεταφορικά μέσα, από οποιουσδήποτε φόρους, τέλη, εισφορές, δικαιώματα του Δημοσίου είτε αυτά επιβάλλονται κατά την εισαγωγή στην Ελλάδα είτε μεταγενέστερα.

- **Προσαρμοστικότητα**

Η χρηματοδοτική μίσθωση έχει ένα σημαντικό πλεονέκτημα. Το ότι είναι προσαρμόσιμη. Επίσης, δεν απαιτεί από τον μισθωτή να προκαταβάλλει μέρος της αξίας του μισθίου. Ακόμη, δεν υπόκεινται σε περιορισμούς όπως συμβαίνει στην περίπτωση των δανείων. Ρυθμίζονται, το ύψος και η συχνότητα καταβολής των μισθωμάτων (παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για επιχειρήσεις με εποχική δραστηριότητα), οι όροι της σύμβασης αλλά και κάθε ανάγκη και απαίτηση του κάθε υποψήφιου μισθωτή. Η χρηματοδοτική μίσθωση θεωρείται εύκολη μορφή χρηματοδότησης (χωρίς εμπράγματα ασφάλειες και υποθήκες, αλλά και γίνεται με εύκολες διαδικασίες που δεν απαιτούν πολύ σπατάλη χρόνου). Τέλος, είναι διαθέσιμη όταν άλλες πηγές χρηματοδότησης είναι ανέφικτες. Μικρές επιχειρήσεις οι οποίες δεν μπορούν να πάρουν δάνειο καθώς δεν τους το επιτρέπει η καλή χρηματοοικονομική τους κατάσταση, η χρηματοδοτική μίσθωση θεωρείται είναι η καλύτερη λύση¹³.

¹³ Π. Κιόχος, Π. Παπανικολάου, (2002), Χρηματοοικονομική διοίκηση και πολιτική, Σύγχρονη Εκδοτική

- **Προστασία από τον πληθωρισμό**

Λαμβάνοντας υπόψη, ότι το ύψος των καταβαλλόμενων μισθωμάτων ορίζονται κατά την σύναψη της χρηματοδοτικής μίσθωσης, ο μισθωτής προστατεύεται από μεταγενέστερες πληθωριστικές πιέσεις.

- **Προστασία από απαξιώσεις**

Με την πάροδο του χρόνου, συνήθως στα πάγια στοιχεία (κτίρια, εδάφη) η αξία τους αυξάνεται. Στον αντίποδα, ο κεφαλαιουχικός εξοπλισμός τείνει να έχει φθίνουσα αξία κατά την πάροδο του χρόνου λόγω των ιλιγγιωδών τεχνολογικών ανακατατάξεων με αποτέλεσμα να υπάρχει η ανάγκη για ανανέωση του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού προτού αποσβεστεί πλήρως προκειμένου η επιχείρηση να αποφύγει τις τυχόν αρνητικές επιπτώσεις στην ανταγωνιστικότητα της λόγω του φαινομένου της «τεχνολογικής απαξίωσης»

Στην περίπτωση της τεχνολογικής απαξίωσης, υπάρχουν επιπλέον οικονομικές επιβαρύνσεις για την επιχείρηση όταν ο κεφαλαιουχικός της εξοπλισμός έχει αποκτηθεί με διάθεση ιδίων κεφαλαίων ή δανειακών κεφαλαίων μέσω τραπεζικού δανεισμού. Όμως, με την χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης, η παραπάνω επιβάρυνση περιορίζεται μερικώς ή ακόμα και ολικώς.

Συμπερασματικά, η μισθώτρια επιχείρηση έχει μεγαλύτερο όφελος όταν έχει στην κατοχή της πάγια στοιχεία με αύξουσα τάση της αξίας τους στον χρόνο και κάνει παράλληλα χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης για τον κεφαλαιουχικό της εξοπλισμό που τείνει να χάνει την αξία του.

- **Απλούστευση των διαδικασιών για σύναψη συμβάσεων.**

Η διαδικασία της σύναψης σύμβασης για χρηματοδοτική μίσθωση είναι απλούστερη, λιγότερο δαπανηρή και ταχύτερη σε σχέση με τις συμβάσεις μακροπρόθεσμου δανεισμού, καθώς δεν υπάρχει ανάγκη για υποθήκες, προσημειώσεις κλπ., ενώ προβλέπονται μειωμένα συμβολαιογραφικά δικαιώματα αλλά και η δυνατότητα της απαλλαγής από διάφορα τέλη και φόρους.

- **Καλύτερος Ταμειακός Προγραμματισμός**

Ο αριθμός και το ύψος των μισθωμάτων είναι γνωστά για το γεγονός ότι είναι καθορισμένα για όλη την διάρκεια της σύμβασης της χρηματοδοτικής μίσθωσης με αποτέλεσμα να υπάρχει ευελιξία στο χρονικό προσδιορισμό των

περιοδικών καταβολών των μισθωμάτων και η δυνατότητα της αποτελεσματικότερης λήψης αποφάσεων στην διαδικασία της κοστολόγησης των αγαθών και υπηρεσιών που παρέχει η επιχείρηση, συμβάλλοντας στον καλύτερο ταμειακό προγραμματισμό και χρηματοοικονομικό έλεγχο.

- **Μειωμένος επιχειρηματικός κίνδυνος**

Σε περίπτωση πτώχευσης, ο μισθωτής δεν επωμίζεται ολόκληρη την ευθύνη της επένδυσης καθώς αυτό εξαρτάται από τους όρους που έχει γίνει η σύμβαση διότι υπάρχει περίπτωση οι όροι μιας σύμβασης να αναφέρουν ότι δεν θα υπάρξουν επιπτώσεις για τον μισθωτή, σε περίπτωση που επικαλείται αδυναμία στην ανταπόκριση των οικονομικών του υποχρεώσεων. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης διασφαλίζονται από τον κίνδυνο πτώχευσης του μισθωτή καθώς διατηρούν την κυριότητα του μισθίου και απολαμβάνουν σημαντικά φορολογικά κίνητρα (αποσβέσεις, σύσταση αφορολόγητου αποθεματικού).

Οι πιθανότητες μη αποπληρωμής της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι συνήθως ελάχιστες σε σχέση με αυτές του δανεισμού.

- **Συντήρηση**

Με τη χρηματοδοτική μίσθωση, παρέχονται οι υπηρεσίες συντήρησης σε λογικό κόστος κάνοντας τον θεσμό ακόμα ελκυστικότερο, ιδιαίτερα όσον αφορά εξοπλισμούς υψηλής τεχνολογίας όπου απαιτούνται εξειδικευμένο προσωπικό για συντήρηση αλλά και πρόσβαση σε αποθέματα ανταλλακτικών εξαρτημάτων. Ωστόσο, αυτές οι παροχές συνηθίζουν να αντανakλούν σε υψηλότερα μισθώματα.

- **Βελτιώνει την Ρευστότητα**

Η χρηματοδοτική μίσθωση, παρέχει στον επενδυτή την δυνατότητα της χρήσης κεφαλαιουχικού εξοπλισμού διατηρώντας έτσι αμείωτη τη ρευστότητα της επιχείρησης του, καθότι δε θίγονται τα ρευστά διαθέσιμα καθώς και τυχόν περιθώρια από τα εγκεκριμένα πιστοληπτικά του όρια που μπορεί να χρησιμοποιήσει για την κάλυψη άλλων αναγκών του. Επίσης, γίνεται εμφανής η μείωση των καταχωρημένων υποχρεώσεων στον ισολογισμό του μισθωτή, σε σχέση με αυτό που θα είχε αν προσέφευγε σε τραπεζικό δανεισμό.

Επιπλέον, η επιχείρηση μπορεί να βελτιώσει την ρευστότητα της καταφεύγοντας στην μέθοδο της πώλησης και επαναμίσθωσης των παγίων

στοιχείων της (Sale & Lease Back) καθώς αυτό συνηθίζεται στον κλάδο των

<u>Ενεργητικό</u>		<u>Παθητικό</u>	
Πάγιο ενεργητικό	12.000	Ίδια Κεφάλαια	8.500
Κυκλοφορούν ενεργητικό	7.000	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	7000
Ταμειακά Διαθέσιμα	1.000	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4500
Σύνολο Ενεργητικού	20.000	Σύνολο Παθητικού	20.000

ακινήτων, ιδιαίτερα όταν υπάρχει το πρόβλημα της υπερπαγιοποίησης, δηλαδή ένα μέρος του πάγιου ενεργητικού να έχει χρηματοδοτηθεί με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια.

Παραδείγματος χάρι¹⁴, το 2007 η HSBC πούλησε το κτίριο του κεντρικού της γραφείου στο Λονδίνο για 1,09 δισεκατομμύρια στερλίνες ή περίπου 2 δις \$. Κατόπιν, η HSBC ξαναμίσθωσε το κτίριο, έναντι ετήσιου ενοικίου 43,5 εκατομμυρίων στερλινών. Έτσι, η νομική κυριότητα του κτιρίου μεταβιβάστηκε στον νέο ιδιοκτήτη, αλλά το δικαίωμα χρήσης του παρέμεινε στην HSBC. Ακολουθεί παράδειγμα συγκριτικής ανάλυσης και απεικόνισης Ισολογισμού μεταξύ χρηματοδοτικής μίσθωσης και μακροπρόθεσμου δανεισμού:

- Έστω ότι ο Ισολογισμός της εταιρείας Χ έχει ως εξής (ποσά σε χιλ. ευρώ):

Δείκτης Ταμειακής ρευστότητας: $\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχ.υποχρ.}} = \frac{1.000}{4.500} = 0,22 \text{ ή } 22\%$

Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης: $\frac{\text{Ίδια Κεφαλ.}}{\text{Ξένα Κεφαλ.}} = \frac{8.500}{11.500} = 0,739 \text{ ή } 73.9\%$

- Περίπτωση Μακροπρόθεσμου δανεισμού

Έστω, ότι ο επιχειρηματίας αγοράζει κεφαλαιουχικό εξοπλισμό αξίας 3.000 ευρώ με 70% τραπεζική χρηματοδότηση (70%*3.000=2.100) και 30% με δικά του Ίδια Κεφάλαια (30%*3.000=900). Ο ισολογισμός θα απεικονίζει τα εξής:

¹⁴Brealey R., Myers S., Allen F. ,(2013), Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Utopia

<u>Ενεργητικό</u>		<u>Παθητικό</u>	
Πάγιο ενεργητικό	12.000	Ίδια Κεφάλαια	8.400 (8.500-100)
Κυκλοφορούν ενεργητικό	7.000	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	7.000
Ταμειακά Διαθέσιμα	900 (1000-100)	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4.500
Σύνολο Ενεργητικού	19.100	Σύνολο Παθητικού	19.100

<u>Ενεργητικό</u>		<u>Παθητικό</u>	
Πάγιο ενεργητικό	15.000(12.000+3000)	Ίδια Κεφάλαια	8.500
Κυκλοφορούν ενεργητικό	7.000	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	9.100 (7000+2.100)
Ταμειακά Διαθέσιμα	100 (1000-900)	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4500
Σύνολο Ενεργητικού	22.100	Σύνολο Παθητικού	22.100

Δείκτης Ταμειακής ρευστότητας: $\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχ.υποχρ.}} = \frac{100}{4.500} = 0,02 \text{ ή } 2\%$

Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης: $\frac{\text{Ίδια Κεφαλ.}}{\text{Ξένα Κεφαλ.}} = \frac{8.500}{13.600} = 0,625 \text{ ή } 62.5\%$

Εάν η επιχείρηση επιλέξει την χρηματοδοτική μίσθωση έναντι του μακροπρόθεσμου δανεισμού για τον κεφαλαιουχικό εξοπλισμό αξίας 3.000 ευρώ με μηνιαίο μίσθωμα 100, τότε ο Ισολογισμός θα είναι ως εξής:

Δείκτης Ταμειακής ρευστότητας: $\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχ.υποχρ.}} = \frac{900}{4.500} = 0,2 \text{ ή } 20\%$

Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης: $\frac{\text{Ίδια Κεφαλ.}}{\text{Ξένα Κεφαλ.}} = \frac{8.400}{11.500} = 0,73 \text{ ή } 73\%$

Με βάση τα παραπάνω, παρατηρείται ότι οι δείκτες ταμειακής ρευστότητας και δανειακής ρευστότητας δεν επηρεάζονται τόσο στην περίπτωση της μίσθωσης σε αντίθεση με την περίπτωση του μακροπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού.

➤ **Αποδέσμευση από εμπράγματος εξασφαλίσεις**

Ο εκμισθωτής δεν απαιτεί συνήθως άλλες εμπράγματος εξασφαλίσεις επειδή έχει δικαίωμα συνήθως επι του μισθίου, το οποίο μάλιστα προστατεύεται ειδικά από το Ν.1665/1986, καθώς έχει τη δυνατότητα να αφαιρέσει, χωρίς δικαστική απόφαση το μίσθιο από την κατοχή του μισθωτή. (Αναγνωστοπούλου Α., 2007)

1.4.2 Πλεονεκτήματα για τον εκμισθωτή

Στην πραγματικότητα, οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης διέπονται ολοκληρωτικά από πλεονεκτήματα, και είναι τα εξής:

A) Μειωμένος κίνδυνος

Όπου εφαρμόζεται η χρηματοδοτική μίσθωση, στις περισσότερες χώρες του κόσμου, είναι πιο εύκολο και πιο συμφέρον, στον εκμισθωτή ως ιδιοκτήτη του εξοπλισμού να επανακτήσει τον μισθωμένο εξοπλισμό εφόσον έχει την κυριότητα του μισθίου άμεσα, συγκριτικά με τα γραμμάτια ή άλλους διακανονισμούς. Στην περίπτωση ενός δανείου, ο κάτοχος του εξοπλισμού είναι ο δανειολήπτης. Συνοπτικά συμπεραίνουμε ότι οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης αναλαμβάνουν χαμηλό ρίσκο¹⁵.

B) Διαπραγματευτική ικανότητα

Με την χρηματοδοτική μίσθωση ο προμηθευτής του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού έχει την ικανότητα της αύξησης του κύκλου εργασιών του για το γεγονός ότι οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορούν να διαπραγματευτούν ευνοϊκές τιμές αλλά και πιστωτικές διευκολύνσεις, που ως ένα σημείο τις μετακυλύουν στο μισθωτή.

Γ) Φορολογικά πλεονεκτήματα

Εκτός από τον μισθωτή που απολαμβάνει τις φορολογικές ωφέλειες, παρέχονται και μια σειρά φορολογικών πλεονεκτημάτων και στον εκμισθωτή.

¹⁵ Μάζης Π.,(1999), Η Χρηματοδοτική Μίσθωση, Εκδόσεις Σάκκουλας

Συγκεκριμένα, το κυριότερο από αυτά τα φορολογικά πλεονεκτήματα υπέρ του εκμισθωτή συνίσταται στο ότι, εκτός από τις συνήθεις εκπτώσεις για τις λειτουργικές δαπάνες, τόκους ξένων κεφαλαίων κλπ, έχει δικαίωμα να ενεργεί αποσβέσεις στα μίσθια ίσες με το σύνολο των αποσβέσεων που θα είχε δικαίωμα να ενεργήσει ο μισθωτής, αν είχε προβεί στην αγορά τους (άρθρο 6 παρ.5-8 Ν. 1665/86). Επίσης, σημαντική είναι η ρύθμιση σύμφωνα με την οποία για τον υπολογισμό των καθαρών κερδών των εταιρειών αυτού του νόμου επιτρέπεται να ενεργήσει, για την κάλυψη επισφαλών απαιτήσεων τους, έκπτωση 2% επί του ύψους των μισθωμάτων (ληξιπρόθεσμων ή όχι) από όλες τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, τα οποία δεν είχαν εισπραχθεί στις 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους. Η έκπτωση αυτή φέρεται σε ειδικό αποθεματικό πρόβλεψης.

Δ) Ταχύτατες και ευκολότερες συμφωνίες

Στην χρηματοδοτική μίσθωση, οι αποφάσεις για την σύναψη της σύμβασης από τους μισθωτές παίρνονται κατευθείαν χωρίς χρονοτριβές σε σύγκριση με άλλες μορφές χρηματοδότησης καθώς δεν υπάρχουν διάφορες αναβολές και καθυστερήσεις λόγω διαφόρων διαδικασιών αλλά και λόγω της γραφειοκρατίας. Επομένως, η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης απασχολεί μειωμένο αριθμό υπαλλήλων για διεκπεραιωτικά καθήκοντα που σημαίνει ότι επιτυγχάνει εξοικονόμηση κόστους.

Ε) Επιπρόσθετη χρηματοδοτική δραστηριότητα

Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι ένας θεσμός που λειτουργεί συμπληρωματικά για τον χρηματοδοτικό οργανισμό (τράπεζες), καθώς αυξάνονται οι παροχές τότε αυξάνονται και οι δυνατότητες και οι επιλογές για νέα επιχειρηματικά ξεκινήματα και επενδύσεις¹⁶.

¹⁶ Μάζης Π.(1999), Η Χρηματοδοτική Μίσθωση, Εκδόσεις Σάκκουλας

1.4.3 Πλεονεκτήματα για τις εθνικές οικονομίες

1. Ανανέωση και εκσυγχρονισμός μηχανικού εξοπλισμού.
2. Βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων
3. Βελτίωση, με την αξιοποίηση των φορολογικών πλεονεκτημάτων, της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων.
4. Διευκόλυνση δημιουργίας νέων επιχειρήσεων, που δεν μπορούν να προσφέρουν στις τράπεζες εμπράγματα εξασφαλίσεις.
5. Διοχέτευση χρηματοδοτικών πόρων σε παραγωγικούς σκοπούς (αγορά μισθίου) και όχι σε ξένους με την λειτουργία της επιχείρησης όπως συμβαίνει στον τραπεζικό δανεισμό.
6. Αποφυγή υπερτιμολογήσεων για εισαγόμενο εξοπλισμό λόγω της παρεμβολής της εκμισθώτριας που καταβάλλει το τίμημα πώλησης στον προμηθευτή εξωτερικού¹⁷.

Όλα τα παραπάνω δίνουν ώθηση στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης στην εθνική οικονομία μιας χώρας αλλά και στην αύξηση των εξαγωγών της μακροπρόθεσμα. Επιπλέον, ενισχύει μέσω διαφόρων κινήτρων, ώστε να δοθεί κατεύθυνση για την υποβοήθηση ορισμένων κρίσιμων τομέων ή ακόμα και της βιομηχανικής αποκέντρωσης και περιφερειακής ανάπτυξης.

1.4.4 Μειονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης για τον Μισθωτή **Υψηλό ονομαστικό κόστος**

Υψηλό Κόστος

Ένα από τα βασικότερα μειονεκτήματα του θεσμού της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι το υψηλό ονομαστικό κόστος σε σχέση με τις άλλες επιλογές χρηματοδότησης. Παρόλα αυτά, οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης υποστηρίζουν το γεγονός ότι αυτό το κόστος δεν είναι τόσο υψηλό καθώς δεν μπορεί να γίνει σύγκρισή μόνο με αυτόν τον παράγοντα δηλαδή το ονομαστικό κόστος, αλλά να γίνεται σύγκριση με το πραγματικό κόστος. Παρόλα αυτά θα πρέπει να παίρνονται υπόψη και να υπολογίζονται όλα τα

¹⁷ Πάτρα Δ, (2004), Ο θεσμός του Leasing στην Ελλάδα, Ιστορική αναδρομή και προοπτικές,

κόστη όπως το κόστος ασφάλειας, εγγυήσεων, χαρτοσήμου, υποθηκοφυλακείου, κεφαλαίου κλπ.

Έλεγχος

Καθώς η κυριότητα του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού κατέχεται από τις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης, ο μισθωτής είναι υποχρεωμένος να δέχεται ελέγχους από τις άνωθεν για να διαπιστώνεται η ορθή λειτουργία και κατάσταση του εξοπλισμού.

Μείωση της δανειοληπτικής ικανότητας

Η επιχείρηση που έχει συνάψει σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης κεφαλαιουχικού εξοπλισμού μειώνει την δανειοληπτική της ικανότητα στο να προβεί σε τραπεζικό δανεισμό καθότι ο κεφαλαιουχικός της εξοπλισμός (μηχανολογικός συνήθως) δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για εμπράγματα ασφάλεια από τις τράπεζες και τα Πιστωτικά Ιδρύματα.

Κύκλος ευθυνών

Ο μισθωτής, βαρύνεται από τυχαία παραστατικά και διάφορα γεγονότα ανωτέρας βίας με βάση τον Αστικό Κώδικα. Επιπλέον, άλλο ένα σημαντικό μειονέκτημα του θεσμού είναι ότι εάν ο μισθωτής προβεί σε καθυστέρηση αποπληρωμής των μισθωμάτων για μεγάλο χρονικό διάστημα προς την εταιρεία εκμίσθωσης, τότε η εταιρεία έχει το δικαίωμα να προβεί σε καταγγελία της σύμβασης και να πάρει το δικαίωμα χρήσης του μισθίου (δηλαδή αφαίρεση του εξοπλισμού) από τον μισθωτή αλλά και να απαιτήσει την πληρωμή όλων των υπόλοιπων μισθωμάτων που αναλογούν μέχρι την λήξη της χρηματοδοτικής σύμβασης.

Απώλεια αποσβέσεων

Δυστυχώς για τον μισθωτή, διαφεύγει η ωφέλεια από τη φοροαπαλλαγή των αποσβέσεων στην περίπτωση το ιδιόκτητου εξοπλισμού, ωφέλεια που εν μέρει συμψηφίζεται μέχρι ενός σημείου από την πλήρη φοροαπαλλαγή των μισθωμάτων.

1.5 Νομοθετικό και Φορολογικό πλαίσιο της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Στην Ελλάδα, η πλήρης νομοθετική κάλυψη του θεσμού της χρηματοδοτικής μίσθωσης έγινε με τον Νόμο 1665/1986 που ψηφίστηκε στην Βουλή των Ελλήνων το 1986. Ο συγκεκριμένος νόμος, καλύπτει το φάσμα όλων των ενεργειών που έχουν σχέση με το θεσμό και αφορά ακίνητα και κινητά πάγια στοιχεία. Επιπλέον, γίνεται αναλυτική αναφορά στα οικονομικά οφέλη (φορολογικά) του εκμισθωτή και του μισθωτή, στις αποσβέσεις κλπ.

1.5.1 Το Νομοθετικό πλαίσιο

Οι κυριότερες διατάξεις αυτού του νόμου είναι οι ακόλουθες:

1. Συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορούν να συνάπτουν ως εκμισθωτές μόνο ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό τη διενέργεια εργασιών χρηματοδοτικής μίσθωσης. Για τη σύσταση των εταιρειών αυτών, απαιτείται και ειδική άδεια της Τράπεζας της Ελλάδος, που δημοσιεύεται στο οικείο τεύχος της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.
2. Το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο των ανώνυμων εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης δεν μπορεί να είναι μικρότερο από το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για τη σύσταση ανώνυμων τραπεζικών εταιρειών (4 δις δρχ. ή 12 εκ. €). Αντίστοιχη υποχρέωση καταβολής κεφαλαίου ίσου προς το κατά προηγούμενο εδάφιο, ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο απαιτείται για τη χορήγηση άδειας εγκατάστασης και λειτουργίας στην Ελλάδα αλλοδαπών εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης.
3. Το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης αρκεί κατ' εξαίρεση να είναι ίσο τουλάχιστον προς το μισό του, όταν ανήκει κατ' απόλυτη πλειοψηφία σε μια ή περισσότερες ελληνικές τράπεζες ή τράπεζες νόμιμα εγκατεστημένες στην Ελλάδα. Επιπλέον, το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο θα πρέπει να είναι καταβεβλημένο σε μετρητά ή και σε είδος.
4. Οι μετοχές των ανωνύμων εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης πρέπει να είναι ονομαστικές.

5. Ελεγκτές των ανωνύμων εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης ορίζονται μέλη του Σώματος Ορκωτών Λογιστών (ΣΟΛ).
6. Η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί εποπτεία και έλεγχο στις εταιρείες χρηματοδοτικών μισθώσεων και μπορεί να ζητά από αυτές οποιαδήποτε σχετικά στοιχεία. Σε περιπτώσεις παράβασης των διατάξεων αυτού του νόμου, η Τράπεζα της Ελλάδος μπορεί να επιβάλλει όλα τα προβλεπόμενα για τις ανώνυμες τραπεζικές εταιρείες μέτρα.

Ο νόμος, όσο αφορά την διαδικασία της μίσθωσης:

1. Η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης καταρτίζεται εγγράφως.
2. Οι συμβάσεις, καταχωρούνται στο βιβλίο του άρθρου 5 του Ν.Δ. 1038/1949 (ΦΕΚ179) του πρωτοδικείου της κατοικίας ή της έδρας του μισθωτή και του Πρωτοδικείου Αθηνών. Από την καταχώρηση αυτή, τα δικαιώματα του μισθωτή από τη σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης αντιτάσσονται κατά παντός τρίτου και τρίτοι δεν μπορούν έως τη λήξη της χρηματοδοτικής μίσθωσης να ασκήσουν με οποιονδήποτε τρόπο κυριότητα ή άλλο εμπράγματο δικαίωμα πάνω στο πράγμα.
3. Αν ο μισθωτής πτωχεύσει λύεται η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης και η εταιρεία έχει το δικαίωμα χωρίς κανέναν περιορισμό, να αναλάβει το πράγμα.
4. Η διάρκεια της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι πάντοτε ορισμένη και δεν μπορεί να συμφωνηθεί μικρότερη από τα τρία έτη. Αν συμφωνηθεί μικρότερη, ισχύει για τρία έτη. Αν λυθεί η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης πριν από τη λήξη και συναφθεί νέα σύμβαση για το ίδιο πράγμα μεταξύ των ίδιων συμβαλλομένων ο χρόνος που πέρασε με τη λύση της αρχικής σύμβασης συνυπολογίζεται στον απαιτούμενο ελάχιστο χρόνο για τη νέα σύμβαση.
5. Σε περίπτωση αγοράς του μισθίου πριν από την πάροδο διετίας από την έναρξη της μίσθωσης, ο μισθωτής έχει υποχρέωση να καταβάλλει τα ποσά για φορολογικές και λοιπές επιβαρύνσεις υπέρ του Δημοσίου

ή τρίτων που θα όφειλε να τις καταβάλλει αν κατά το χρόνο σύναψης της χρηματοδοτικής σύμβασης είχε αγοράσει το μίσθιο.

6. Για τον καθορισμό του μισθώματος και του τιμήματος αγοράς του πράγματος από το μισθωτή επιτρέπεται η συνομολόγηση ρητρών επιτοκίου ή είδους ή αξίας συναλλάγματος, ή συνδυασμού των παραπάνω.
7. Ο μισθωτής οφείλει να διατηρεί ασφαλισμένο το πράγμα κατά του κινδύνου τυχαίας καταστροφής ή χειροτέρευσης του σε όλη τη διάρκεια της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης.

1.5.2 Το Φορολογικό πλαίσιο

Οι προβλέψεις του νόμου για την ορθή φορολογική προσέγγιση και τις φοροαπαλλαγές του θεσμού έχουν ως εξής:

1. Εκτός από το φόρο εισοδήματος και το Φόρο Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ), απαλλάσσονται από οποιουδήποτε φόρους, τέλη, εισφορές, δικαιώματα υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων, είτε αυτά επιβάλλονται κατά την εισαγωγή στην Ελλάδα είτε μεταγενέστερα.
2. Απαλλάσσονται τα δικαιώματα των συμβολαιογράφων ενώπιων των οποίων καταρτίζονται οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης και περιορίζονται στα κατώτατα όρια των δικαιωμάτων τους που ισχύουν για τις συμβάσεις δανείων ή πιστώσεων από τράπεζες επενδύσεων για παραγωγικές επενδύσεις.
3. Απαλλάσσονται τα μισθώματα που καταβάλλει ο μισθωτής στις εταιρείες αυτού του νόμου για την εκπλήρωση υποχρεώσεων του από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης θεωρούνται λειτουργικές δαπάνες του και εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδα του.
4. Η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης έχει δικαίωμα να ενεργεί αποσβέσεις στα μίσθια ίσες με το σύνολο των αποσβέσεων που θα είχε δικαίωμα να ενεργήσει ο μισθωτής και είχε προβεί στην αγορά τους.
5. Για τον υπολογισμό των καθαρών εσόδων των εταιρειών αυτού του νόμου, επιτρέπεται να ενεργείται για την κάλυψη επισφαλών απαιτήσεων του έκπτωση έως 2% του ύψους των μισθωμάτων (ληξιπρόθεσμων ή όχι) από όλες τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης τα οποία δεν είχαν εισπραχθεί στις 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους. Η έκπτωση αυτή φέρεται σε ειδικό αποθεματικό πρόβλεψης.
6. Οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης έχουν το δικαίωμα να ενεργούν αφορολόγητες εκπτώσεις σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 12, 13, και 14 του Ν. 1262/1982 (ΦΕΚ 70), εφόσον ο μισθωτής θα είχε αυτό το δικαίωμα αν είχε αγοράσει το πράγμα και είχε αποκτήσει κυριότητα.

7. Σε περιπτώσεις επενδύσεων που υπάγονται στο Ν. 1262/1982 η δαπάνη για την απόκτηση των κινητών πραγμάτων συνυπολογίζεται στο συνολικό κόστος της παραγωγικής επένδυσης για να καθοριστεί το ύψος της επιχορήγησης. Η επιχορήγηση από το Δημόσιο επενδύσεων των οποίων η δαπάνη καλύπτεται μερικά με χρηματοδοτική μίσθωση, εκταμιεύεται, εφόσον έχει εγκατασταθεί μισθωμένος εξοπλισμός αξίας ίσης προς το ποσό που θα πρέπει να έχει δαπανηθεί αν ο εξοπλισμός είχε χρηματοδοτηθεί με τραπεζικό δάνειο.

1.6 Οι σχέσεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων

1.6.1 Η σχέση μεταξύ Εκμισθωτή και Μισθωτή

Το θέμα περί της νομικής φύσης της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης αποτελεί σήμερα ένα διεθνώς αμφιλεγόμενο θέμα των θεωρητικών συζητήσεων με αποτέλεσμα να έχουν διατυπωθεί ποικίλες απόψεις σχετικά με το ζήτημα αυτό.

Οι κυριότερες απόψεις υποστηρίζουν ότι πρόκειται για απλή σύμβαση μίσθωσης πράγματος στην οποία οι σχετικές διατάξεις εφαρμόζονται μόνο για σύμβαση πώλησης, για πώληση δικαιώματος, για μια μεικτή σύμβαση με στοιχεία εντολής και συναινετικού δανείου. Άλλη, άποψη αντιμετωπίζει τη σύμβαση επίσης ως μεικτή με στοιχεία πώλησης δικαιώματος και συναινετικού δανείου ως σύμβαση πίστωσης όπου και πάλι έντονα αμφισβητούνται τα επιμέρους στοιχεία αυτής της σύμβασης¹⁸.

Η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης που καταρτίζεται μεταξύ εκμισθωτή και μισθωτή δεν είναι απλή σύμβαση μίσθωσης πράγματος όπως το όνομα της αφήνει να νομισθεί, αλλά σύνθετη ή μεικτή σύμβαση, η οποία έχει στοιχεία από¹⁹:

¹⁸ Μπουρνέλης Γ. (2013), Η σύμβαση Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing) στο Ελληνικό Δίκαιο. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα

¹⁹ Γεωργιάδης Απ. (2004). Ενοχικό Δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα

1. Σύμβαση μίσθωσης

Η χρηματοδοτική μίσθωση διαφέρει από τη συνήθη μίσθωση ως προς την ευθύνη για το πράγμα και ως προς την κατανομή των κινδύνων μεταξύ των συμβαλλομένων τόσο έντονα, ώστε γεννώνται αμφιβολίες για το αν μπορεί εδώ να γίνεται καν λόγος για μίσθωση πράγματος.

Στη συνήθη μίσθωση, ο εκμισθωτής υποχρεούται κατά την διάρκεια της σύμβασης να διατηρεί το μίσθιο κατάλληλο για τη συμφωνηθείσα χρήση, ευθύνεται για τα πραγματικά ελαττώματα κλπ. του μισθίου και φέρει τον κίνδυνο της τυχαίας καταστροφής ή χειροτέρευσης του.

Εντελώς διαφορετική είναι συνήθως η κατάσταση στη χρηματοδοτική μίσθωση. Ο εκμισθωτής, εκχωρεί μεν στον μισθωτή όλες τις αξιώσεις του κατά του προμηθευτή από τη σύμβαση πώλησης, αποκλείει όμως οποιαδήποτε δική του ευθύνη. Τυχόν ελαττώματα του πράγματος δεν παρέχουν στον μισθωτή δικαίωμα μείωσης ή μη καταβολής του μισθώματος.

Ο μισθωτής και όχι ο εκμισθωτής, υποχρεούται να διατηρεί το πράγμα κατάλληλο για τη συμφωνηθείσα χρήση και να φέρει όλες τις δαπάνες του πράγματος καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης. Αυτός φέρει επίσης, τον κίνδυνο της τυχαίας καταστροφής, απώλειας, κλοπής ή βλάβης του πράγματος. Σύμφωνα με τη σύμβαση, τέτοια γεγονότα δεν απαλλάσσουν τον μισθωτή από την υποχρέωση καταβολής του μισθώματος. Αυτός υποχρεούται, σε περίπτωση βλάβης του πράγματος, να το επιδιορθώσει με δικά του έξοδα και σε περίπτωση τυχαίας καταστροφής ή απώλειας, να το αντικαταστήσει με άλλο ίσης αξίας.

Εναλλακτικά, έχει τη δυνατότητα να πληρώσει τις υπόλοιπες δόσεις του μισθώματος, οπότε απαλλάσσεται.

Έτσι, στη σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης, η ευθύνη του μισθωτή ως προς το πράγμα και η κατανομή των κινδύνων σε βάρος του, ρυθμίζονται κατά τρόπο που να προσδιορίζει στη πώληση και όχι στη μίσθωση πράγματος. Οι κίνδυνοι, τους οποίους συνήθως φέρει ο ιδιοκτήτης του πράγματος, μετατοπίζονται με τη χρηματοδοτική μίσθωση στον μισθωτή. Ο εκμισθωτής φέρει απλώς τον κίνδυνο της χρηματοδότησης, δηλαδή τον κίνδυνο τυχόν αδυναμίας του μισθωτή να πληρώσει το μίσθωμα.

Η βασική υποχρέωση που αναλαμβάνει με τη σύμβαση αυτή ο εκμισθωτής δεν είναι η παραχώρηση της χρήσης ενός πράγματος αλλά η

ικανοποίηση ορισμένης επενδυτικής ανάγκης του μισθωτή σε αγαθά κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να μπορεί αυτός να καλύπτει τα έξοδα της επένδυσης από τα έσοδα της λειτουργίας του αγαθού.

2. Σύμβαση εντολής

Ένα από τα πλεονεκτήματα και γι αυτό μία από τις αιτίες επιτυχίας του θεσμού, είναι η επιλογή του αγαθού που θα αποτελέσει αντικείμενο της μίσθωσης, γίνεται από τον μελλοντικό μισθωτή.

Στην εκμισθώτρια εταιρεία, η οποία ενδιαφέρεται κυρίως για την οικονομική πλευρά της επένδυσης και όχι τόσο για το συγκεκριμένο αντικείμενο, αρκεί ότι το αγαθό του οποίου θα αποκτήσει την κυριότητα έχει ορισμένη εμπορική αξία. Γι αυτό, αναθέτει στον μελλοντικό μισθωτή να επιλέξει το αντικείμενο και τον προμηθευτή και να διαπραγματευτεί τους όρους της σύμβασης πώλησεως που αυτή θα καταρτίσει με τον τελευταίο. Η ανάθεση αυτή και η αποδοχή της από τον ενδιαφερόμενο αποτελούν σύμβαση εντολής.

3. Εκχώρηση απαιτήσεως

Στη σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης, περιλαμβάνεται συνήθως και εκχώρηση από την εκμισθώτρια εταιρεία προς τον μισθωτή των δικαιωμάτων που αυτή έχει κατά του προμηθευτή από τη σύμβαση της πώλησης.

Πρόκειται για εκχώρηση συγκεκριμένων δικαιωμάτων και όχι μεταβίβαση ολόκληρου του συμβατικού δεσμού.

Από αυτό προκύπτει ότι οφειλέτης του τιμήματος (αν δεν προκαταβλήθηκε) εξακολουθεί και μετά την εκχώρηση να είναι ο εκμισθωτής και ότι ο -προμηθευτής μπορεί να αντιτάξει στον μισθωτή ενστάσεις που έχει κατά του εκμισθωτή, εκτός αν στη σύμβαση πώλησεως συμφωνήθηκε το αντίθετο (ΑΚ 463 παρ.1). Εάν η σύμβαση δεν προβλέπει ρητά τη μεταβίβαση των δικαιωμάτων, αυτό δεν σημαίνει ότι η μεταβίβαση αποκλείσθηκε.

4. Σύμφωνο προαιρέσεως

Η συμφωνία μεταξύ εκμισθωτή και μισθωτή ότι ο τελευταίος θα έχει το δικαίωμα είτε να αγοράσει το πράγμα είτε να ανανεώσει τη μίσθωση για ορισμένο χρόνο, αποτελεί σύμφωνο προαιρέσεως, με το οποίο θεμελιώνεται

το σχετικό διαπλαστικό δικαίωμα του μισθωτή και καθορίζεται το περιεχόμενο της οριστικής σύμβασης (πώλησης ή μίσθωσης) που θα ολοκληρωθεί με τη μονομερή δήλωση του μισθωτή.

1.6.2 Η σχέση μεταξύ Εκμισθωτή και Προμηθευτή

Ο εκμισθωτής και ο προμηθευτής συνδέονται μεταξύ τους με τη σύμβαση πώλησης, την οποία ο πρώτος καταρτίζει είτε αυτοπροσώπως είτε μέσω του μισθωτή που ενεργεί ως άμεσος αντιπρόσωπος. Και όταν ακόμη ο εκμισθωτής σκοπεύει να καταρτίσει τη σύμβαση πώλησης αυτοπροσώπως, δεν αποκλείεται να έχει αναθέσει στον μισθωτή τη διεξαγωγή των διαπραγματεύσεων, οπότε, αν η σύμβαση τελικά δεν καταρτισθεί και γεννηθεί θέμα ευθύνης από τις διαπραγματεύσεις κατά τις ΑΚ 197-198, πρέπει να διακρίνουμε:

1) αν ζημιώθηκε ο εκμισθωτής, μπορεί να ζητήσει αποζημίωση από τον προμηθευτή υπό τις προϋποθέσεις των ΑΚ 197-198.

2) Αν υπέστη ζημιά ο προμηθευτής, ο εκμισθωτής ευθύνεται για το προσυμβατικό ππαίσμα του μισθωτή κατά τις ΑΚ 197-198 σε συνδυασμό με την ΑΚ 922.

Αδιάφορο είναι, αν παράλληλα ευθύνεται ή έχει αξίωση και ο ίδιος ο μισθωτής.

Το γεγονός ότι η πώληση στην προκειμένη περίπτωση καταρτίζεται στο πλαίσιο μιας χρηματοδοτικής μίσθωσης, φυσικό είναι να επηρεάζει και το περιεχόμενο της. Έτσι σ' αυτή τη σύμβαση πώλησης πρέπει, εκτός των άλλων, να συμφωνείται:

1) Ότι η παράδοση του πράγματος από τον προμηθευτή θα γίνει απευθείας στον μισθωτή χωρίς οποιαδήποτε μεσολάβηση ή παρέμβαση του εκμισθωτή.

2) Ότι τα δικαιώματα του εκμισθωτή κατά του προμηθευτή από τη σύμβαση πώλησης λόγω μη εκπλήρωσης, πλημμελούς εκπλήρωσης, υπερημερίας ως προς την παράδοση ή εγκατάσταση του πράγματος, ελαττωμάτων κλπ. εκχωρούνται στον μισθωτή²⁰.

²⁰ Γεωργιάδης Απ. (2004). Ενοχικό Δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα

Επιπλέον, για να προβεί η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης σε αγορά του εξοπλισμού από τον προμηθευτή, θα πρέπει να βρεθεί η χρυσή τομή στο ζήτημα της τιμής πώλησης του εξοπλισμού προκειμένου να συμφέρει και τους δύο συμβαλλόμενους (εκμισθωτή, προμηθευτή).

1.7 Η Λογιστική των Μισθώσεων σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, είναι ένα σύνολο λογιστικών αρχών και μεθόδων, βάσεων αποτίμησης, ορισμών, κανόνων και τύπων, που οριοθετούν ένα συγκεκριμένο πλαίσιο κατάρτισης και παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων και απευθύνονται κυρίως στους εξωτερικούς χρήστες αυτών.

Σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της Ε.Ε, όλες οι εταιρείες που είναι εισηγμένες σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια πρέπει να παρουσιάζουν τις οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π.

Στην Ελλάδα, σύμφωνα με τον νόμο 2992/2002, κατά την κατάρτιση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων θα εφαρμόζονται τα Δ.Λ.Π. για τις ανώνυμες εταιρείες (εφόσον είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών) υποχρεωτικά, ενώ για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που έχουν τη μορφή Α.Ε. (και εφόσον ελέγχονται από το Σώμα Ορκωτών Λογιστών) προαιρετικά.

Σκοπός του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 17 είναι η περιγραφή των κατάλληλων λογιστικών μεθόδων και των αναγκαίων γνωστοποιήσεων για τις χρηματοδοτικές και λειτουργικές μισθώσεις από άποψη μισθωτών και εκμισθωτών.

Ωστόσο, το πρότυπο αναθεωρήθηκε το 2003 από την I.A.S.B, και άρχισε να εφαρμόζεται στις οικονομικές καταστάσεις που ξεκινούν από την 1/1/2005, για τη λογιστική παρακολούθηση όλων των μισθώσεων με εξαίρεση τις ακόλουθες:

- Μισθωτικές συμφωνίες για εξερεύνηση ή χρήση μεταλλευμάτων, πετρελαίου, φυσικού αερίου και όμοιων μη αναγεννώμενων πόρων.

- Συμφωνίες για άδειες παραχώρησης κινηματογραφικών ταινιών, μαγνητοσκοπήσεις, θεατρικά έργα, χειρόγραφα, ευρεσιτεχνίες και εκδοτικά δικαιώματα²¹.

Το Δ.Λ.Π. 17 αντιμετωπίζει τις χρηματοδοτικές μισθώσεις ως δάνεια και στο λογιστικό χειρισμό περιλαμβάνονται τα εξής:

- Κάθε μίσθωμα που χρεώνεται στον πελάτη χωρίζεται σε κεφάλαιο και τόκο. Το κεφάλαιο μειώνει την απαίτηση κεφαλαίου από τον πελάτη και ο τόκος αυξάνει τα έσοδα της χρήσης.
- Με την εκκίνηση του δανείου, η αξία των αγορασμένων παγίων μετατρέπεται σε απαίτηση κεφαλαίου από τον πελάτη.

Στην περίπτωση της λειτουργικής μίσθωσης, ο εξοπλισμός γίνεται πάγιο της εταιρείας, πάνω στο οποίο διενεργούνται αποσβέσεις και επιπλέον αυξάνονται τα έσοδα της με όλο το ποσό του μισθώματος²².

²¹ Πρωτοψάλτης Ν., Βρουστούρης Π. (2002), Διεθνή λογιστικά Πρότυπα και διερμηνείες. Εκδόσεις Σταμούλης Αθ.

²² Καραγιάννη Σ., Veizi X. (2014), Το Leasing και η αντιμετώπιση του σύμφωνα με τα Ε.Λ.Π. και Δ.Λ.Π.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

2.1 Πληροφορίες για την Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Ε.Ε.Ε.Χ.Μ)

Η «Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης»(Ε.Ε.Ε.Χ.Μ), είναι νομικό πρόσωπο μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα το οποίο ιδρύθηκε το 1989. Δεν έχει χαρακτήρα εμπορικό και δεν αποσκοπεί στην άσκηση οικονομικής δραστηριότητας και στη δημιουργία κέρδους. Η Ε.Ε.Ε.Χ.Μ, είναι μέλος της «LEASEEUROPE», της Ένωσης που αντιπροσωπεύει τον Ευρωπαϊκό κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης και ενοικίασης αυτοκινήτων.

Η Ε.Ε.Ε.Χ.Μ, έχει ως σκοπό τη διάδοση, προαγωγή, επέκταση, και ανάπτυξη του θεσμού της χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ελλάδα, την εξέταση και επίλυση των προβλημάτων που ενδιαφέρουν τα μέλη της και την κοινή εκπροσώπηση των μελών της στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

Η «Ένωση» αποτελείται από τα παρακάτω διοικητικά όργανα για την λήψη αποφάσεων:

- Η Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) των μελών
- Η Διοικούσα Επιτροπή (Δ.Ε.)
- Ο Γενικός Γραμματέας

Μέλη της «Ένωσης» μπορούν να γίνουν όλες οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης οι οποίες λειτουργούν ή θα λειτουργήσουν στην Ελλάδα, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 1665/86 καθώς και οι Διευθύνσεις Χρηματοδοτικών Μισθώσεων Τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα.

Η ιδιότητα του μέλους αποκτάται με απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής (Δ.Ε.), η οποία λαμβάνεται μετά από σχετική αίτηση του ενδιαφερομένου. Ωστόσο, τα μέλη υποχρεούνται στην καταβολή τακτικών ετησίων και εκτάκτων εισφορών, το ύψος των οποίων καθορίζεται με απόφαση της Συνέλευσης των Μελών.

2.2 Μέτρηση της Αποδοτικότητας με Αριθμοδείκτες

2.2.1 Ορισμός και Έννοια των Αριθμοδεικτών

Η αξιολόγηση της κατάστασης και απόδοσης μιας επιχείρησης επιτυγχάνεται μέσω των αριθμοδεικτών. Αριθμοδείκτης, είναι ο μαθηματικός λόγος που εκφράζει μια σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων μεγεθών που έχουν κάποια λογική συσχέτιση μεταξύ τους, με σκοπό την επεξεργασία οικονομικών δεδομένων και πληροφοριών για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Με την χρήση των αριθμοδεικτών παρέχετε η δυνατότητα του προσδιορισμού του βαθμού της αποδοτικότητας και παραγωγικότητας της επιχείρησης αλλά και των διαφόρων τμημάτων της μεμονωμένα, ώστε να επιτυγχάνεται η ορθολογικότερη χρήση των διαθέσιμων πόρων, μέσων και συντελεστών της επιχείρησης καθώς και η λήψη αποφάσεων, εφόσον παρέχουν στους ενδιαφερόμενους επενδυτές όλες τις αναγκαίες πληροφορίες που απαιτούνται για να ερμηνεύσουν τα οικονομικά δεδομένα της επιχείρησης ώστε να προβούν σε σχετικές αποφάσεις που αφορούν τα επενδυμένα κεφάλαια τους.

Το σημαντικότερο κομμάτι που αφορά τους αριθμοδείκτες είναι η ερμηνεία τους, δηλαδή η ανάλυση τους, καθώς λόγω της ευκολίας τους στον υπολογισμό, ελλοχεύει ο κίνδυνος των λανθασμένων συμπερασμάτων από αυτούς, διότι η ανάλυση των αριθμοδεικτών δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται ως νούμερα αυτά καθ' αυτά, αλλά να εξετάζονται ως ένας συνδυασμός στοιχείων ώστε να προβάλουν μια ολοκληρωμένη εικόνα της κατάστασης της επιχείρησης, όσο και των προοπτικών της.

Παρόλο που η ανάλυση με αριθμοδείκτες δίνει εξαιρετικά χρήσιμα στοιχεία, δεν αποτελεί το μόνο εργαλείο ανάλυσης και λήψης αποφάσεων. Για παράδειγμα, είναι πιθανόν μια επιχείρηση να έχει μη ευνοϊκούς αριθμοδείκτες σε σύγκριση με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες του κλάδου στον οποίο ανήκει. Αυτό μπορεί να είναι μια οικονομική και λειτουργική αδυναμία της επιχείρησης που να έχει σοβαρές συνολικές επιπτώσεις στη λειτουργία της, μπορεί όμως να είναι και μια πρόσκαιρη αδυναμία της επιχείρησης ως αποτέλεσμα ενός μεμονωμένου γεγονότος ή κάποιας ιδιομορφίας της

επιχείρησης. Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι η ανάλυση των αριθμοδεικτών δεν είναι πανάκεια και δεν προσφέρει το σύνολο της απαιτούμενης πληροφόρησης για μια επιχείρηση²³.

2.2.2 Κατηγορίες Αριθμοδεικτών

Υπάρχουν ποικίλοι αριθμοδείκτες που μπορεί ένας αναλυτής να υπολογίσει. Ωστόσο, θεωρείται σκόπιμο οι αριθμοδείκτες να κατατάσσονται σε κατηγορίες, ανάλογα με το κύριο χαρακτηριστικό και τον τύπο της δραστηριότητας της επιχείρησης που επιδιώκουν να αναλύσουν. Παρόλα αυτά, η ταξινόμηση σε κατηγορίες δεν είναι πάντοτε η ίδια και υπάρχουν μικρές διαφοροποιήσεις μεταξύ των εκάστοτε συγγραφέων.

Οι κατηγορίες (ενδεικτικές) των αριθμοδεικτών είναι οι εξής²⁴:

- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (profitability ratios). Χρησιμοποιούνται για να μετρηθεί η αποδοτικότητα της επιχείρησης, η δυνατότητα της να βγάζει κέρδη και η ικανότητα της διοίκησης να επιτυγχάνει τους στόχους της ως προς την κερδοφορία σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.
- Αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios). Χρησιμοποιούνται για να καθορίσουν τη βραχυχρόνια θέση της επιχείρησης σε ότι αφορά στην ικανότητα της να ανταποκριθεί στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- Αριθμοδείκτες χρέους και διάρθρωσης κεφαλαίων (debt and financial structure ratios). Χρησιμοποιούνται για να εκτιμηθεί η μακροπρόθεσμη ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της και ο βαθμός προστασίας που έχουν μακροχρονίως οι πιστωτές της.
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (activity ratios). Χρησιμοποιούνται για να μετρήσουν τον βαθμό της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης δηλαδή την ικανότητα της να χρησιμοποιεί

²³ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν.(2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση.

²⁴ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν.(2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση.

αποτελεσματικά και να εκμεταλλεύεται τη δυνατότητα παραγωγής ωφελημάτων από τα ενεργητικά της στοιχεία.

- Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες (investment ratios). Χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές προκειμένου να αποφασίσουν αν θα αγοράσουν ή θα πουλήσουν τις μετοχές τους με βάση τα μέτρα απόδοσης και της δυναμικής της επιχείρησης.

2.2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ο απώτερος σκοπός και ο λόγος ύπαρξης της κάθε επιχείρησης είναι η επίτευξη κέρδους. Ωστόσο, το κέρδος ως απόλυτο μέγεθος δεν είναι αρκετό για να περιγράψει την δυναμική της επιχείρησης. Όμως, με τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας εξετάζουμε την αποδοτικότητα της επιχείρησης μεταξύ των κερδών και διάφορων άλλων μεγεθών όπως τα επενδυμένα κεφάλαια, ο όγκος πωλήσεων κτλ., και συνεπώς η μέτρηση της αποδοτικότητας παρουσιάζει την ικανότητα της εκάστοτε διοίκησης της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη.

Συχνά, η έννοια της αποδοτικότητας ταυτίζεται με την έννοια της αποτελεσματικότητας. Την καλύτερη βέβαια ένδειξη για την αποτελεσματικότητα της διοίκησης παρέχει η μακροχρόνια αποδοτικότητα της. Επομένως, συνιστάται η διαχρονική ανάλυση για την ύπαρξη μιας ορθής εικόνας στο ερώτημα του πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση κατά την διάρκεια ενός ή περισσότερων οικονομικών κύκλων αλλά και ποια είναι η απόδοση των κεφαλαίων των μετόχων της.

Οι αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας είναι οι εξής:

- Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωριακού Κέρδους (Gross Profit Margin)

Αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας καθώς παρουσιάζει το περιθώριο του μικτού κέρδους και υπολογίζεται από την διαίρεση μεταξύ των μικτών κερδών και των πωλήσεων της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα που προκύπτει είναι ένα ποσοστό, που εκφράζει το μικτό κέρδος της επιχείρησης και δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης.

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωριακού Κέρδους}^{25} = 100 \times \frac{\text{ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}} \quad (1)$$

Όσο, υψηλότερο είναι το αποτέλεσμα του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη τόσο καλύτερη θέση έχει η επιχείρηση από άποψη μικτής κερδοφορίας αλλά και διαχείρισης της διοίκησης στην πολιτική των πωλήσεων.

➤ Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωριακού Κέρδους (Net Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωριακού Κέρδους, δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους και υπολογίζεται με την διαίρεση μεταξύ των καθαρών κερδών της επιχείρησης και των πωλήσεων. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό του αριθμοδείκτη, τόσο καλύτερη είναι επιχείρηση στο γεγονός να ότι οι πωλήσεις που πραγματοποιεί είναι τοις μετρητοίς ή έχει την ικανότητα της γρήγορης μετατροπής των απαιτήσεων της σε μετρητά.

$$\text{Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωριακού Κέρδους}^{26} = 100 \times \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}} \quad (2)$$

➤ Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return On Assets – ROA)

Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού, αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους καθώς μετράει την απόδοση όλων των περιουσιακών στοιχείων που διαθέτει η επιχείρηση, δηλαδή την ικανότητα της διοίκησης να απασχολεί και να εκμεταλλεύεται κατάλληλα τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης με σκοπό το κέρδος. Επίσης, αν η αποδοτικότητα της επιχείρησης είναι υψηλή σε σχέση με την απόδοση άλλων επενδύσεων, τόσο πιο ελκυστική γίνεται στους ενδιαφερόμενους επενδυτές ώστε να αντλήσει πρόσθετα κεφάλαια από αυτούς.

$$\text{ROA}^{27} = 100 \times \frac{\text{ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}} \quad (3)$$

²⁵ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν.(2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, σελ.178

²⁶ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν.(2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, σελ. 180

²⁷ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν.(2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, σελ.185

Το μέγεθος του αριθμοδείκτη που είναι ουσιαστικά ένα ποσοστό, το οποίο όσο μεγαλύτερο είναι τόσο πιο αποτελεσματική είναι η διοίκηση της επιχείρησης στους χειρισμούς των περιουσιακών στοιχείων της. Ωστόσο, οι επενδυτές δεν συγκρίνουν την τιμή του ROA σε σχέση με άλλου είδους επιχειρήσεις, αλλά χρησιμοποιούν τον ROA για την διαχρονική ανάλυση της ίδιας της επιχείρησης κατά την διάρκεια της πορείας της.

➤ Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity – ROE)

Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)²⁸, μετρά το ποσοστό της απόδοσης για το ιδιοκτησιακό συμφέρον. Μετρά την αποδοτικότητα μιας εταιρείας στην παραγωγή των κερδών από κάθε μονάδα ιδίων Κεφαλαίων του μετόχου. Τέλος, ο ROE παρουσιάζει πόσο καλά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα επενδυτικά κεφάλαια για να πετύχει την αύξηση των αποδοχών της. (Χρυσοχοΐδου Π., 2015)

$$ROE^{29} = 100 \times \frac{\text{ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ}} \quad (4)$$

Το ποσοστιαίο αποτέλεσμα του παραπάνω αριθμοδείκτη είναι πολύ σημαντικό για τους επενδυτές καθώς μετράει την αποτελεσματικότητα με την οποία απασχολούνται τα κεφάλαια τους που έχουν επενδυθεί στην επιχείρηση, με απώτερο σκοπό τις υψηλές αποδόσεις της επένδυσης τους από την συγκεκριμένη επιχείρηση.

Αν το ποσοστό του αριθμοδείκτη είναι υψηλό, τότε η επιχείρηση ευημερεί γεγονός που ίσως να οφείλεται στους σωστούς χειρισμούς της διοίκησης ή λόγω ανθηρού οικονομικού περιβάλλοντος (εθνική οικονομία). Αντιθέτως, αν το ποσοστό του αριθμοδείκτη είναι χαμηλό, σημαίνει ότι υπάρχει πρόβλημα στην διοίκηση ή στην παραγωγικότητα της επιχείρησης ή υπάρχει δυσμενές οικονομικό κλίμα.

²⁸ Χρυσοχοΐδου Π., (2015), Η Αποδοτικότητα των Ευρωπαϊκών συστημικών τραπεζών με βάση την DuPont Analysis και τη μέθοδο CAMELS (2005-2012)

²⁹ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν. (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, σελ. 189

Οι αναλυτές και οι μέτοχοι μπορούν να συγκρίνουν και να αναλύσουν με τον ROE την διαχρονική πορεία της επιχείρησης αλλά και να πραγματοποιήσουν σύγκριση μεταξύ άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου αλλά και ανάμεσα σε επιχειρήσεις διαφορετικών κλάδων συνολικά στην αγορά.

2.2.4 Μέτρηση της Μόχλευσης με Αριθμοδείκτες

Ο αριθμοδείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (Financial leverage ratio) ή Πολλαπλασιαστής Μόχλευσης, δείχνει το μέγεθος του δανεισμού που χρησιμοποιείται από την επιχείρηση για να χρηματοδοτήσει την λειτουργία της σε σχέση με τα Ίδια Κεφάλαια. Όταν μια επιχείρηση έχει υψηλό δανεισμό σε σχέση με τα Ίδια Κεφάλαια θεωρείτε πως έχει υψηλή μόχλευση.

Όσο υψηλότερος είναι ο αριθμοδείκτης μόχλευσης τόσο περισσότερο εκτεθειμένη είναι η επιχείρηση στο δανεισμό. Στην περίπτωση που η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί Ξένα Κεφάλαια, ο αριθμοδείκτης μόχλευσης ισούται με μονάδα.

$$\text{Αριθμοδείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης}^{30} = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}} \quad (5)$$

³⁰ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν.(2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, σελ. 198

2.3 Μέθοδος DuPont Analysis

Η μέθοδος DuPont, δημιουργήθηκε από την εταιρεία DuPont το 1920 στις ΗΠΑ. Αυτή η μέθοδος παρέχει την δυνατότητα να εκτιμηθεί καλύτερα η πηγή των αποδόσεων των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης ή να εντοπιστεί από που προέρχεται κάποιο πρόβλημα, εφόσον εξετάζει την αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) και αναλύει τον αριθμοδείκτη σε τρία επιμέρους μέρη: Καθαρό Περιθωριακό κέρδος, κυκλοφορία του ενεργητικού και χρηματοοικονομική μόχλευση.

Η ανάλυση DuPont, είναι αρκετά σημαντική διότι καθορίζει τους παράγοντες που εξηγούν τη συμπεριφορά του ROE. Το καθαρό περιθωριακό κέρδος δείχνει την λειτουργική αποτελεσματικότητα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιείται το ενεργητικό της επιχείρησης καθώς και η χρηματοοικονομική μόχλευση που δείχνει τα επίπεδα δανεισμού που έχει η επιχείρηση.

Με την χρήση των τριών αυτών παραγόντων, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές μπορούν να επιμερίσουν μία επιχείρηση σε τομείς και να καθορίσουν με αποτελεσματικό τρόπο σε ποιους τομείς υπερτερεί ή υστερεί και στη συνέχεια να εξετάσει τους επιμέρους τομείς με μεγαλύτερη προσοχή για περισσότερα στοιχεία.

Η εξίσωση που προέκυψε για την DuPont Analysis, έχει ως εξής:

$$ROE^{31} = ROA \times \text{ΜΟΧΛΕΥΣΗ} \quad (6)$$

1.8

Πιο συγκεκριμένα

$$ROE = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}} \times \frac{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}} \times \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ}} \quad (7)$$

ή

³¹ Kyriazopoulos G., Chrissochoidou N., Papaioannou P., (2014), Profitability of Cooperative Banks with DuPont Analysis: Evidence of Greek Banking System

$ROE = \text{Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωριακού Κέρδους} \times \text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Ενεργητικού} \times \text{Αριθμοδείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης}$

Το αυξημένο ROE κατά την διάρκεια της ανάλυσης, μπορεί να οφείλεται στο αυξημένο Καθαρό Περιθωριακό Κέρδος που σημαίνει ότι οι πωλήσεις αποδίδουν περισσότερα κέρδη στην επιχείρηση και επομένως να υπάρχει αύξηση της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων, ή να οφείλεται στην αυξημένη κυκλοφορία του ενεργητικού της που σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει περισσότερες πωλήσεις ως προς το ενεργητικό της και εν συνεχεία να υπάρχει επίσης, η αύξηση της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων και όλα τα παραπάνω να συντελούν έναν καλό “οιωνό” για την πορεία την επιχείρησης. Αντιθέτως, αν η αύξηση του ROE οφείλεται στην αύξηση του πολλαπλασιαστή Μόχλευσης, τότε αυξάνεται και ο κίνδυνος της επένδυσης και η μετοχή της επιχείρησης να σημειώσει πτώση παρά την αύξηση του ROE ενώ τα χαμηλά επίπεδα του πολλαπλασιαστή Μόχλευσης υποδηλώνει την σωστή διαχείριση της επιχείρησης.

Ωστόσο, αν το επίπεδο του ROE παραμένει σταθερό (αμετάβλητο), μπορεί να σημαίνει ότι υπάρχει μείωση στο Καθαρό Περιθωριακό Κέρδος αλλά και στην ταχύτητα Κυκλοφορίας του Ενεργητικού και ο λόγος που παραμένει αμετάβλητο το ROE ύστερα από αυτές τις μειώσεις είναι λόγω της αύξησης του πολλαπλασιαστή Μόχλευσης το οποίο είναι κακό σημάδι για την επιχείρηση.

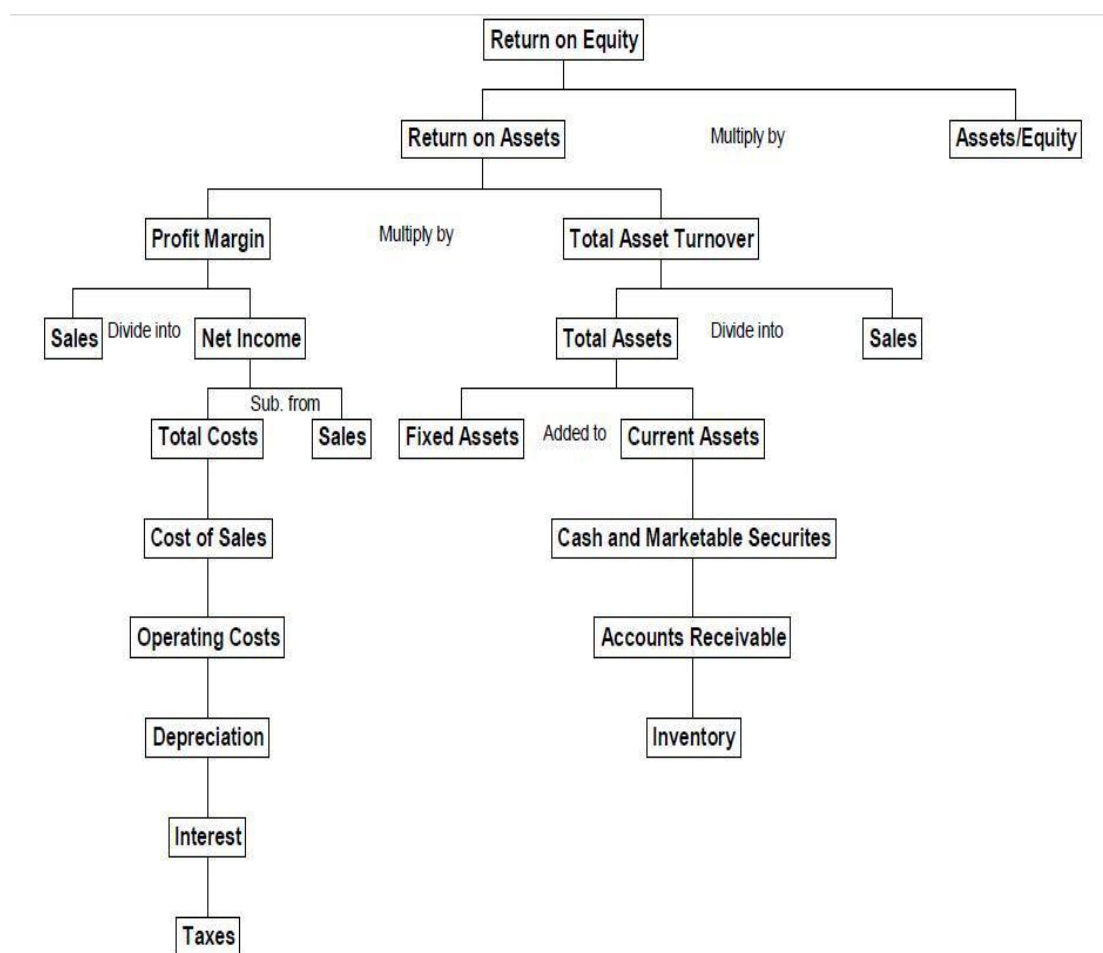
Εν τέλει³², γίνεται αντιληπτό πως το ROE μια επιχείρησης μπορεί να επηρεαστεί από αρκετούς παραμέτρους, μάλιστα η άνοδος του γενικά θεωρείται θετικό σημάδι και προσελκύει επενδύσεις, όπως την βελτίωση του ROA, την αύξηση του δανεισμού ή μέσω της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων, αυτό πρακτικά σημαίνει πως για να γνωρίζουμε την πηγή της μεταβολής του ROE χρειάζεται μια προσέγγιση όπως η DuPont Analysis, η οποία βοηθάει στις μη λανθασμένες υποθέσεις για τον λόγο της αύξησης του ROE αναλύοντας το σε μία πιο σύνθετη εξίσωση η οποία δείχνει τους λόγους της μεταβολής σε αριθμούς.

³² Κωσταντίνου Π, (2016), Αξιολόγηση Αποδοτικότητας Τραπεζών με τη χρήση των Αριθμοδεικτών (DuPont Analysis).

Η DuPont Analysis χρησιμοποιεί στοιχεία από τον Ισολογισμό και τα Αποτελέσματα Χρήσης της επιχείρησης και αναλύοντας περαιτέρω την βασική εξίσωση της, διακρίνουμε ποια στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων συντελούν στην διαμόρφωση του ROE.

Στο παρακάτω γράφημα απεικονίζεται η διευρυμένη μορφή της DuPont Analysis.

Γράφημα 2: Διευρυμένη μορφή της DuPont Analysis³³



Πηγή: Van Voorhis, K.R. "The DuPont Model Revisited: A Simplified Application to Small Business"

³³ Van Voorhis, K.R., (1981), The DuPont Model Revisited: A Simplified Application to Small Business, Journal of Small Business Management.

2.4 Η Αποδοτικότητα των Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με τη χρήση της DuPont Analysis

Στην παρούσα ενότητα, θα γίνει η εφαρμογή της DuPont Analysis στις Ελληνικές Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης για την χρονική περίοδο 2008-2015. Να σημειωθεί, πως δεν θα εξεταστεί παρακάτω η περίπτωση της εταιρείας «Attica Bank», καθώς δεν υπάρχουν οικονομικές καταστάσεις που να περιέχουν μόνο τις οικονομικές δραστηριότητες της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης που παρέχει η τράπεζα.

2.4.1 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «Alpha Leasing A.E»

Ακολουθεί η εφαρμογή της DuPont Analysis στην εταιρεία Alpha Leasing A.E, ώστε να παρατηρηθεί η διαμόρφωση και η σύγκριση του ROE της εταιρείας με τις υπόλοιπες του ίδιου κλάδου, για το χρονικό διάστημα 2008 - 2015.

Ο τύπος που θα εφαρμοστεί είναι ο εξής:

$$\begin{array}{ccc} \textbf{ROE} & = & \textbf{ROA} \times \textbf{ΜΟΧΛΕΥΣΗ} \\ \downarrow & & \downarrow \qquad \qquad \downarrow \\ 100 \times \frac{\text{ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ}} & 100 \times \frac{\text{ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}} & \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}} \end{array} \quad (8)$$

Για την περίοδο 2008 – 2015 το ROE που προκύπτει με βάση τους ισολογισμούς της εταιρείας είναι:

Πίνακας 1: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «Alpha Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$100 \times \frac{36.552}{286.083}$	12,77%
2009	$100 \times \frac{22.693}{270.990}$	8,37%
2010	$100 \times \frac{26.766}{274.177}$	9,76%
2011	$100 \times \frac{26.425}{274.276}$	9,63%
2012	$100 \times \frac{(6.811)}{267.810}$	-2,54%
2013	$100 \times \frac{(13.475)}{261.562}$	-5,15%
2014	$100 \times \frac{(20.246)}{246.386}$	-8,21%
2015	$100 \times \frac{(28.527)}{228.920}$	-12,46%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Για την περίοδο 2008-2015, το ROA που προκύπτει από τους ισολογισμούς της εταιρείας είναι:

Πίνακας 2: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) της «Alpha Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$100 \times \frac{36.552}{1.275.915}$	2,86%
2009	$100 \times \frac{22.693}{1.255.471}$	1,80%
2010	$100 \times \frac{26.766}{1.214.311}$	2,20%
2011	$100 \times \frac{26.425}{1.136.646}$	2,32%
2012	$100 \times \frac{(6.811)}{1.075.102}$	-0,63%
2013	$100 \times \frac{(13.475)}{1.012.458}$	1,33%
2014	$100 \times \frac{(20.246)}{981.821}$	-2,06%

2015	$100 \times \frac{(28.527)}{881.207}$	-3,23%
------	---------------------------------------	---------------

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Για την περίοδο 2008 – 2015, η Μόχλευση (E.M) που προκύπτει από τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 3: Υπολογισμός Μόχλευσης (E.M) της «Alpha Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$\frac{1.275.915}{286.083}$	4,45
2009	$\frac{1.255.471}{270.990}$	4,63
2010	$\frac{1.214.311}{274.177}$	4,42
2011	$\frac{1.136.646}{274.276}$	4,14
2012	$\frac{1.075.102}{267.810}$	4,01
2013	$\frac{1.012.458}{261.562}$	3,87
2014	$\frac{981.821}{246.386}$	3,98
2015	$\frac{881.207}{228.920}$	3,85

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ακολουθεί, συγκεντρωτικός πίνακας των παραπάνω υπολογισμών για την εταιρεία «Alpha Leasing A.E», για την περίοδο 2008 – 2015, καθώς γίνεται καλύτερη η κατανόηση στην διαμόρφωση του κάθε ετήσιου ROE, ώστε να υπάρξουν ορθολογικότερα συμπεράσματα για την πορεία της εταιρείας.

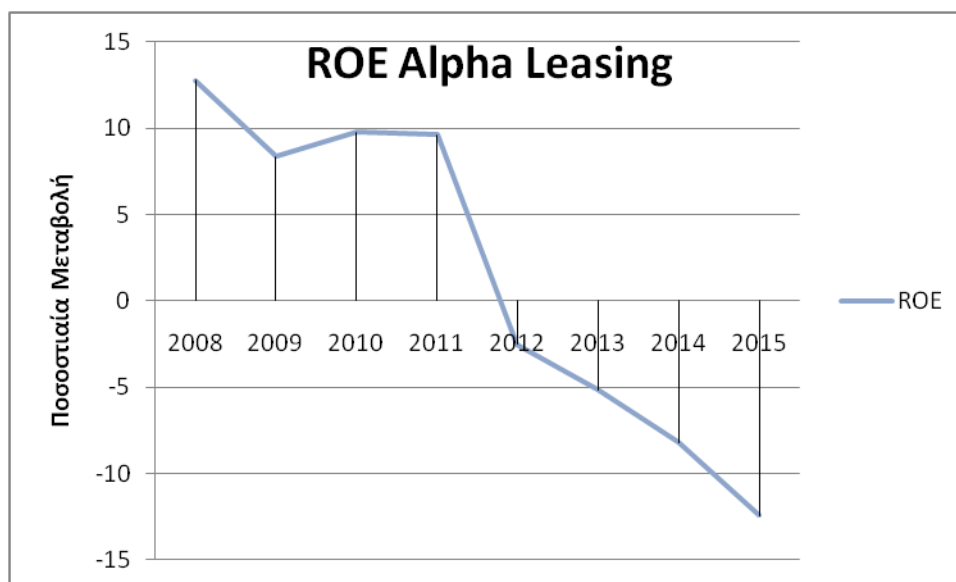
Πίνακας 4: Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (E.M), κατά έτος της «Alpha Leasing»

Έτος	ROE	ROA	Μόχλευση (E.M)
2008	12,77%	2,86%	4,45
2009	8,37%	1,80%	4,63
2010	9,76%	2,20%	4,42
2011	9,63%	2,32%	4,14
2012	-2,54%	-0,63%	4,01
2013	-5,15%	-1,33%	3,87
2014	-8,21%	-2,06%	3,98
2015	-12,46%	-3,23%	3,85

Πηγή: Πίνακες 1,2,3

Ακολουθεί η γραφική απεικόνιση των ROE, ROA και την Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης(E.M), για καλύτερη κατανόηση της πορείας τους.

Διάγραμμα 12: Απεικόνιση του ROE της« Alpha Leasing»



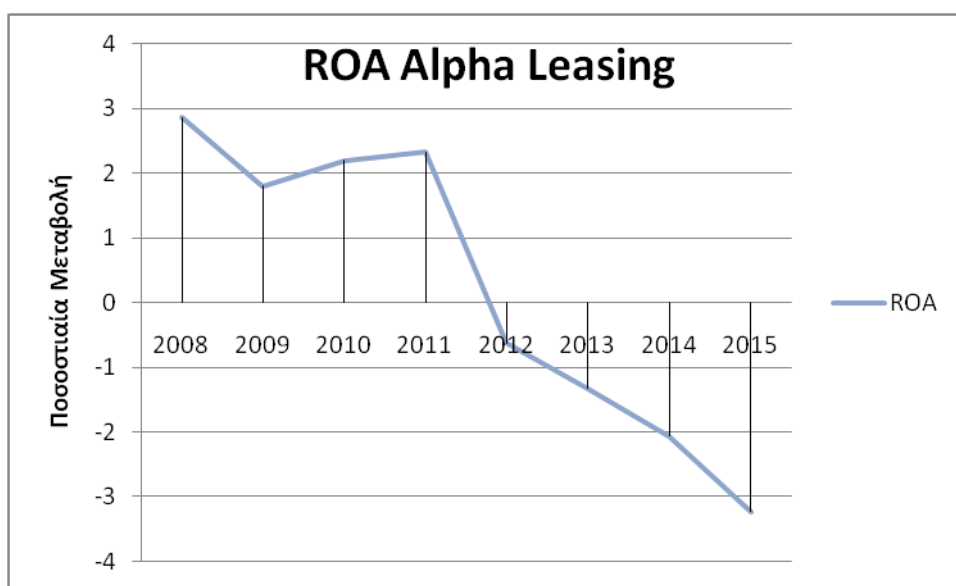
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Το ROE, από το έτος 2008 μέχρι το 2011, σημειώνει σταθερή καθοδική τάση καθώς καταγράφεται συνεχής μείωση στα Κέρδη προ Φόρων αλλά και στα Ιδία Κεφάλαια.

Εν συνεχεία, από το 2012 και έπειτα, καταγράφεται αρνητικό ROE με κορύφωση το έτος 2015 που σημειώνεται η υψηλότερη αρνητική τιμή (-12,46%), γεγονός που οφείλεται στις Ζημίες προ Φόρων αλλά και στα ήδη μειωμένα Ίδια Κεφάλαια.

Συμπερασματικά, η πορεία του ROE, φανερώνει πως οι λειτουργίες της εταιρείας επηρεάστηκαν σε μεγάλο ποσοστό από την οικονομική κρίση που οδήγησε την μη ύπαρξη ρευστότητας στην αγορά με άμεσο αποτέλεσμα την μειωμένη επενδυτική δραστηριότητα, πράγμα μείζον για τις εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης καθώς αποτελούν επενδυτικό και αναπτυξιακό εργαλείο για τις επιχειρήσεις.

Διάγραμμα 13: Απεικόνιση του ROA της «Alpha Leasing»



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

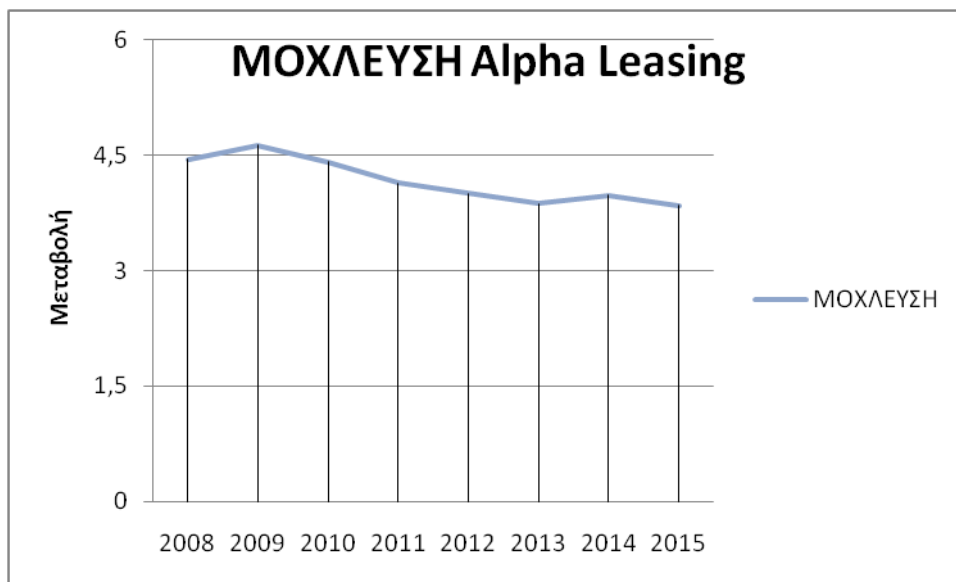
Το ROA, από το 2008 και έπειτα καταγράφει καθοδική πορεία, με εξαίρεση τα έτη 2010 και 2011 που σημειώνεται μία μικρή αύξηση που οφείλεται σε μία μικρή αύξηση του ενεργητικού της εταιρείας.

Ωστόσο, από το 2011 και μετά, ο δείκτης ακολουθεί συνεχήs κάθοδο, λόγω της συνεχών Ζημιών προ Φόρων και στα συνεχόμενα μειωμένο Ενεργητικό της εταιρείας.

Γενικά, το ROA παρουσιάζει το πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί η εταιρεία με γνώμονα την ικανότητα να παράγει Κέρδη για τους μετόχους.

Ουσιαστικά, την περίοδο 2008 – 2015 η οποία είναι και περίοδος συνεχούς οικονομικής κρίσης, η εταιρεία δεν λειτουργεί αποτελεσματικά με αποτέλεσμα από το 2012 και μετά να παράγει συνέχεια ζημίες οι οποίες φέρουν και τα ανάλογα αρνητικά αποτελέσματα όσων αφορά την οικονομική της δραστηριότητα.

Διάγραμμα 14: Απεικόνιση της Μόχλευσης της« Alpha Leasing»



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Η Χρηματοοικονομική Μόχλευση, κινείται σε σταθερά περίπου επίπεδα γύρω στις 4 με 5 μονάδες από το 2008 έως και το 2015, θετικό γεγονός που φανερώνει πως η εταιρεία προσπαθεί να λειτουργεί με έλεγχο ως προς τα επίπεδα κινδύνου που αναλαμβάνει.

Από το 2013 και μετά, παρατηρείται κάθοδος στον δείκτη με εξαίρεση τα έτη 2013 και 2014 που εμφανίζεται μία μικρή άνοδος λόγω της συνεχούς μείωσης του ενεργητικού και των σταθερών περίπου επιπέδων των Ιδίων Κεφαλαίων.

Εν κατακλείδι, παρόλο που η εταιρεία για τέσσερα συνεχή έτη καταγράφει αρνητικά ROE και ROA, η Μόχλευση έχει πτωτική τάση, γεγονός που φανερώνει πως η εταιρεία δεν είναι τόσο εκτεθειμένη στον κίνδυνο και προσπαθεί να λειτουργεί όσο μπορεί με λιγότερα ξένα κεφάλαια.

2.4.2 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «Πειραιώς Leasing Α.Ε»

Ακολουθεί η εφαρμογή της DuPont Analysis στην εταιρεία Πειραιώς Leasing Α.Ε, ώστε να παρατηρηθεί η διαμόρφωση και η σύγκριση του ROE της εταιρείας με τις υπόλοιπες του ίδιου κλάδου, για το χρονικό διάστημα 2008 -2015.

Για την περίοδο 2008 – 2015, το ROE που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 5: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «Πειραιώς Leasing»

<i>ΕΤΗ</i>	<i>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ</i>	<i>ΣΥΝΟΛΟ</i>
2008	$100 \times \frac{3.418}{165.233}$	2,06%
2009	$100 \times \frac{3.503}{168.609}$	2,07%
2010	$100 \times \frac{21}{164.226}$	0,012%
2011	$100 \times \frac{(14.645)}{148.889}$	-9,83%
2012	$100 \times \frac{(34.683)}{77.356}$	-44,83%
2013	$100 \times \frac{(46.987)}{85.043}$	-55,25%
2014	$100 \times \frac{(2.575)}{60.079}$	-4,28%
2015	$100 \times \frac{(8.316)}{64.014}$	-13,0%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Για την περίοδο 2008-2015, το ROA που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 6: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) της «Πειραιώς Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$100 \times \frac{3.418}{1.300.723}$	0,26%
2009	$100 \times \frac{3.503}{1.270.181}$	0,27%
2010	$100 \times \frac{21}{1.222.873}$	0,001%
2011	$100 \times \frac{(14.645)}{1.047.400}$	-1,39%
2012	$100 \times \frac{(34.683)}{1.085.194}$	-3,19%
2013	$100 \times \frac{(46.987)}{1.031.846}$	-4,55%
2014	$100 \times \frac{(2.575)}{892.234}$	-0,28%
2015	$100 \times \frac{(8.316)}{861.466}$	-0,96%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία

Για την περίοδο 2008 – 2015, η Μόχλευση (E.M) που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 7: Υπολογισμός Μόχλευσης (E.M) «Πειραιώς Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$\frac{1.300.728}{165.233}$	7,87
2009	$\frac{1.270.181}{168.609}$	7,53
2010	$\frac{1.222.873}{164.226}$	7,44
2011	$\frac{1.047.400}{148.889}$	7,03
2012	$\frac{1.085.194}{77.356}$	14,02
2013	$\frac{1.031.846}{85.043}$	12,13

2014	$\frac{892.234}{60.079}$	14,85
2015	$\frac{861.466}{64.014}$	13,45

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ακολουθεί, συγκεντρωτικός πίνακας των παραπάνω υπολογισμών για την εταιρεία «Πειραιώς Leasing Α.Ε», για την περίοδο 2008 – 2015:

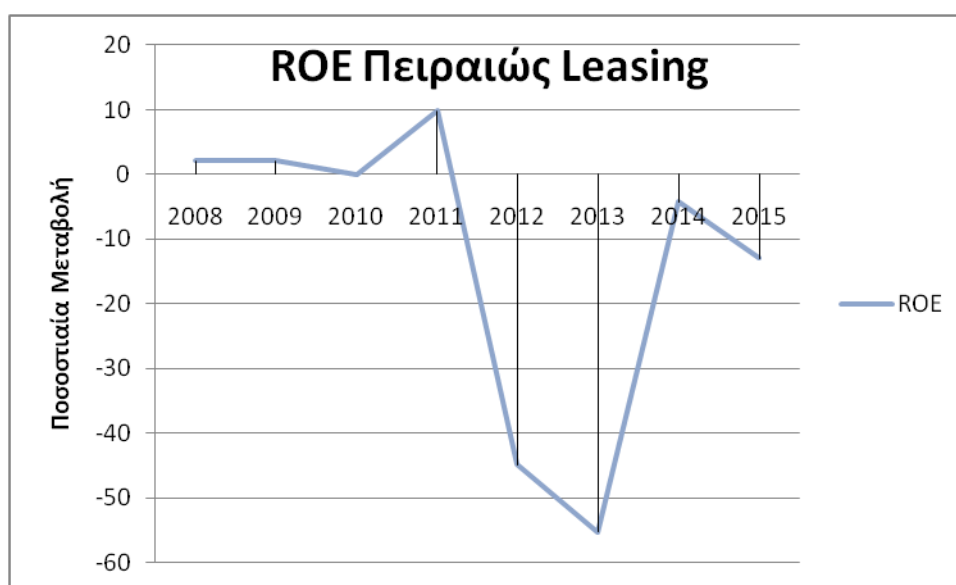
Πίνακας 8: Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (Ε.Μ), κατά έτος της «Πειραιώς Leasing»

Έτος	ROE	ROA	Μόχλευση (Ε.Μ)
2008	2,06%	0,26%	7,87
2009	2,07%	0,27%	7,53
2010	0,012%	0,001%	7,44
2011	-9,83%	-1,39%	7,03
2012	-44,83%	-3,19%	14,02
2013	-55,25%	-4,55%	12,13
2014	-4,28%	-0,28%	14,85
2015	-13,0%	-0,96%	13,45

Πηγή: Πίνακες 5,6,7

Ακολουθεί η γραφική απεικόνιση των ROE, ROA και την Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης(Ε.Μ), για καλύτερη κατανόηση της πορείας τους.

Διάγραμμα 15: Απεικόνιση του ROE της «Πειραιώς Leasing»



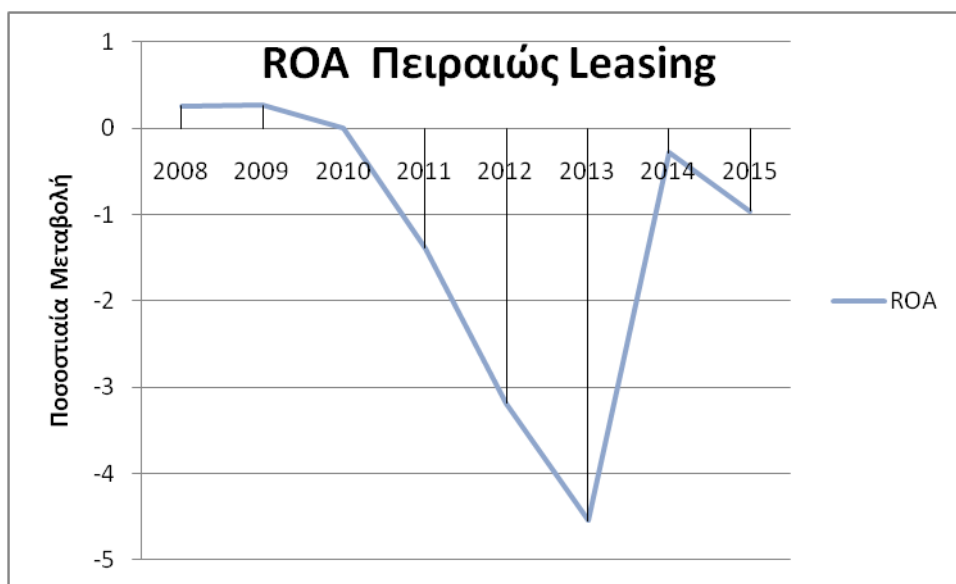
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Παρατηρείται, πως το ROE της εταιρείας από το 2008 έως και το 2015 κυμαίνεται σε χαμηλά έως και αρνητικά επίπεδα, για το γεγονός ότι για μία συνεχόμενη πενταετία, η εταιρεία εμφανίζει Ζημίες προ Φόρων και αυξομειώσεις στα Ιδία Κεφάλαια.

Στα έτη 2012 και 2013, σημειώνεται η ακραία απότομη μείωση του ROE γεγονός που οφείλεται στις ζημιές που κατέγραψε η εταιρεία στην πορεία της.

Ωστόσο, για τα έτη 2014 και 2015, παρατηρείται άνοδος στο δείκτη παρόλο που παραμένει στον αρνητικό άξονα των τιμών, γεγονός που οφείλεται στον περιορισμό των ζημιών που καταγράφει η εταιρεία για τα δύο αυτά έτη, στοιχείο θετικό που φανερώνει πως η εταιρεία προσπαθεί να σταθεροποιηθεί και να ανακάμψει μέσα στο κλίμα της οικονομικής κρίσης.

Διάγραμμα 16: Απεικόνιση του ROA της «Πειραιώς Leasing»



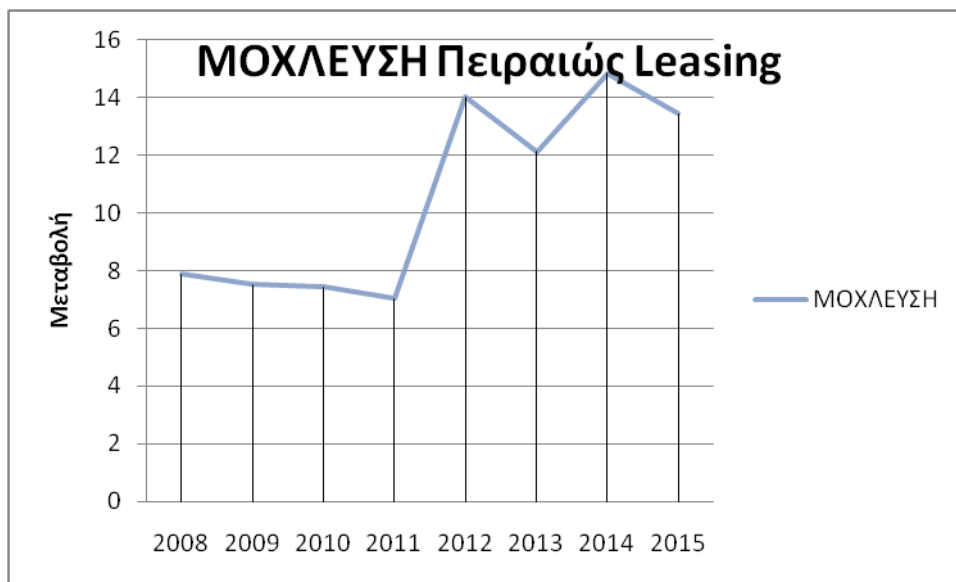
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Αναμενόμενη ίδια πορεία καταγράφει και το ROA της εταιρείας, καθώς για τα έτη 2008 και 2009 παραμένει να μεν σε θετικό επίπεδο αλλά χαμηλό, μέχρι που το 2010 αγγίζει μηδενικές τιμές λόγω των μειωμένων Κερδών προ Φόρων.

Από το 2011 έως και το 2013, καταγράφεται η απότομη μείωση του δείκτη που οφείλεται όπως αναφέρθηκε προηγουμένως στην περίπτωση του ROE, στις Ζημίες προ Φόρων της εταιρείας αλλά και στην σταθερή και συνεχή μείωση του ενεργητικού της.

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, το ROA φανερώνει πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί η εταιρεία με γνώμονα την ικανότητα να παράγει Κέρδη για τους μετόχους, και γίνεται αντιληπτό ότι από το 2011 και μετά η εταιρεία δεν λειτουργεί αποτελεσματικά καθώς συνέχεια καταγράφει ζημίες, οι οποίες επηρεάζουν και τα Ίδια Κεφάλαια.

Διάγραμμα 17: Απεικόνιση της Μόχλευσης της «Πειραιώς Leasing»



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Παρατηρείται, πως η Χρηματοοικονομική Μόχλευση για τα έτη 2008 έως και 2011 παραμένει σχετικά σε σταθερά επίπεδα μεταξύ των επτά μονάδων.

Ωστόσο, από το 2012 και μετά σημειώνει αυξομειώσεις γεγονός που οφείλεται στη συνεχή σταθερή μείωση του Ενεργητικού αλλά και των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας.

Παρόλα αυτά, η εταιρεία την τελευταία πενταετία παρουσιάζει αρνητικά ROE και ROA με αποτέλεσμα να σημειώνεται η αύξηση της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης αλλά και του επίπεδο κινδύνου για τους μετόχους και για τους επενδυτές λόγω της έκθεσης της σε συνεχή δανεισμό.

2.4.3 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «Εθνική Leasing Α.Ε»

Ακολουθεί η εφαρμογή της DuPont Analysis στην εταιρεία Εθνική Leasing Α.Ε, ώστε να παρατηρηθεί η διαμόρφωση και η σύγκριση του ROE της εταιρείας με τις υπόλοιπες του ίδιου κλάδου, για το χρονικό διάστημα 2008 - 2015.

Για την περίοδο 2008 – 2015, το ROE που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 9: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «Εθνικής Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$100 \times \frac{6.172}{52.286}$	11,80%
2009	$100 \times \frac{2}{51.120}$	0,003%
2010	$100 \times \frac{(15.317)}{38.227}$	-40,06%
2011	$100 \times \frac{(16.634)}{24.813}$	-67,03%
2012	$100 \times \frac{15.154}{81.477}$	18,6%
2013	$100 \times \frac{(9.878)}{77.118}$	-12,80%
2014	$100 \times \frac{(9.838)}{57.360}$	-17,15%
2015	$100 \times \frac{(12.249)}{40.854}$	-29,98%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Για την περίοδο 2008-2015, το ROA που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 10: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) της «Εθνικής Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$100 \times \frac{6.172}{836.831}$	0,73%
2009	$100 \times \frac{2}{828.976}$	2,41%
2010	$100 \times \frac{(15.317)}{750.022}$	-2,04%
2011	$100 \times \frac{(16.634)}{699.007}$	-2,37%
2012	$100 \times \frac{15.154}{719.137}$	2,10%
2013	$100 \times \frac{(9.878)}{671.895}$	-1,47%
2014	$100 \times \frac{(9.838)}{653.038}$	-1,50%
2015	$100 \times \frac{(12.249)}{656.296}$	-1,86%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Για την περίοδο 2008 – 2015, η Μόχλευση (Ε.Μ) που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 11: Υπολογισμός Μόχλευσης (Ε.Μ) της «Εθνικής Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$\frac{836.831}{52.286}$	16,00
2009	$\frac{828.976}{51.120}$	16,21
2010	$\frac{750.022}{38.227}$	19,62
2011	$\frac{699.007}{24.813}$	28,17
2012	$\frac{719.137}{81.477}$	8,82
2013	$\frac{671.895}{77.118}$	8,71
2014	$\frac{653.038}{57.360}$	11,38
2015	$\frac{656.296}{40.854}$	16,06

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ακολουθεί, συγκεντρωτικός πίνακας των παραπάνω υπολογισμών για την εταιρεία «Εθνική Leasing Α.Ε.», για την περίοδο 2008 – 2015:

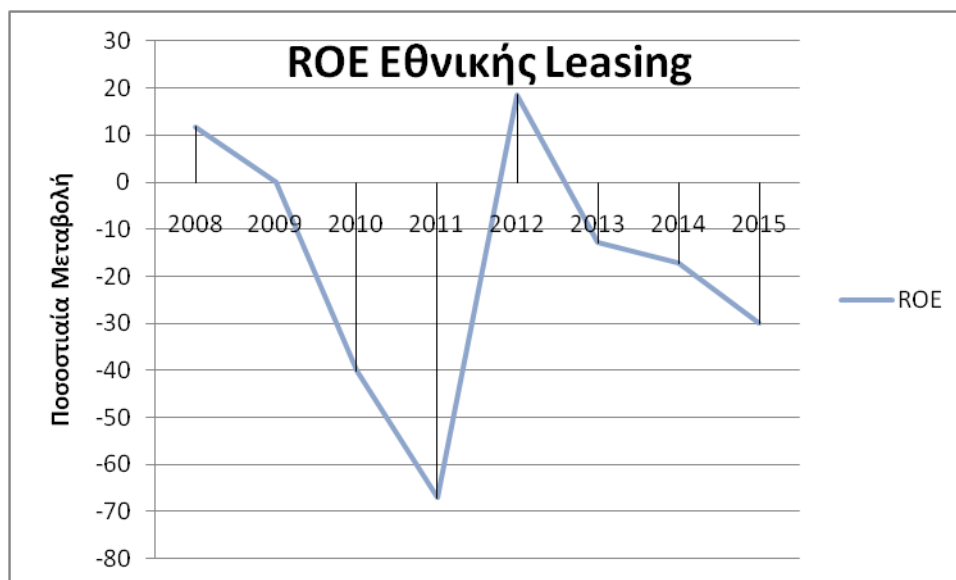
Πίνακας 12: Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (Ε.Μ), κατά έτος της «Εθνικής Leasing»

Έτος	ROE	ROA	Μόχλευση (Ε.Μ)
2008	11,80%	0,73%	16,00
2009	0,003%	2,41%	16,21
2009	0,003%	2,41%	16,21
2010	-40,06%	-2,04%	19,62
2011	-67,03%	-2,37%	28,17
2012	18,6%%	2,10%	8,82
2013	-12,80%	-1,47%	8,71
2014	-17,15%	-1,50%	11,38
2015	-29,98%	-1,86%	16,06

Πηγή: Πίνακες 9,10,11

Ακολουθεί η γραφική απεικόνιση των ROE, ROA και την Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης(Ε.Μ), για καλύτερη κατανόηση της πορείας τους.

Διάγραμμα 18: Απεικόνιση του ROE της «Εθνικής Leasing»



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

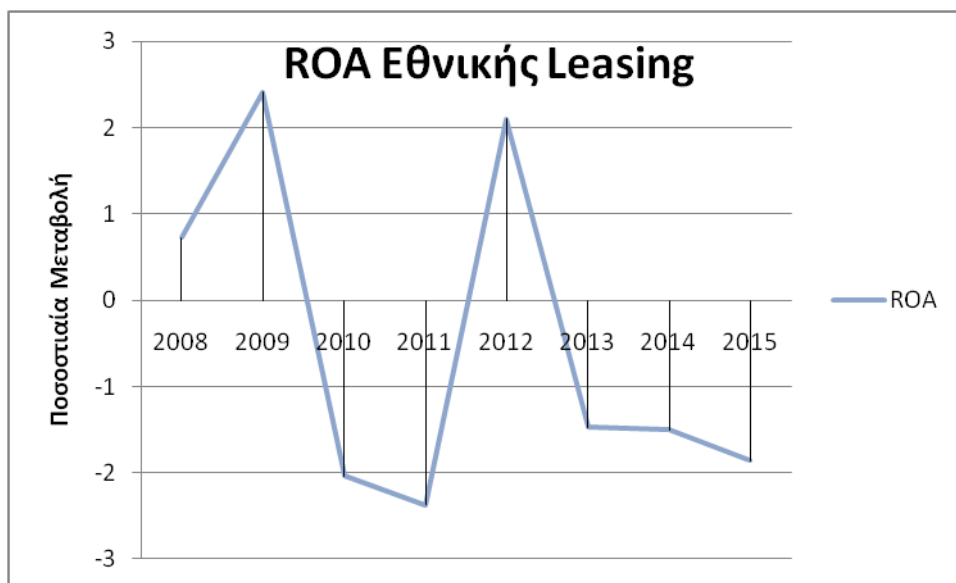
Το ROE της εταιρείας, για το 2009 μηδενίζεται λόγω της καταγραφής μειωμένων κερδών. Το 2010, σημειώνεται μία απότομη και ακραία πτώση του

δείκτη με κορύφωση το 2011 που αγγίζει τα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας πενταετίας γεγονός που οφείλεται στις ζημιές που καταγράφει η εταιρεία αλλά και στα μειωμένα ίδια κεφάλαια καθώς επηρεάστηκαν από τις παραπάνω ζημιές.

Το 2012, μπορεί να θεωρηθεί ως καλή χρονιά για την εταιρεία καθώς το ROE κυμαίνεται σε θετικά επίπεδα λόγω πραγματοποίησης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, αλλά από το 2013 και μετά το ROE γίνεται πάλι αρνητικό καθώς πάλι η εταιρεία καταγράφει ζημιές και μειωμένα ίδια κεφάλαια.

Συμπερασματικά, η πορεία του ROE φανερώνει πως η εταιρεία επηρεάστηκε αρκετά από την οικονομική κρίση που επικρατεί στην χώρα.

Διάγραμμα 19: Απεικόνιση του ROA της «Εθνικής Leasing»

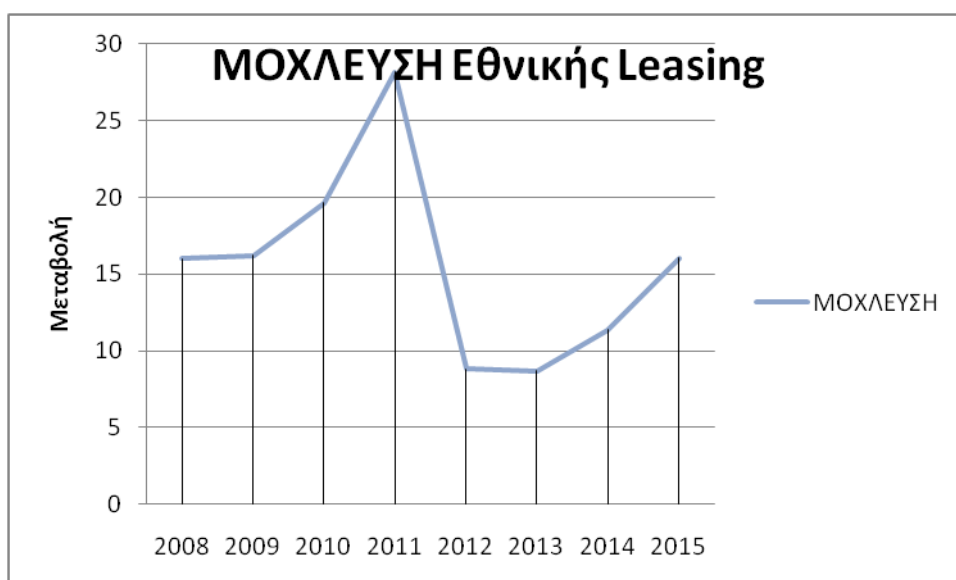


Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Παρατηρείται, πως το ROA για τα έτη 2008 και 2009 σημειώνει άνοδο καθώς μέχρι τότε η εταιρεία καταγράφει Κέρδη προ Φόρων. Ωστόσο, από το 2010 έως και το 2012 παρατηρούμε ακραίες διακυμάνσεις του δείκτη που οφείλεται στην απότομη αύξηση στα Κέρδη προ Φόρων.

Εν τέλει, από το 2013 και μετά ο δείκτης παραμένει συνέχεια σε αρνητικά επίπεδα λόγω των ζημιών που καταγράφονται, οι οποίες επηρεάζουν με τη σειρά τους και τα ίδια κεφάλαια καταλήγοντας στο συμπέρασμα πως η εταιρεία δεν λειτουργεί αποτελεσματικά λόγω της ανύπαρκτης κερδοφορίας.

Διάγραμμα 20: Απεικόνιση της Μόχλευσης της «Εθνικής Leasing»



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Η Χρηματοοικονομική Μόχλευση, για τα έτη 2008 – 2011 σημειώνει ανοδική τάση καθώς αυτό οφείλεται στα απότομα μειωμένα Ίδια Κεφάλαια της εταιρείας που καταγράφονται για την συγκεκριμένη περίοδο.

Το 2012, όπου η εταιρεία πραγματοποίησε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, σημειώνεται ραγδαία μείωση του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης (υπομόχλευση), γεγονός θετικό για την εταιρεία, καθώς περιόρισε την έκθεση της στο δανεισμό.

Ωστόσο, από το 2013 και έπειτα, σημειώνεται πάλι άνοδος του δείκτη καθώς πάλι οφείλεται στα συνεχόμενα μειούμενα Ίδια κεφάλαια αλλά και στα αρνητικά ROE και ROA που από μεριά τους συμβάλουν στην αύξηση της μόχλευσης.

2.4.4 Εφαρμογή της DuPont Analysis στην «EFG Eurobank Leasing A.E»

Ακολουθεί η εφαρμογή της DuPont Analysis στην εταιρεία EFG Eurobank Leasing A.E, ώστε να παρατηρηθεί η διαμόρφωση και η σύγκριση του ROE της εταιρείας με τις υπόλοιπες του ίδιου κλάδου, για το χρονικό διάστημα 2008 -2015.

Για την περίοδο 2008 – 2015, το ROE που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 13: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) της «EFG Eurobank Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$100 \times \frac{17.904}{117.655}$	15,21%
2009	$100 \times \frac{12.483}{125.776}$	9,92%
2010	$100 \times \frac{5.728}{120.844}$	4,73%
2011	$100 \times \frac{(9.899)}{102.254}$	-9,68%
2012	$100 \times \frac{(44.658)}{116.155}$	-38,44%
2013	$100 \times \frac{(150.159)}{(8.409)}$	-1.785,6%
2014	$100 \times \frac{(146.558)}{(120.366)}$	-121,76%
2015	$100 \times \frac{(152.397)}{(32.628)}$	-476,07%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Για την περίοδο 2008-2015, το ROA που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 14: Υπολογισμός Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) της «EFG Eurobank Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$100 \times \frac{17.904}{1.632.051}$	1,09
2009	$100 \times \frac{12.483}{1.852.612}$	0,67
2010	$100 \times \frac{5.728}{1.993.101}$	0,28
2011	$100 \times \frac{(9.899)}{2.180.032}$	-0,45
2012	$100 \times \frac{(44.658)}{2.221.639}$	-2,01
2013	$100 \times \frac{(150.159)}{1.273.216}$	-11,79
2014	$100 \times \frac{(146.558)}{1.158.284}$	-12,65
2015	$100 \times \frac{(152.397)}{980.524}$	-15,54

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Για την περίοδο 2008 – 2015, η Μόχλευση (E.M) που προκύπτει από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι:

Πίνακας 15: Υπολογισμός Μόχλευσης (E.M) της «EFG Eurobank Leasing»

ΕΤΗ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2008	$\frac{1.632.051}{117.655}$	13,87
2009	$\frac{1.852.612}{125.776}$	14,72
2010	$\frac{1.993.101}{120.844}$	16,49
2011	$\frac{2.180.032}{102.254}$	21,31
2012	$\frac{2.221.639}{116.155}$	19,12
2013	$\frac{1.273.216}{(8.409)}$	-151,41
2014	$\frac{1.158.284}{(120.366)}$	-9,62
2015	$\frac{980.524}{(32.628)}$	-30,05

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ακολουθεί, συγκεντρωτικός πίνακας των παραπάνω υπολογισμών για την εταιρεία «Eurobank Leasing A.E», για την περίοδο 2008 – 2015:

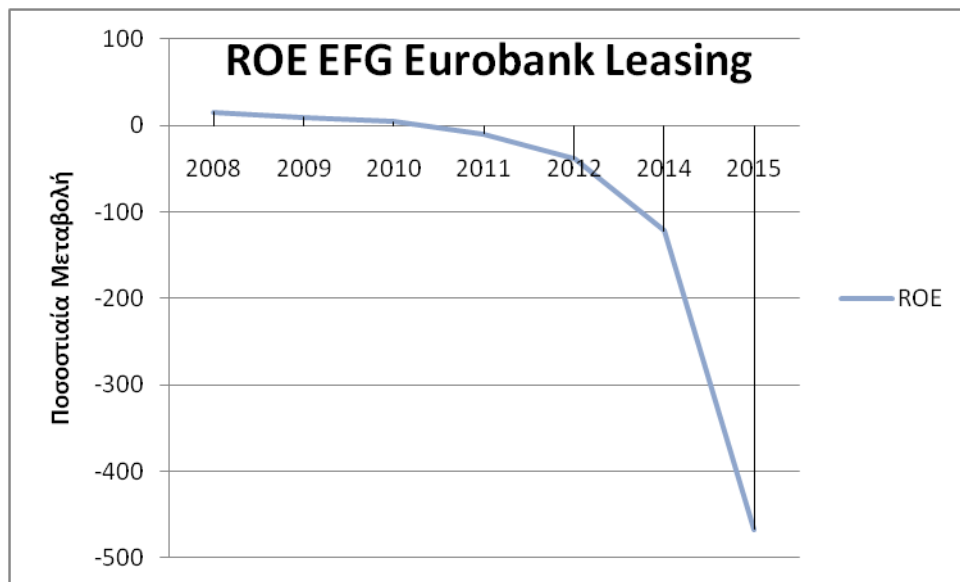
Πίνακας 16: Παρουσίαση του ROE, ROA, και της Μόχλευσης (E.M), κατά έτος EFG Eurobank Leasing»

Έτος	ROE	ROA	Μόχλευση (E.M)
2008	15,21%	1,09%	13,87
2009	9,92%	0,67%	14,72
2010	4,73%	0,28%	16,49
2011	-9,68%	-0,45%	21,31
2012	-38,44%	-2,01%	19,12
2013	-1.785,6%	-11,79%	-151,41
2014	-121,76%	-12,65%	-9,62
2015	-467,07%	-15,54%	-30,05

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ακολουθεί η γραφική απεικόνιση των ROE, ROA και την Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης(E.M), για καλύτερη κατανόηση της πορείας τους.

Διάγραμμα 21: Απεικόνιση του ROE της «EFG Eurobank Leasing»



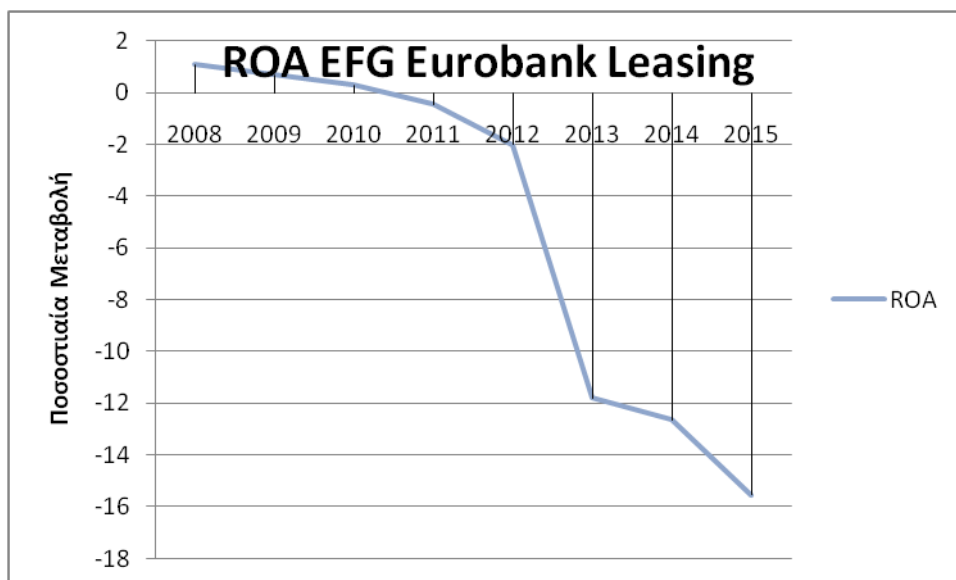
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Το ROE για το έτος 2013 εξαιρέθηκε λόγω της πολύ μεγάλης τιμής του (-1.785,6) καθώς θα αλλοίωνε την γενική εικόνα του ROE.

Καθ' όλη την διάρκεια της επταετίας, το ROE της εταιρείας σημειώνει καθοδική πορεία γεγονός που οφείλεται στα συνεχόμενα μειωμένα Κέρδη προ Φόρων.

Η κατάσταση επιδεινώνεται από το έτος 2011 και μετά που καταγράφεται η ακραία πτώση του δείκτη λόγω των μεγάλων Ζημιών προ Φόρων αλλά και στα αρνητικά Ίδια Κεφάλαια.

Διάγραμμα 22: Απεικόνιση του ROA της «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ίδια περίπου εικόνα επικρατεί και για το ROA της εταιρείας καθώς από τα έτη 2008 έως και 2010 σημειώνεται θετική πτώση του δείκτη.

Από το 2011 και εκ τότε το ROA ακολουθεί αρνητική πτωτική πορεία γεγονός που οφείλεται στις μεγάλες Ζημιές προ Φόρων που καταγράφει η εταιρεία. Γίνεται αντιληπτό, πως από το 2011 και μετά η εταιρεία δεν λειτουργεί αποτελεσματικά λόγω της ανύπαρκτης κερδοφορίας της, καθώς επίσης γίνεται κατανοητή και η εικόνα για το πόσο αποτελεσματική είναι η διοίκηση της εταιρείας.

Διάγραμμα 23: Απεικόνιση της Μόχλευσης «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Παρατηρείται, πως η Χρηματοοικονομική Μόχλευση για τα έτη 2008 έως 2012 έχει μια συνεχή θετική άνοδο γεγονός που οφείλεται στα συνεχόμενα μειούμενα Ίδια Κεφάλαια.

Ωστόσο, από το 2013 και μετά, υπάρχει η ακραία πτώση του δείκτη στα αρνητικά επίπεδα που σημαίνει πως η εταιρεία για τρία συνεχόμενα έτη λειτουργούσε με Ξένα Κεφάλαια.

Συμπερασματικά η εταιρεία μέχρι και το 2012 λειτουργούσε με επίπεδα μόχλευσης γύρω στις 20 μονάδες παρόλο που σημείωνε για τα έτη 2011 και 2012 υψηλά αρνητικά ROE.

2.5 Σύγκριση των τεσσάρων Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με βάση τον Δείκτη ROE

Είναι γνωστό πως ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων αποτελεί επενδυτικό εργαλείο, καθώς οι αναλυτές και οι μέτοχοι μπορούν να συγκρίνουν και να αναλύσουν με τον ROE την διαχρονική πορεία της επιχείρησης αλλά και να πραγματοποιήσουν σύγκριση μεταξύ άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου αλλά και ανάμεσα σε επιχειρήσεις διαφορετικών κλάδων συνολικά στην αγορά.

Με βάση λοιπόν αυτόν τον δείκτη, γίνεται παρακάτω η σύγκριση των τεσσάρων εταιρειών, Alpha Leasing, Πειραιώς Leasing, Εθνική Leasing και Eurobank Leasing με σκοπό την αξιολόγηση τους με βάση το κριτήριο της καλύτερης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων.

Ακολουθεί παρακάτω πίνακας που παρουσιάζει συγκεντρωτικά το ROE των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με βάση τους παραπάνω υπολογισμούς στο κεφάλαιο 2 της παρούσας εργασίας.

Πίνακας 17: Παρουσίαση ROE των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Έτος	ROE Alpha Leasing	ROE Πειραιώς Leasing	ROE Εθνικής Leasing	ROE Eurobank Leasing
2008	12,77%	2,06%	11,8%	15,21%
2009	8,37%	2,07%	0,003%	9,92%
2010	9,76%	0,012%	-40,06%	4,73%
2011	9,63%	9,83%	-67,03%	-9,68%
2012	-2,54%	-44,83%	18,6%	-38,44%
2013	-5,15%	-55,25%	-12,8%	-1785,6%
2014	-8,21%	-4,28%	-17,15%	-121,76%
2015	-12,46%	-13,00%	-29,98%	-467,07%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Με βάση των παραπάνω πίνακα, είναι εμφανής πως το ROE της Alpha Leasing για τα έτη 2009 έως και 2011 σημειώνει μικρές αυξομειώσεις της τάξεως της μία μονάδας και παραμένει το ROE της σε θετικά επίπεδα για την συγκεκριμένη χρονική περίοδο σε σχέση με τις υπόλοιπες.

Όσον αφορά την Πειραιώς Leasing, η πορεία του ROE για την περίοδο 2008 έως 2010 είναι πτωτική με κομβικό σημείο το 2010 που σχεδόν μηδενίζεται. Ωστόσο, το έτος 2011 αποτελεί εξαίρεση στην συνεχή κάθοδο λόγω της απότομης αύξησης του ROE σε ικανοποιητικό επίπεδο. Δυστυχώς, δεν καταφέρνει να το διατηρήσει και στην συνέχεια ακολουθεί έντονη πτωτική πορεία.

Η Εθνική Leasing με τη σειρά της, έχει την χειρότερη πορεία όσον αφορά το ROE της, λόγω των ραγδαίων πτώσεων που καταγράφει καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2008 – 2015, με φωτεινή εξαίρεση το έτος 2012 που καταγράφει ένα αξιόλογο ROE μετά από τέσσερα χρόνια συνεχούς πτώσης αλλά δεν καταφέρνει να το διατηρήσει. Από το 2012 και εκ τότε συνεχίζει να σημειώνει πτωτική πορεία ο δείκτης.

Η Eurobank Leasing, επίσης για τα έτη 2008 – 2010 σημειώνει θετική αλλά έντονη πτωτική πορεία. Τα υπόλοιπα έτη, το ROE ακολουθεί ραγδαία πτώση.

Από το 2012 έως και το 2015 όλες οι εταιρείες σημειώνουν αρνητικό ROE με εξαίρεση αυτό της Εθνικής Leasing το 2012 που ήταν θετικό. Ωστόσο, τα αρνητικά επίπεδα της Εθνικής Leasing ξεκινούν από το 2010 ενώ των υπολοίπων από το 2012 με εξαίρεση της Eurobank Leasing που αρχίζει από το 2011.

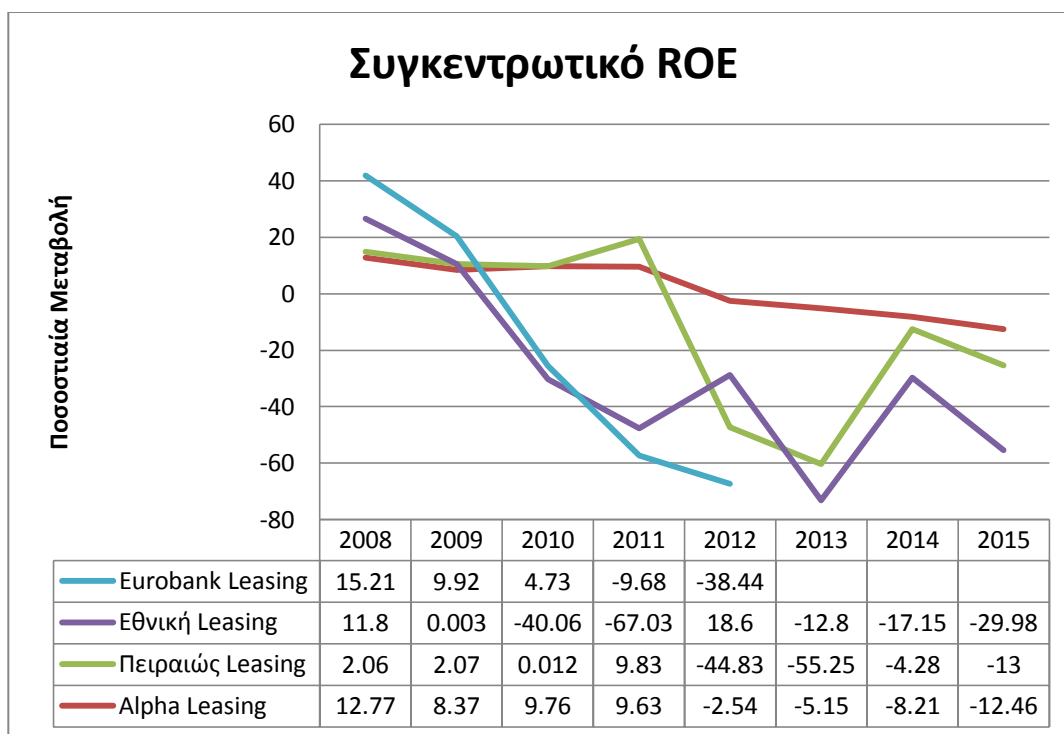
Τα μεγαλύτερα αρνητικά ποσοστά ROE για την περίοδο 2012 – 2015 εμφανίζονται στην Eurobank Leasing με κορύφωση το έτος 2013 που σημείωσε την μεγαλύτερη πτώση ROE (-1785,6%), έπειτα ακολουθεί για το ίδιο έτος η Πειραιώς Leasing που κατέγραψε από μεριά της την μεγαλύτερη πτώσης της στο ROE (-55,25%).

Σε καλύτερη κατάσταση σε σχέση με τις υπόλοιπες παρέμειναν οι Alpha Leasing και η Εθνική Leasing για την περίοδο 2012 – 2015 που σημείωσαν να μην πτώση σε αρνητικά επίπεδα ROE αλλά όχι ακραία όπως των υπολοίπων.

Συμπερασματικά, η Alpha Leasing είχε την καλύτερη πορεία σε ROE χωρίς έντονες και ακραίες αυξομειώσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες, που σημαίνει πως προσπαθούσε να κρατηθεί σε έλεγχο.

Ακολουθεί συγκεντρωτικό διάγραμμα του ROE των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, για την περίοδο 2008-2015:

Διάγραμμα 24: Απεικόνιση του ROE των τεσσάρων Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης



Πηγή: Πίνακας 17

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, παρατηρείται πως συνολικά όλες οι εταιρείες σημειώνουν πτώση, και ειδικότερα η Eurobank Leasing όπου σημειώνει την μεγαλύτερη. Να σημειωθεί πως για την εταιρεία Eurobank Leasing έχουν αφαιρεθεί για τα έτη 2013-2015 οι τιμές του δείκτη ROE καθώς αλλοίωναν την γενική εικόνα του διαγράμματος λόγω των μεγάλων αρνητικών τιμών που κατέγραψαν.

2.6 Σύγκριση των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με βάση την DuPont Analysis

Όπως προαναφέρθηκε, με την μέθοδο της DuPont Analysis όπου γίνεται ο συνδυασμός του ROE, ROA και της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές μπορούν να επιμερίσουν μία επιχείρηση σε τομείς και να καθορίσουν με αποτελεσματικό τρόπο σε ποιους τομείς υπερτερεί ή υστερεί και στη συνέχεια να εξετάσει τους επιμέρους τομείς με μεγαλύτερη προσοχή για περισσότερα στοιχεία.

Έτσι, ακολουθεί η σύγκριση των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, Alpha Leasing, Πειραιώς Leasing, Εθνική Leasing και Eurobank Leasing με σκοπό την αξιολόγηση της απόδοσης τους.

Οι παρακάτω πίνακες, παρουσιάζουν συγκεντρωτικά το ROA και την Χρηματοοικονομική Μόχλευση των εταιρειών κατά έτος, με βάση τους παραπάνω υπολογισμούς στο κεφάλαιο 2 της παρούσας εργασίας.

Πίνακας 18: Παρουσίαση ROA των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Έτος	ROA Alpha Leasing	ROA Πειραιώς Leasing	ROA Εθνικής Leasing	ROA Eurobank Leasing
2008	2,86%	0,26%	0,73%	1,09%
2009	1,8%	0,27%	2,41%	0,67%
2010	2,2%	0,001%	-2,04%	0,28%
2011	2,32%	-1,39%	-2,37%	-0,45%
2012	-0,63%	-3,19%	2,1%	-2,01%
2013	-1,33%	-4,55%	-1,47%	-11,79%
2014	-2,06%	-0,28%	-1,5%	-12,65%
2015	-3,23%	-0,96%	-1,86%	-15,54%

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα και με βάση το ROA, η εταιρεία Alpha Leasing έχει πάλι καλύτερη απόδοση για την περίοδο 2008 – 2011 καθώς σημειώνει μικρές αυξομειώσεις και παραμένει το ROA της σε θετικά επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες στην ίδια περίοδο.

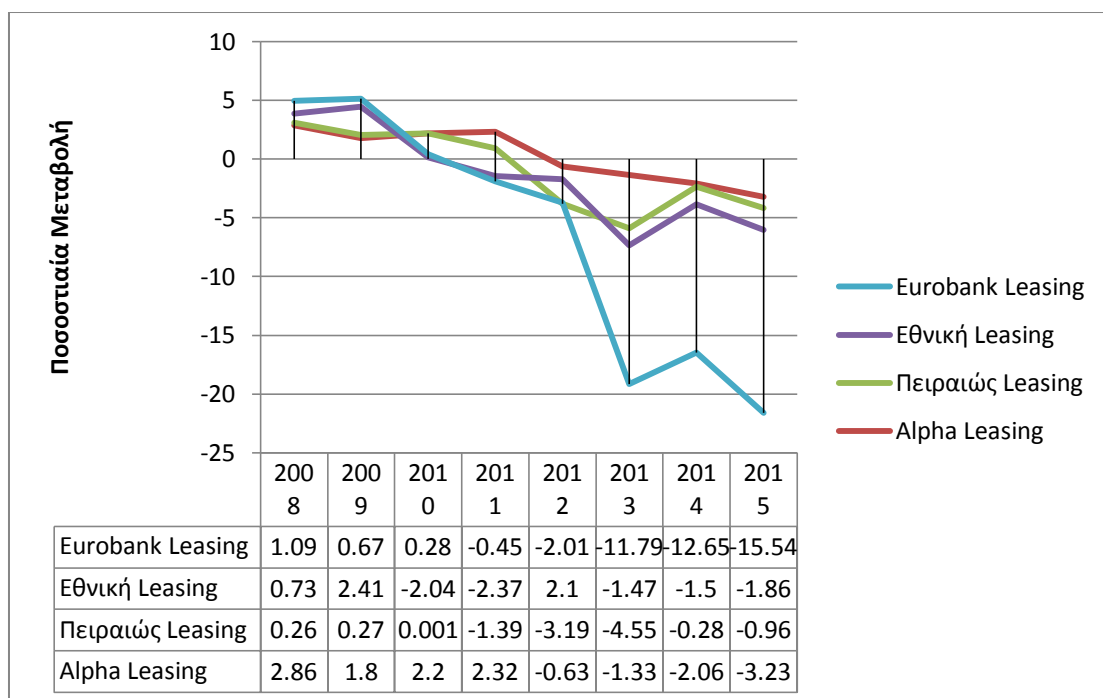
Από το 2011 και μετά, η αποδοτικότητα του ενεργητικού και για τις τέσσερις εταιρείες ακολουθεί ραγδαία καθοδική πορεία με εξαίρεση την Εθνική Leasing που καταγράφει απότομη μείωση της απόδοσης της από το 2010 αλλά σημειώνει μια σημαντική άνοδο το 2012 χωρίς διάρκεια και για τα επόμενα έτη.

Τα μεγαλύτερα αρνητικά ποσοστά ROA, καταγράφονται από την Eurobank Leasing την περίοδο 2013 – 2015 σε σχέση με τις υπόλοιπες όπου και εκεί σημειώνονται αρνητικά ποσοστά αλλά όχι τόσο μεγάλα όσο της Eurobank Leasing.

Συμπερασματικά, η Alpha Leasing είχε την καλύτερη πορεία σε ROA χωρίς έντονες και ακραίες αυξομειώσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες.

Ακολουθεί γραφική απεικόνιση του ROA, των τεσσάρων εταιρειών.

Διάγραμμα 25: Απεικόνιση του ROA των τεσσάρων Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης



Πηγή: Πίνακας 18

Με βάση τα άνωθεν, παρατηρείται και εδώ καθοδική τάση του δείκτη για όλες τις εταιρείες, και ιδιαίτερα μεγαλύτερη πτώση καταγράφεται και εδώ από την Eurobank Leasing καθώς με το πέρασμα του χρόνου γίνεται όλο και πιο ζημιογόνα, σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Σε καλύτερη θέση, βρίσκεται η Alpha Leasing καθώς σημειώνει την μικρότερη πτώση.

Ακολουθεί συγκεντρωτικός πίνακας που παρουσιάζει την Χρηματοοικονομική Μόχλευση (E.M) των τεσσάρων εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης κατά έτος με βάση τους προηγούμενους υπολογισμούς που έγιναν στο κεφάλαιο 2 της παρούσας εργασίας.

Πίνακας 19: Παρουσίαση Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (E.M) των τεσσάρων εταιρειών

Έτος	E.M Alpha Leasing	E.M Πειραιώς Leasing	E.M Εθνικής Leasing	E.M Eurobank Leasing
2008	4,45	7,87	16,0	13,87
2009	4,63	7,53	16,21	14,72
2010	4,42	7,44	19,62	16,49
2011	4,14	7,03	28,17	21,31
2012	4,01	14,02	8,82	19,12
2013	3,87	12,13	8,71	-151,41
2014	3,98	14,85	11,38	-9,62
2015	3,85	13,45	16,06	-30,05

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστόν, ο πολλαπλασιαστής Μόχλευσης, δείχνει το μέγεθος του δανεισμού που χρησιμοποιείται από την επιχείρηση για να χρηματοδοτήσει την λειτουργία της σε σχέση με τα Ίδια Κεφάλαια. Όταν μια επιχείρηση έχει υψηλό δανεισμό σε σχέση με τα Ίδια Κεφάλαια θεωρείτε πως έχει υψηλή μόχλευση.

Όσο υψηλότερος είναι ο αριθμοδείκτης μόχλευσης τόσο περισσότερο εκτεθειμένη είναι η επιχείρηση στο δανεισμό καθώς αυξάνεται ο κίνδυνος για ζημιές για τους μετόχους και τους επενδυτές.

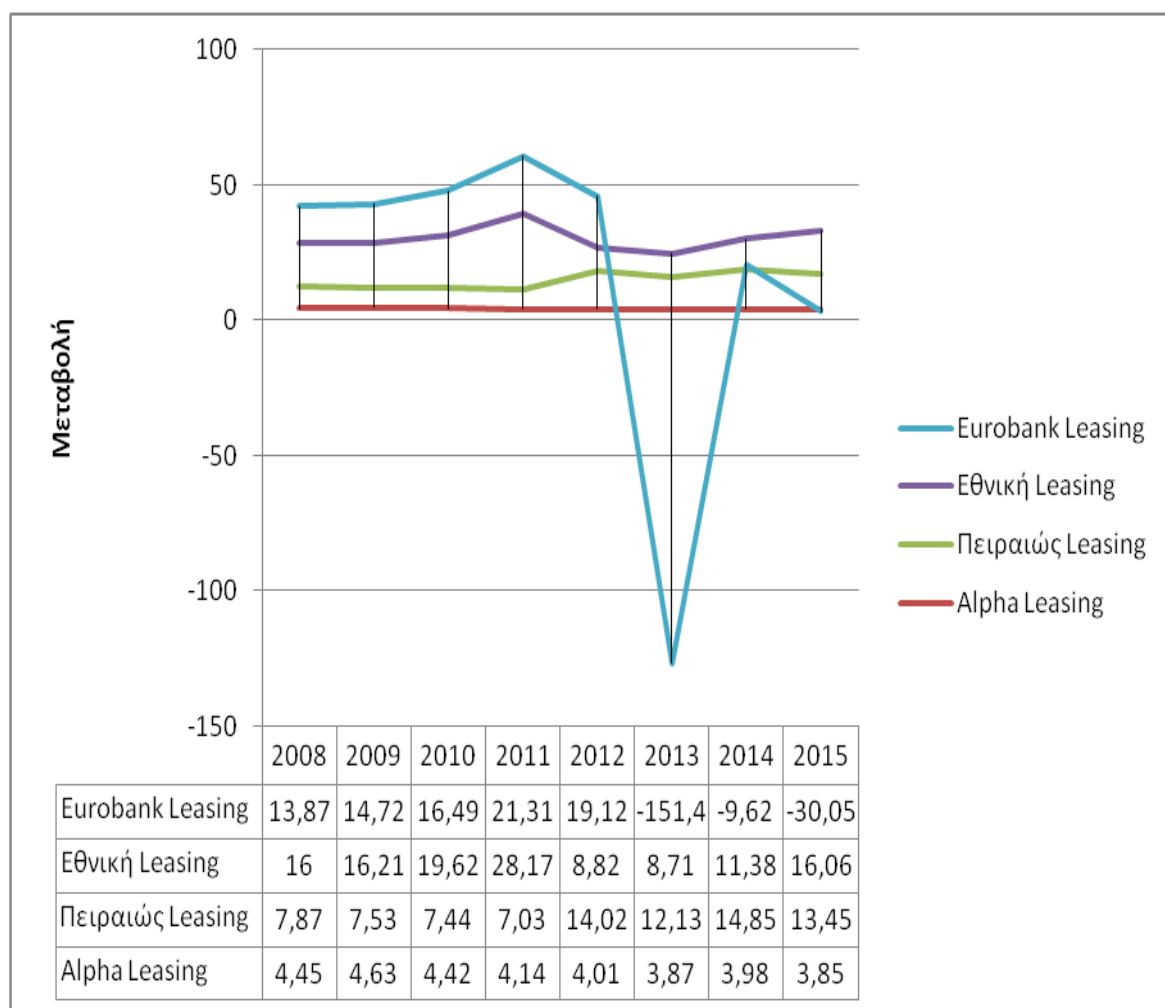
Με βάση τον παραπάνω πίνακα, η εταιρεία Alpha Leasing καθ' όλη την διάρκεια της επταετίας σημειώνει συνεχή μείωση του επιπέδου Μόχλευσης, όπως και η Πειραιώς Leasing μέχρι και το 2011.

Το 2011, η Εθνική Leasing σημείωσε υψηλά επίπεδα μόχλευσης, γεγονός που οφείλεται στην προσπάθεια της να αυξήσει την αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων της.

Όσον αφορά την Eurobank Leasing, τα επίπεδα μόχλευσης της αυξάνονταν με την πάροδο του χρόνου με την κατάσταση να χειροτερεύει από το 2013 και μετά όπου σημείωσε αρνητικά επίπεδα Μόχλευσης, ένδειξη πως η εταιρεία χρειαζόταν παραπάνω κεφάλαια για να συνεχίσει να υφίσταται.

Ακολουθεί γραφική απεικόνιση της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης για τις τέσσερις εταιρείες.

Διάγραμμα 26: Απεικόνιση της Μόχλευσης των τεσσάρων Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης



Πηγή Πίνακας 19

Με βάσει τα άνωθεν, σημειώνεται ανοδική πορεία του δείκτη της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, σημάδι που προσδίδει πως οι εταιρείες χρησιμοποιούν Ξένα Κεφάλαια για την κάλυψη των αναγκών τους. Όλες οι εταιρείες με εξαίρεση την Alpha Leasing παρουσιάζουν άνοδο στο δείκτη,

αλλά για την περίοδο 2013-2015 η εταιρεία Eurobank Leasing κατέγραψε αρνητικές τιμές ένδειξη πως λειτουργούσε αποκλειστικά με Ξένα Κεφάλαια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΤΟΥ Ε. ALTMAN (Z-Score)

3.1 Πτώχευση

3.1.1 Ορισμός Πτώχευσης

Πτώχευση³⁴, είναι η κατάσταση στην οποία περιέρχεται το φυσικό πρόσωπο ή νομικό πρόσωπο που έχει εμπορική δραστηριότητα ή ασκεί εμπορεία, όταν σταματήσει τις πληρωμές του. Δηλαδή, στη νομική κατάσταση, στην οποία μεταπίπτει έμπορος ή εμπορική εταιρεία, όταν μόνιμα και ολοσχερώς, αδυνατεί να ικανοποιήσει τους δανειστές του, παύοντας τη πληρωμή των ληξιπρόθεσμων χρεών του.

3.1.2 Ορισμός Χρεοκοπίας

Χρεοκοπία³⁵, είναι το ποινικό αδίκημα που διαπράττεται από τους εμπόρους που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας και επομένως προβαίνουν σε παύση πληρωμών ακόμα και σε διακοπή λειτουργίας της επιχείρησης.

Το πρόβλημα βρίσκεται στην αναγνώριση των συμπτωμάτων που σηματοδοτούν το οριστικό αδιέξοδο ρευστότητας και το διαχωρισμό τους από τα συμπτώματα κακής αλλά αναστρέψιμης κατάστασης ελλιπούς ρευστότητας.

³⁴ Δούρος Ι. Αθανάσιος, (2007), Η τραπεζική στην πράξη, Εκδόσεις Παπασωτηρίου

³⁵ Βότσης Ν. (2015), Η πτώχευση και το μοντέλο του Altman.

3.1.3 Είδη Χρεοκοπίας

Τα είδη χρεοκοπίας διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

- Απλή Χρεοκοπία, όπου λόγου εξ αμελείας δεν έγινε η σωστή τήρηση των εμπορικών βιβλίων ή δεν έγινε σωστή η σύνταξη του ισολογισμού ή της απογραφής.

Συνεπώς, η απλή χρεοκοπία δεν περιέχει το στοιχείο του δόλου ή της σκοπιμότητας, σε αντίθεση με τη δόλια χρεοκοπία. Η απλή χρεοκοπία τιμωρείται με φυλάκιση έως και 2 ετών.

- Δόλια Χρεοκοπία, όπου ο έμπορος παύει τις πληρωμές του όταν:
 - Αποκρύψει τα βιβλία του ή δόλια να αφαιρέσει, διαγράψει, ή αλλοιώσει το περιεχόμενο τους
 - Υπεξαιρέσει ή αποκρύψει μέρος του ενεργητικού του, είτε από τα βιβλία του είτε από τις εγγραφές τους
 - Παρουσιάσει μέσω του ισολογισμού του, ως οφειλέτης ποσών που δεν οφείλεται³⁶

Η δόλια χρεοκοπία τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον 2 ετών.

3.1.4 Προϋποθέσεις Κήρυξης Πτώχευσης

Με βάση τον Νόμο 3855/2007 του Πτωχευτικού Κώδικα, γίνεται ο καθορισμός των προϋποθέσεων υπαγωγής για πτώχευση, όπου χωρίζονται σε δύο κατηγορίες:

Υποκειμενικές προϋποθέσεις³⁷

- Πτωχευτική ικανότητα έχουν οι έμποροι, καθώς και οι ενώσεις προσώπων με νομική προσωπικότητα που επιδιώκουν οικονομικό σκοπό.

³⁶ Αντωνόπουλος Β., (2002), Εμπορικός Κώδικας, Στ' έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα

³⁷ Παπαφώτικα Α.,(2015),Εμπειρική προσέγγιση υποδείγματος Altman περί πτώχευσης (Z-Score): Μελέτη περίπτωσης των Ελληνικών Συστημικών Τραπεζών (2008-2012)

- Δεν κηρύσσονται σε πτώχευση τα νομικά πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου, οι Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης και οι Δημόσιοι Οργανισμοί.
- Η παύση της εμπορίας ή της οικονομικής δραστηριότητας ή ο θάνατος δεν κωλύουν την πτώχευση, εφόσον επήλθαν σε χρόνο κατά τον οποίο ο οφειλέτης είχε παύσει τις οφειλές του. Σε περίπτωση θανάτου του οφειλέτη, η αίτηση για κήρυξη του σε πτώχευση. Πρέπει να υποβληθεί το αργότερο εντός έτους από το θάνατο του.

Αντικειμενικές Προϋποθέσεις

- Σε πτώχευση κηρύσσεται ο οφειλέτης που αδυνατεί να εκπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες χρηματικές υποχρεώσεις του κατά τρόπο γενικό και μόνιμο (παύση πληρωμών). Δεν αποτελούν εκπλήρωση των υποχρεώσεων οι πληρωμές που γίνονται με δόλια ή καταστρεπτικά μέσα.
- Επαπειλούμενη αδυναμία εκπλήρωσης αποτελεί λόγο κήρυξης της πτώχευσης, όταν την κήρυξη της ζητήσει ο οφειλέτης.

3.1.5 Συνέπειες Πτώχευσης

Η πτώχευση ως γεγονός, επιφέρει όχι μόνο στον οφειλέτη αρνητικές συνέπειες αλλά και στο περιβάλλον που συνεργαζόταν με τον ίδιον (συνεργάτες, δανειστές, κτλ).

Οι συνέπειες ως προς το πρόσωπο του οφειλέτη χωρίζονται σε δύο κατηγορίες με βάση τον Ν. 3855/2007 και διακρίνονται σε: α) Προσωπικές και β) Περιουσιακές.

Προσωπικές συνέπειες:

- Στέρηση του δικαιώματος διορισμού ως δημόσιος υπάλληλος
- Στέρηση ως προς την κατοχύρωση του απορρήτου της αλληλογραφίας του
- Υποχρεώνεται ο οφειλέτης να συνεργαστεί και να ενημερώσει τον σύνδικο για κάθε θέμα που αφορά τη πτώχευση αλλά και να

διαθέσει τα βιβλία της επιχείρησης, για την ενημέρωση του σύνδικου.

- Χάνει το δικαίωμα διοίκησης και διάθεσης της περιουσίας του, απ' τη στιγμή που αυτή χαρακτηρίζεται ως πτωχευτική περιουσία.
- Χάνει το δικαίωμα του εκλέγειν και εκλέγεσθαι εφόσον είναι υπόδικος.

Περιουσιακές συνέπειες³⁸:

- Από την ημέρα που δημοσιεύεται η απόφαση που κηρύσσει την πτώχευση, ο πτωχός δεν έχει το δικαίωμα διοικήσεως της πτωχευτικής περιουσίας, της οποίας όμως εξακολουθεί να είναι κύριος. Η περιουσία αυτή αποτελεί πλέον χωριστή ομάδα με προορισμό την ικανοποίηση των πτωχευτικών πιστωτών. Η συνέπεια αυτή ονομάζεται «πτωχευτική απαλλοτρίωση» ή «πτωχευτική δέσμευση».
- Τη διοίκηση της πτωχευτικής περιουσίας αναλαμβάνει πλέον ο σύνδικος της πτώχευσης, δηλαδή το πρόσωπο που διορίζεται από το δικαστήριο για να δρομολογήσει τις εργασίες της πτώχευσης.
- Σε «πτωχευτική δέσμευση» υπόκειται μόνο η πτωχευτική περιουσία, δηλαδή η περιουσία που ανήκει στον πτωχό μέχρι τη μέρα που δημοσιεύεται η απόφαση της πτώχευσης. Κατ' εξαίρεση, τόκοι και άλλες παροχές, και αν αποκτώνται μετά την κήρυξη της πτώχευσης ανήκουν επίσης στην πτωχευτική περιουσία, εφόσον προέρχονται από υποχρέωση που προϋπήρχε της πτώχευσης πχ τόκοι δανείου, δόσεις από πώληση.
- Κάθε δικαιοπραξία του πτωχού που αφορά την πτωχευτική περιουσία είναι άκυρη ως προς τους πιστωτές.
- Οι δίκες που αφορούν την πτωχευτική περιουσία γίνονται μόνο από το σύνδικο και όχι από τον πτωχό. Αντίθετα, ο πτωχός μπορεί να διεξάγει δίκες που αφορούν την μεταπτωχευτική και εξωπτωχευτική περιουσία.

³⁸ Βότσης Ν.,(2015), Η Πτώχευση και το μοντέλο του Altman

3.2 Μέθοδοι και Μοντέλα Πρόβλεψης Πτώχευσης

Στις μέρες μας, όπου το επιχειρηματικό περιβάλλον αναπτύσσεται και αλλάζει με ιλιγγιώδεις ρυθμούς και ο όγκος των πληροφοριών και δεδομένων καθημερινά είναι τεράστιος, οι επιχειρήσεις καλούνται να λαμβάνουν κρίσιμες αποφάσεις στα ζητήματα που προκύπτουν ώστε να αποφεύγονται οι κίνδυνοι και να προσαρμόζονται στις αλλαγές ώστε να συνεχίζουν να αναπτύσσονται, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής κρίσης.

Ωστόσο, για την αποφυγή των κινδύνων οι επιχειρήσεις μπαίνουν στην διαδικασία της πρόβλεψης. Ιδιαίτερα, τα τελευταία περίπου 40 χρόνια, το θέμα της πρόβλεψης της επιχειρηματικής αποτυχίας αναπτύσσεται σε σημαντικό βαθμό με σκοπό την εύρεση ενός μοντέλου πρόβλεψης της πτώχευσης, γεγονός που οφείλεται, στο συνεχή αυξανόμενο ποσοστό των πτωχεύσεων των εταιρειών αλλά και στις εταιρείες που γίνονται με το πέρασ του χρόνου όλο και πιο ευάλωτες στην αποτυχία.

Εν τέλει, η ανάγκη για εύρεση ενός τρόπου για ακριβή πρόβλεψη της αποτυχίας είναι πιο μεγάλη από ποτέ.

Η επιστημονική κοινότητα, ανέπτυξε και αναπτύσσει στον τομέα των οικονομικών και των επιχειρήσεων διάφορα μοντέλα πρόβλεψης με σκοπό την πρόληψη της αποτυχίας, και τα οποία χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες και είναι οι εξής:

- Στατιστικά μοντέλα, που περιλαμβάνουν Μονομεταβλητή ανάλυση (univariate analysis) και Πολυμεταβλητή ανάλυση (Multivariate analysis).
- AIES μοντέλα (Artificial Intelligent Expert System models), που περιλαμβάνουν ως τεχνική επίλυσης των προβλημάτων την ανθρώπινη λογική, η οποία είναι ένας συνδυασμός γνώσεων και μεθόδων υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις με στόχο την εύρεση λύσεων.
- Θεωρητικά μοντέλα, τα οποία αναλύουν και αναφέρουν τους λόγους που οδηγήθηκε μία εταιρεία σε πτώχευση.

Παρακάτω ακολουθεί, μια συνοπτική θεωρητική περιγραφή των πιο γνωστών μεθόδων, στις οποίες βασίζονται τα πιο γνωστά πτωχευτικά μοντέλα.

➤ **Μονομεταβλητή Στατιστική Ανάλυση (Univariate Discriminant Analysis)**

Αποτελεί την πιο απλή μορφή ποσοτικής στατιστικής ανάλυσης, καθώς γίνεται χρήση επιλεγμένων αριθμοδεικτών κάθε φορά, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις συνδυάζεται με τη σύγκριση των τιμών μεταξύ των πτωχευμένων επιχειρήσεων και των υγιών.

Χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από τον W. Beaver (1966), ο οποίος όρισε την αποτυχία ως της κατάσταση κατά την οποία συμβαίνει οποιοδήποτε γεγονός λ.χ πτώχευση, μη καταβολή μερισμάτων σε προνομιούχους μετόχους, αδυναμία εξόφλησης δανείου.

Το μοντέλο μονομεταβλητής ανάλυσης³⁹ περιλάμβανε ένα τεστ διχοτομικής ταξινόμησης, το οποίο έδειξε ότι ο αριθμοδείκτης ταμειακές ροές προς υποχρεώσεις, παρουσίαζε την μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα αποτυχίας με ποσοστό 87%. (Κωστάκου, 2014)

Τα πλεονεκτήματα της Μονομεταβλητής Ανάλυσης είναι:

1. Η απλότητα της, και
2. Η ευκολία στην χρήση της καθώς δεν χρειάζονται εξειδικευμένες γνώσεις για την εφαρμογή της.

Ωστόσο, τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου υπερτερούν έναντι των πλεονεκτημάτων καθώς :

1. Με την μελέτη ενός αριθμοδείκτη κάθε φορά, δεν υπάρχει δυνατότητα της ορθής εξέτασης της γενικής εικόνας της επιχείρησης
2. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τους δείκτες για μια συγκεκριμένη επιχείρηση μπορούν να παρουσιάσουν ασυνέπεια και να είναι αντιφατικά μεταξύ τους
3. Διαθέτει έντονα το στοιχείο της υποκειμενικότητας
4. Υποστηρίζει την ύπαρξη γραμμικής σχέσης μεταξύ της πτώχευσης και των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών.

³⁹ Κωστάκου Α, (2014), Εκτίμηση Χρεοκοπίας των επιχειρήσεων στον κλάδο των Χημικών με το μοντέλο Altman Z-Score

Συμπερασματικά, με βάση όλα τα παραπάνω η χρήση της Μονομεταβλητής Ανάλυσης είναι περιορισμένη στις μέρες όσον αφορά τα μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης λόγω των ποικίλων μειονεκτημάτων της.

➤ **Πολυμεταβλητή Διακριτή Ανάλυση (Multivariate Discriminant Analysis - MDA)**

Είναι μια στατιστική τεχνική που συνδυάζει ποιοτικές τιμές (πτώχευμένη ή υγιής) μαζί με ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως δείκτες, οι οποίοι προσδιορίζονται κατά βάση από τις ταμειακές ροές, τα κέρδη και τον τραπεζικό δανεισμό των επιχειρήσεων, ώστε να παραχθεί ένα αποτέλεσμα – σκορ κινδύνου που θα προβάλλει με ακρίβεια την πιθανότητα πτώχευσης της επιχείρησης. Με βάση όλα τα παραπάνω παρέχετε μια πλήρη εικόνα της επιχείρησης για την μελλοντική οικονομική πορεία της.

Ωστόσο, ο μειωμένος αριθμός των νέων μοντέλων πρόβλεψης της πτώχευσης που αναπτύσσονται με βάση την Πολυμεταβλητή Ανάλυση, δεν αποτελεί εμπόδιο ούτε προβληματισμό, καθώς αυτή η μέθοδος συνεχίζει να εφαρμόζεται από αρκετούς ερευνητές σαν μέθοδος συγκριτικής αξιολόγησης, γεγονός που αποδεικνύει πως τα αποτελέσματα που εκρέουν από την χρήση συνεχίζουν να είναι αξιόπιστα.

Η Πολυμεταβλητή μέθοδος περιέχει περιέχει πολυπαραγοντικές στατιστικές τεχνικές όπως:

- Λογιστικά Μοντέλα Πιθανότητας (Logit)
- Κανονικά Μοντέλα πιθανότητας (Probit)
- Μοντέλα Γραμμικής Πιθανότητας (Linear Probability Models – LPM)
- Μοντέλα Διακριτικής Ανάλυσης (Discriminant Analysis – MDA)

Ορισμένες από τις πιο γνωστές μελέτες που χρησιμοποίησαν την Πολυμεταβλητή Μέθοδο είναι των : Altman (1968), Meyer & Pifer (1970), Deakin (1972), Edmister (1976), Altman, Haldeman & Narayanan (1977), Springate (1978), Altman (1995) κ.α

Τα πλεονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι τα εξής:

1. Η ταυτόχρονη ανάλυση των αριθμοδεικτών
2. Γίνεται ανάλυση ολόκληρης της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης
3. Το αποτέλεσμα της συνάρτησης αντιστοιχεί σε μια τιμή, γεγονός που επιτυγχάνει την ευκολότερη και ορθότερη ανάλυση των αποτελεσμάτων, καθώς εξαλείφει την υποκειμενικότητα του εκάστοτε ερευνητή

Ωστόσο, τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι:

1. Δεν γίνεται γνωστή η συμμετοχή – συνεισφορά της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής
2. Δεν κάνει πρόβλεψη με συγκεκριμένα ποσοστά για κάθε μια επιχείρηση
3. Βασίζεται σε πολλές υποθέσεις όπως οι τιμές των δεικτών να ακολουθούν κανονική κατανομή, πολυσυγγραμμικότητα, κτλ, που συχνά δεν ισχύουν

➤ **Υπό Συνθήκη Μοντέλα Πιθανότητας (Conditional Probability Models)**

Στην παρούσα κατηγορία, τα δύο πιο γνωστά μοντέλα που ανήκουν σε αυτήν είναι το Λογιστικό υπόδειγμα πιθανότητας (Logit Analysis) και το Λογαριθμικό υπόδειγμα πιθανότητας (Probit Analysis). Πρόκειται για υπόδειγμα που επιτρέπει την ομαδοποίηση των επιχειρήσεων με βάση την πιθανότητα αποτυχίας τους, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα οικονομικά τους δεδομένα.

Η Logit και η Probit Analysis διαθέτουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι της MDA, ότι υπολογίζουν πιθανότητες αποτυχίας για κάθε επιχείρηση και όχι κάποιο αποτέλεσμα – σκορ, ενώ τα αποτελέσματα τους περιορίζονται μεταξύ του μηδενός και της μονάδας.

Και στις δύο μεθόδους χρησιμοποιούνται χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες σαν ανεξάρτητες μεταβλητές, ενώ σαν εξαρτημένες μεταβλητές εισάγονται οι δύο κατηγορίες επιχειρήσεων (πτωχευμένες και υγιείς), με τις οποίες πραγματοποιούνται η πρόβλεψη ενός διακριτικού αποτελέσματος, όπως η συμμετοχή σε μία ομάδα από ένα

σύνολο μεταβλητών που μπορεί να είναι συνεχείς, διακριτές, διχοτομικές ή ένας συνδυασμός όλων των παραπάνω.

Παρόλα αυτά, οι βασικές διαφορές μεταξύ τους είναι δύο. Αρχικά, στη Logit Analysis χρησιμοποιείται η λογαριθμική αθροιστική κατανομή (Logistical Cumulative Function), ενώ στη Probit Analysis η κανονική αθροιστική κατανομή (Normal Cumulative Function).

Στη συνέχεια, η Probit απαιτεί περισσότερους και πιο περίπλοκους υπολογισμούς. Αυτός είναι και ο κύριος λόγος που ο αριθμός των μελετών που χρησιμοποιούν είναι περιορισμένος σε σχέση με τη Logit Analysis. Πέραν αυτών, τα αποτελέσματα τους στις περισσότερες περιπτώσεις δεν παρουσιάζουν σημαντικές αποκλίσεις. (Ανδρισόπουλος, 2013)

Ορισμένες από τις πιο γνωστές μελέτες που χρησιμοποίησαν την Logit Analysis είναι των: Ohlson (1980), Csey & Bartczak (1985), Zavgren (1985), Peel (1987), Theodossiou (1991), Glezakos & Karytinow (1994).

Ορισμένες από τις πιο γνωστές μελέτες που χρησιμοποίησαν την Probit Analysis είναι των : Pantalone & Platt (1987), Theodossiou (1991), Lennox (1999).

➤ **Νευρωνικά Δίκτυα (Neural Networks)**

Τα Νευρωνικά Δίκτυα, είναι μια τεχνολογία επεξεργασίας πληροφοριών, η οποία εμπνέεται από τις μελέτες του νευρικού συστήματος και του εγκεφάλου. Το αναμενόμενο ενδιαφέρον για αυτή την μέθοδο, πηγάζει από την ανάγκη για επεξεργασία πληροφοριών όμοια με αυτή του εγκεφάλου, για την πρόοδο στην ανάπτυξη της τεχνολογίας των υπολογιστών καθώς και για την πρόοδο στον τομέα της νευρολογίας για ορθότερη κατανόηση των μηχανισμών του εγκεφάλου.

Παρόλα αυτά, σήμερα, τα Νευρωνικά Δίκτυα έχουν σημαντικό ρόλο στον τομέα της έρευνας, στην υποστήριξη οικονομικών αποφάσεων αλλά και σε διάφορους τομείς αντικαθιστώντας ή συμπληρώνοντας τις παραδοσιακές στατιστικές προσεγγίσεις καθώς διαθέτουν μοναδικά χαρακτηριστικά και σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με άλλους τύπους

συστημάτων και μεθόδων. Δηλαδή, αναλύουν διάφορα δεδομένα με σκοπό τον εντοπισμό τάσεων- προτύπων-δομών ώστε να γίνει η ανάπτυξη ενός μοντέλου ικανό να συμβάλει στη διαδικασία της λήψης αποφάσεων. Επίσης, υπάρχει η συνεχής εξέλιξη τους και «μαθαίνουν» κάνοντας χρήση ιστορικών δεδομένων (πχ. Οικονομικών καταστάσεων), προεπιλεγμένων δεδομένων (πχ ομάδες από πτωχευμένες και υγιείς επιχειρήσεις) καθώς και νεότερων στοιχείων.

Τα Νευρωνικά Δίκτυα⁴⁰, εφαρμόζονται ως μια ακόμα τεχνική ταξινόμησης. Δεδομένου ότι η πρόβλεψη για πτώχευση επιχειρήσεων ανήκει στην κατηγορία προβλημάτων ταξινόμησης δύο ομάδων, τα Νευρωνικά Δίκτυα μπορούν να εφαρμοστούν στην πρόβλεψη της πτώχευσης. Ο κυριότερος τομέας που βρίσκει εφαρμογή σε ένα τέτοιο μοντέλο είναι στις Τράπεζες, καθώς για τις οποίες έχει μεγαλύτερη αξία η πρόβλεψη της χρεοκοπίας μια εταιρείας, από ότι έχει η πρόβλεψη της μη χρεοκοπίας της.

Κάθε τέτοιο δίκτυο⁴¹ αποτελείται από μια σειρά επιπέδων με μονάδες επεξεργασίας της πληροφορίας που ονομάζονται νευρώνες. Οι νευρώνες λειτουργούν ανεξάρτητα, δέχονται κάθε είδους πληροφορία και παράγουν μια εκροή η οποία με τη σειρά της, εξυπηρετεί ως εισροή σε επόμενο επίπεδο. Στο τελικό στάδιο, πραγματοποιείται η ταξινόμηση του κάθε εξεταζόμενου στοιχείου μεταξύ των προεπιλεγμένων ομάδων, δηλαδή στη συγκεκριμένη περίπτωση μεταξύ της ομάδας των πτωχευμένων και της ομάδας των υγιών.

⁴⁰ Παπαγιάννη Α.,(2007), Πρόβλεψη της Πτώχευσης στις Τράπεζες και τις επιχειρήσεις μέσα από στατιστικές και νοήμονες τεχνικές- Μοντέλα για την εκτίμηση του κινδύνου πτώχευσης.

⁴¹ Ανδριτσόπουλος Α., (2013), Μοντέλα Πρόβλεψης της Πτώχευσης: Εφαρμογή τους στον Κλάδο των Εκτυπώσεων.

3.3 Μοντέλο Πρόβλεψης Χρεοκοπίας Altman (Z-Score)

Το Μοντέλο Πρόβλεψης Χρεοκοπίας Z-Score, δημιουργήθηκε από τον καθηγητή Χρηματοοικονομικών του Πανεπιστημίου Stern Business School της Νέας Υόρκης, Edward I. Altman. Θεωρείται κορυφαίος σε παγκόσμια κλίμακα σε θέματα διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου, καθώς αποτελεί μια από τις «100 σημαντικότερες προσωπικότητες των Χρηματοοικονομικών παγκοσμίως».

Το 1968, δημοσιεύτηκε το άρθρο του «Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», στο οποίο γινόταν αναλυτικά η παρουσίαση της διαδικασίας που ακολούθησε για την πρόβλεψη της πτώχευσης των βιομηχανικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ.

Ο E.Altman πρωτοπόρησε για την εποχή του καθώς δεν έκανε χρήση των παραδοσιακών τεχνικών που χρησιμοποιούνταν μέχρι εκείνη την στιγμή, δηλαδή της παραδοσιακής ανάλυσης ποσοστών (Traditional ratio analysis), αλλά χρησιμοποίησε τη μέθοδο της Πολυμεταβλητής Διακριτικής Ανάλυσης (MDA), μέθοδος που πρωτοεμφανίστηκε την δεκαετία του '30, όπου γινόταν η χρήση της σε διαφορετικές επιστημονικές μεθόδους.

Αποτέλεσε από τους πρώτους που άσκησαν έντονη κριτική στη μέχρι τότε χρήση των μονομεταβλητών προσεγγίσεων καθώς η μέχρι τότε ανάλυση των αριθμοδεικτών σε αποκλειστική βάση ελλόχευε τον κίνδυνο των λανθασμένων συμπερασμάτων για την πορεία της επιχείρησης. Ειδικότερα, παρουσίαζε τα ερωτήματα που προέκυπταν από την επιλογή των αριθμοδεικτών που θα ήταν καθοριστικοί στην προβλεπτική ικανότητα του υποδείγματος, ποια η διαμόρφωση των αριθμοδεικτών μεταξύ τους προς στάθμιση αλλά ο τρόπος υπολογισμού των συντελεστών στάθμισης. Εν τέλει, υπήρχε η ανάγκη για στροφή σε εναλλακτικούς τρόπους αντιμετώπισης του προβλήματος με κατάληξη να γίνεται χρήση της γραμμικής διακριτής ανάλυσης, καθώς παρείχε την δυνατότητα της ανάλυσης ολόκληρου του προφίλ των μεταβλητών αλλά και της αναδόμησης του προβλήματος μέσω των συνδυασμένων αριθμοδεικτών.

Η ανάπτυξη του μοντέλου, βασίστηκε στο δείγμα που περιελάμβανε 66 επιχειρήσεις της περιόδου 1946-1965, εκ των οποίων οι 33 είχαν πτωχεύσει και αποτελούσαν την 1^η ομάδα και οι υπόλοιπες 33 ήταν υγιείς και αποτελούσαν την 2^η ομάδα του δείγματος.

Για την πρώτη ομάδα των επιχειρήσεων, ο μέσος όρος των στοιχείων του ενεργητικού ισούταν με 6,4 εκατομμύρια δολάρια, και το εύρος κυμαινόταν στα 0,7 – 25,9 εκατ. δολάρια. Δεδομένο το γεγονός της ανομοιογένειας μεταξύ των επιχειρήσεων καθώς αποτελούνταν από δευτερογενείς και τριτογενείς τομείς αλλά και στο μέγεθος τους, πραγματοποιήθηκε λεπτομερής επιλογή στις υγιείς επιχειρήσεις με σκοπό την επίτευξη της αντιστοίχησης της 2^{ης} ομάδας με την 1^η ομάδα.

Στην ομάδα των υγιών επιχειρήσεων, ο μέσος όρος των στοιχείων του ενεργητικού ισούταν με 9,6 εκατ. δολάρια, και το εύρος κυμαινόταν μεταξύ 1 – 25 εκατ. δολαρίων.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την έρευνα προέρχονταν από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και αφορούσαν την περίοδο του ενός έτους πριν την πτώχευση.

Ο Ε. Altman δημιούργησε 22 αριθμοδείκτες τους οποίους τους χώρισε σε 5 βασικές κατηγορίες, οι οποίες είναι:

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας
- Επενδυτικοί αριθμοδείκτες

Τα βήματα που ακολούθησε ώστε να καταλήξει στο τελικό προφίλ του υποδείγματος ήταν:

- Πραγματοποίησε την ανάλυση της στατιστικής σημαντικότητας των εναλλακτικών μεταβλητών λαμβάνοντας υπόψη και τη σχετική συνεισφορά της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής.
- Αξιολόγησε τις αλληλοσυσχετίσεις που δημιουργούνται μεταξύ των μεταβλητών
- Παρατήρησε την προβλεπτική ικανότητα των διαφόρων μεταβλητών
- Λήψη της απόφασης σχετικά με τη βέλτιστη συνάρτηση βάσει υποκειμενικής κρίσης
- Κατάληξη στην τελική μορφή του υποδείγματος η οποία διαμορφώθηκε ως εξής:

$$\underline{Z = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5}$$

Όπου:

X_1 : Το Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού (9)

X_2 : Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο ενεργητικού (10)

X_3 : Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού (11)

X_4 : Τρέχουσα Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου / Σύνολο Υποχρεώσεων (12)

X_5 : Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού (φορές) (13)

Για τους αριθμοδείκτες που περιλαμβάνει το μοντέλο του Altman, ισχύουν τα εξής:

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης X_1 , χαρακτηρίζεται ως αριθμοδείκτης ρευστότητας, καθώς είναι ένα μέσο μέτρησης των καθαρών ρευστών διαθεσίμων που έχει στο ενεργητικό της η επιχείρηση σε σχέση με την συνολική της κεφαλαιοποίηση. Το κεφάλαιο κίνησης είναι αποτέλεσμα μεταξύ της διαφοράς του Κυκλοφορούντος ενεργητικού και των Υποχρεώσεων της επιχείρησης. Από τους αριθμοδείκτες ρευστότητας που διαμορφώθηκαν, αποδείχθηκε ιδιαίτερα σημαντικός τόσο σε μονομεταβλητό όσο και σε πολυμεταβλητό επίπεδο, καθώς η αδυναμία της αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι από τις πιο συχνές αιτίες που οδηγούνται οι επιχειρήσεις στην πτώχευση.

X_2 = Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης X_2 , παρουσιάζει το βαθμό αυτοχρηματοδότησης αλλά και μετρά την ικανότητα της επιχείρησης να συσσωρεύει κέρδη από τη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων. Επιπλέον, εξετάζει έμμεσα και η ηλικία της επιχείρησης, καθώς μια νέα επιχείρηση πιθανολογείται να μην έχει δημιουργήσει σημαντικό πλεόνασμα, με κατάληξη ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης να εμφανίζει μικρές τιμές. Παρόλα αυτά, γίνεται ξεκάθαρο πως αποτελεί σημαντικό ρόλο (πλεόνασμα) προς πτώχευση μιας νέας επιχείρησης σε σχέση με μια παλαιότερη.

X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης X_3 , είναι ένας δείκτης απεικόνισης της αποδοτικότητας, καθώς παρουσιάζει τη πραγματική χρησιμότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης χωρίς να λαμβάνει υπόψη του οποιουδήποτε είδους φόρου, τόκου ή άλλο παράγοντα μόχλευσης. Αποτελεί, ένα από τους σημαντικότερους ως προς την πρόβλεψη της πτώχευσης, με δεδομένο το γεγονός πως ο κύριος στόχος της κάθε επιχείρησης αλλά και ο λόγος ύπαρξης της είναι η κερδοφορία που προκύπτει από το ενεργητικό της.

X_4 = Τρέχουσα Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου / Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης X_4 , αποτελεί δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης και φερεγγυότητας, καθώς παρουσιάζει κατά πόσο το ενεργητικό της επιχείρησης μπορεί να μειωθεί σε αξία, προτού οι υποχρεώσεις της υπερβούν το ενεργητικό, γεγονός που την καθιστά αφερέγγυα.

Όταν χρησιμοποιείται για επιχείρησης οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, ο υπολογισμός γίνεται με βάση την Τρέχουσα Αξία του Μετοχικού Κεφαλαίου μελετώντας ταυτόχρονα και την κεφαλαιοποίηση, όπου οι παλαιές μελέτες για πρόβλεψη της πτώχευσης, δεν λάμβαναν υπόψη τους.

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης X_5 , αποτελεί δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας καθώς απεικονίζει κατά πόσες φορές χρησιμοποιήθηκαν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης κατά την διάρκεια μιας περιόδου, ώστε να προκύψουν έσοδα μέσω των πωλήσεων. Επιπλέον, αποτελεί και μέτρο αξιολόγησης της ικανότητας της Διοίκησης όσον αφορά την αντιμετώπιση των συνθηκών του ανταγωνισμού.

Ωστόσο, αν και στατιστικά δεν είναι σημαντικός, παρουσιάζει μια μοναδικότητα ως προς την σχέση του με τις άλλες μεταβλητές στο υπόδειγμα, καθώς κατατάσσεται δεύτερος στη συμβολή του στη συνολική διακριτική ικανότητα του μοντέλου.

Οι κριτικές τιμές του Z που ορίστηκαν για αυτή την εκδοχή του μοντέλου είναι μεταξύ 1,81 και 2,67. Αναλυτικά:

- Όταν $Z\text{-Score} < 1.81$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται υπό το κίνδυνο πτώχευσης

- Όταν $1,81 < Z\text{-Score} < 2,67$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται σε αμφισβητούμενη περιοχή, (γκρίζα ζώνη)
- Όταν $Z\text{-Score} > 2,67$ η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή περιοχή εκτός κινδύνου.

Με βάση το παραπάνω υπόδειγμα, το οποίο παρακίνησε πολλούς ερευνητές να χρησιμοποιήσουν την Πολυμεταβλητή Διακριτική Αναλυση (MDA), και αρκετοί ερευνητές στηρίχθηκα σε αυτό για την εφαρμογή νέων μεθόδων αλλά και να την συγκρίνουν με άλλες μεθόδους ως προς την αποτελεσματικότητα της πρόβλεψης της πτώχευσης. Παρόλα αυτά, το συγκεκριμένο υπόδειγμα συνεχίζει να απασχολεί την επιστημονική κοινότητα ως προς την αποτελεσματικότητά του, παραμένοντας πάντα επίκαιρο.

Τα βασικότερα πλεονεκτήματα του μοντέλου Z-Score είναι:

- Η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του
- Η ευκολία στη χρήση του
- Η σχετικά εύκολη εφαρμογή του από κάθε ενδιαφερόμενο χρήστη
- Η συνεχής εξέλιξη του

Ωστόσο, τα κυριότερα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι:

- Η στατικότητα των χρηματοοικονομικών δεικτών
- Η χρήση του μοντέλου μόνο σε βιομηχανικές επιχειρήσεις γεγονός που χρήζει ιδιαίτερης προσοχής σε τυχόν άλλης μορφής επιχειρήσεις
- Η μεγάλη χρονική διασπορά και ο μικρός αριθμός του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε
- Το πρόβλημα της χειραγώγησης των οικονομικών καταστάσεων των εξεταζόμενων επιχειρήσεων ώστε να υπάρχει η ωραιοποίηση της εικόνας από πλευράς τους, αλλά να δημιουργεί εσφαλμένη εκτίμηση του υποδείγματος και συνεπώς σε λανθασμένα συμπεράσματα
- Το μεγαλύτερο μέρος των μοντέλων MDA και Logit / Probit βασίζονται σε ετήσια δεδομένα που δεν λαμβάνουν υπόψη τους τις επιπτώσεις της εποχικότητας και της κυκλικότητας

3.3.1 Αναθεωρημένο Μοντέλο Z-Score για Μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις

Η ανάγκη για ύπαρξη της αξιολόγησης και των επιχειρήσεων που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, ο E. Altman προέβει στην διαδικασία της αναθεώρησης – τροποποίησης του μοντέλου προκειμένου να γίνει προσιτό και σε αυτές. Η αναθεωρημένη εκδοχή του είναι η εξής:

$$\underline{Z = 0.717 \cdot X_1 + 0.847 \cdot X_2 + 3.107 \cdot X_3 + 0.42 \cdot X_4 + 0.998 \cdot X_5}^{42} \quad (14)$$

Όπου:

X_1 : Το Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 : Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο ενεργητικού

X_3 : Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 : Λογιστική Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου / Σύνολο Υποχρεώσεων

X_5 : Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού (φορές)

Οι κριτικές τιμές του Z που ορίστηκαν για αυτή την εκδοχή του μοντέλου είναι:

- Όταν Z-Score < 1,23, τότε η επιχείρηση βρίσκεται υπό το κίνδυνο πτώχευσης
- Όταν $1,23 < \text{Z-Score} < 2,90$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται σε αμφισβητούμενη περιοχή, (γκρίζα ζώνη)
- Όταν Z-Score > 2,90 η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή περιοχή εκτός κινδύνου.

Οι βασικές αλλαγές που υπάρχουν σε σχέση με το αρχικό μοντέλο είναι τρεις. Αρχικά, για τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη X_4 γίνεται η αντικατάσταση της Τρέχουσας Αξίας του Μετοχικού Κεφαλαίου με την Λογιστική Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων. Έπειτα, με βάση αυτή την τροποποίηση, πραγματοποιήθηκε εκ νέου ο υπολογισμός των συντελεστών στάθμισης των μεταβλητών. Έτσι, οι τιμές των συντελεστών του X_1 , X_2 και X_4 εμφάνισαν αισθητή πτώση, με αποτέλεσμα να αυξηθεί η σημαντικότητα των X_3 και X_5 που σχετικώς

⁴² Kyriazopoulos G, Petropoulos D, What are the Advantages and Disadvantages from Banks Mergers and Acquisitions? Does Altman's Z-Score model for Bankruptcy motivate Banks for Mergers and Acquisitions? Evidence from the Greek Banking System.

παρέμεναν σταθεροί. Τέλος, έγινε ο επαναπροσδιορισμός των ζωνών διάκρισης όπου στην επικίνδυνη ζώνη το όριο μειώθηκε σε σχέση με το αρχικό μοντέλο από το 1,81 στο 1,23 και στην αμφισβητούμενη ζώνη το όριο αυξήθηκε από το 2,67 στο 2,90.

Αναθεωρημένο Μοντέλο Z-Score Μη Βιομηχανικές Επιχειρήσεις

Υπάρχει και μία τρίτη εκδοχή του μοντέλου Z-Score ώστε να γίνετε προσιτό ακόμα και για τις επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στον βιομηχανικό κλάδο. Η αναθεωρημένη εκδοχή του είναι η εξής:

$$\underline{Z = 6.56 \cdot X_1 + 3.26 \cdot X_2 + 6.72 \cdot X_3 + 1.05 \cdot X_4} \quad (15)$$

Όπου:

X_1 : Το Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 : Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο ενεργητικού

X_3 : Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 : Λογιστική Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου / Σύνολο Υποχρεώσεων

Οι κριτικές τιμές του Z που ορίστηκαν για αυτή την εκδοχή του μοντέλου είναι:

- Όταν Z-Score < 1,11, τότε η επιχείρηση βρίσκεται υπό το κίνδυνο πτώχευσης
- Όταν $1,11 < \text{Z-Score} < 2,60$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται σε αμφισβητούμενη περιοχή, (γκρίζα ζώνη)
- Όταν Z-Score > 2,60 η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή περιοχή εκτός κινδύνου.

Η παραπάνω μορφή του μοντέλου, μπορεί και εφαρμόζεται σε κάθε είδους επιχείρηση, ενώ επιτυγχάνεται η σύγκριση των τιμών Z για επιχειρήσεις διαφορετικών κλάδων ή για επιχειρήσεις όμοιου κλάδου οι οποίες χρησιμοποιούν διαφορετικούς τρόπους χρηματοδότησης του Ενεργητικού τους.

Παρόλα αυτά, η χαρακτηριστική διαφορά που διαθέτει αυτή η μορφή του μοντέλου, είναι η απουσία του αριθμοδείκτη X_5 δηλαδή των Πωλήσεων / Σύνολο Ενεργητικού αλλά και οι εκ νέου τιμές στις ζώνες κατάταξης.

3.4 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στις Ελληνικές Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.

3.4.1 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «Alpha Leasing A.E»

Ακολουθεί η εφαρμογή του μοντέλου στην εταιρεία Alpha Leasing, όπου η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων τους έγινε σε βάθος πενταετίας και ιδιαίτερα για την περίοδο 2011 – 2015, με σκοπό την σύγκριση του δείκτη Z της κάθε εταιρείας με τις τιμές του μοντέλου.

- Υπολογισμός και Ανάλυση των Αριθμοδεικτών της «Alpha Leasing A.E.».

Παρατίθεται ο υπολογισμός των 5 Αριθμοδεικτών ανά έτος (2011-2015), που απαιτούνται για την εφαρμογή του μοντέλου.

$$X_1 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης}^{43} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 20: Υπολογισμός του X_1 για την «Alpha Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	345.858	330.673	355.399	359.394	352.055
	1.136.646	1.075.102	1.012.458	981.821	881.207
Σύνολο X_1	0,304	0,307	0,351	0,366	0,399

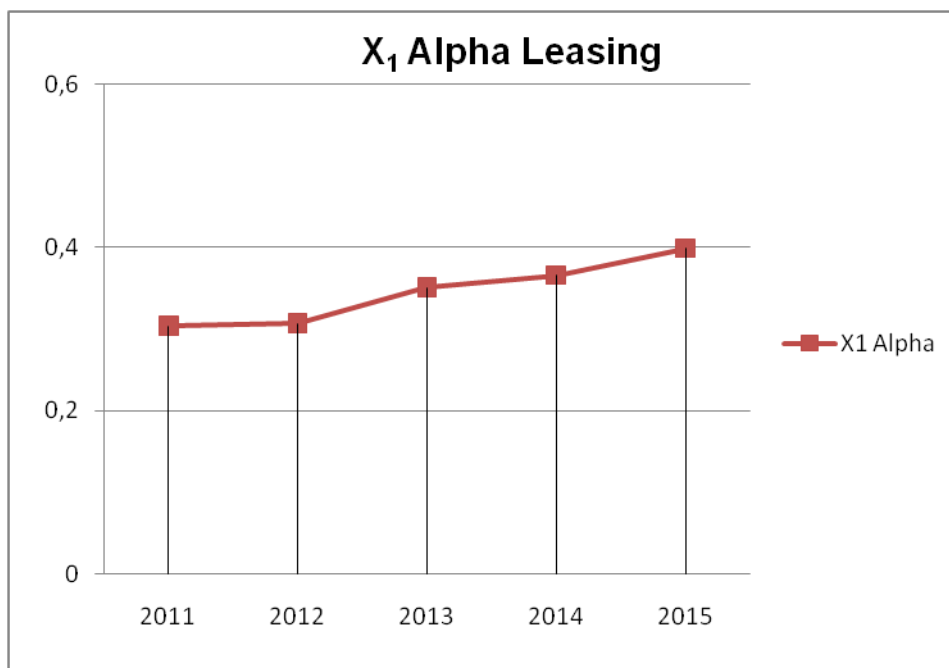
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ο Αριθμοδείκτης Κεφαλαίου Κίνησης X_1 , συνιστά μέτρο των καθαρών ρευστών διαθεσίμων που έχει η εταιρεία στο ενεργητικό της, σε σχέση με τη συνολική της κεφαλαιοποίηση. Με βάση τα παραπάνω, η εταιρεία για την περίοδο 2011-2015, τα ρευστά διαθέσιμα της παρουσιάζουν συνεχή αλλά μικρή αύξηση αλλά το σύνολο ενεργητικού της φθίνει.

⁴³ Για τον υπολογισμό του Κεφαλαίου Κίνησης για όλες τις εταιρείες, λήφθηκαν υπ' όψη για τον υπολογισμό του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού μόνο οι απαιτήσεις με λήξη εντός του έτους.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_1 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 27 : Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «Alpha Leasing»



Πηγή: Πίνακας 20

Σύμφωνα με το Διάγραμμα 27, ο δείκτης σημειώνει ανοδική πορεία καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2011-2015, γεγονός που οφείλεται στην μικρή αύξηση του Κεφαλαίου Κίνησης της εταιρείας και στην παράλληλη μείωση του ενεργητικού της.

$$X_2 = \frac{\text{Παρακρατηθέντα Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 21: Υπολογισμός του X_2 για την «Alpha Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	17.259	11.462	5.214	(10.404)	(27.870)
	1.136.646	1.075.102	1.012.458	981.821	881.207
Σύνολο X_2	0,015	0,010	0,005	-0,010	-0,031

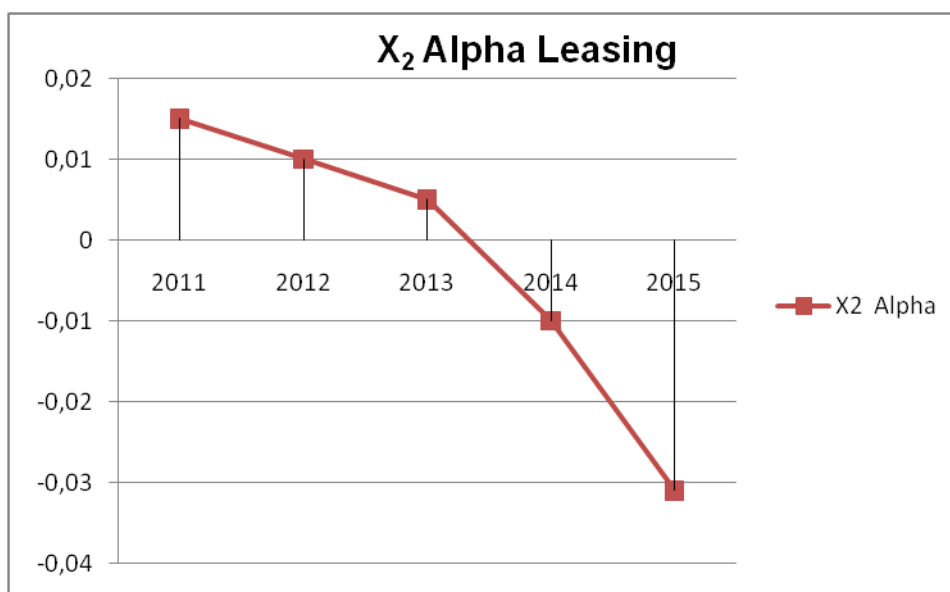
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Τα Παρακρατηθέντα Κέρδη ή Κέρδη εις Νέον, αποτελούν τα τελικά κέρδη ή ζημίες που συμβάλουν στην αύξηση ή στην μείωση του συνόλου των Ιδίων Κεφαλαίων μετά από την πληρωμή φόρων, μερισμάτων και αμοιβών Δ.Σ.

Με βάσει τα παραπάνω, τα παρακρατηθέντα κέρδη σημειώνουν συνεχή μείωση και ιδιαίτερα για την περίοδο 2014-2015 σημειώνουν αρνητικές τιμές, γεγονός που υποδηλώνει πως υπάρχουν προβλήματα ως προς την λειτουργία της εταιρείας με αποτέλεσμα η περιουσία των μετόχων να μειώνεται.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_2 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 28: Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «Alpha Leasing»



Πηγή: Πίνακας 21

Με βάσει το άνωθεν, η πορεία του δείκτη X_2 , ακολουθεί πτωτική πορεία καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2011-2015 με κομβικό σημείο το έτος 2013 και έπειτα, σημειώνονται αρνητικές τιμές.

$$X_3 = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 22: Υπολογισμός του X_3 για την «Alpha Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	1.273	(6.811)	(13.475)	(20.246)	(28.527)
	1.136.646	1.075.102	1.012.458	981.821	881.207
Σύνολο X_3	0,001	-0,006	-0,13	-0,02	-0,03

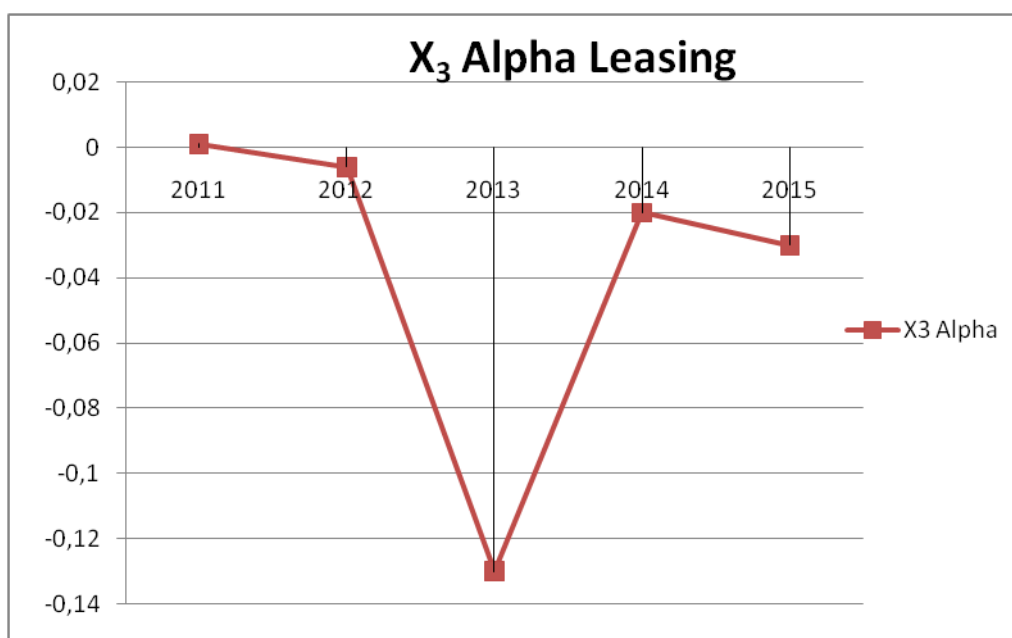
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού X_3 , απεικονίζει την κερδοφορία ανά μονάδα ενεργητικού πριν από οποιοδήποτε φόρο ή τόκο αλλά και την ικανότητα της διοίκησης στην ορθή επένδυση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.

Για την περίοδο 2011-2015, ο αριθμοδείκτης σημειώνει πτώση με κομβικό σημείο το 2012 όπου από κει και έπειτα καταγράφονται αρνητικές τιμές γεγονός που οφείλεται στις σημαντικές ζημιές της εταιρείας, ένδειξη ότι οι βασικές επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας είναι ζημιογόνες.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_3 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 29: Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «Alpha Leasing»



Πηγή: Πίνακας 22

Σύμφωνα με το Διάγραμμα 29, η πορεία του X_3 για όλη την περίοδο 2011-2015 κυμαίνεται σε μηδενικά έως και αρνητικά επίπεδα ιδιαίτερα από το 2012 και μετά που ο δείκτης καταγράφει αρνητικές τιμές παρόλο που από το 2013 σημειώνει άνοδο αλλά παραμένει στον αρνητικό άξονα.

$$X_4 = \text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Υποχρεώσεων}$$

Πίνακας 23: Υπολογισμός του X_4 για την «Alpha Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	274.276	267.810	261.562	246.386	228.920
	862.370	807.292	750.896	735.435	652.287
Σύνολο X_4	0,31	0,33	0,34	0,33	0,35

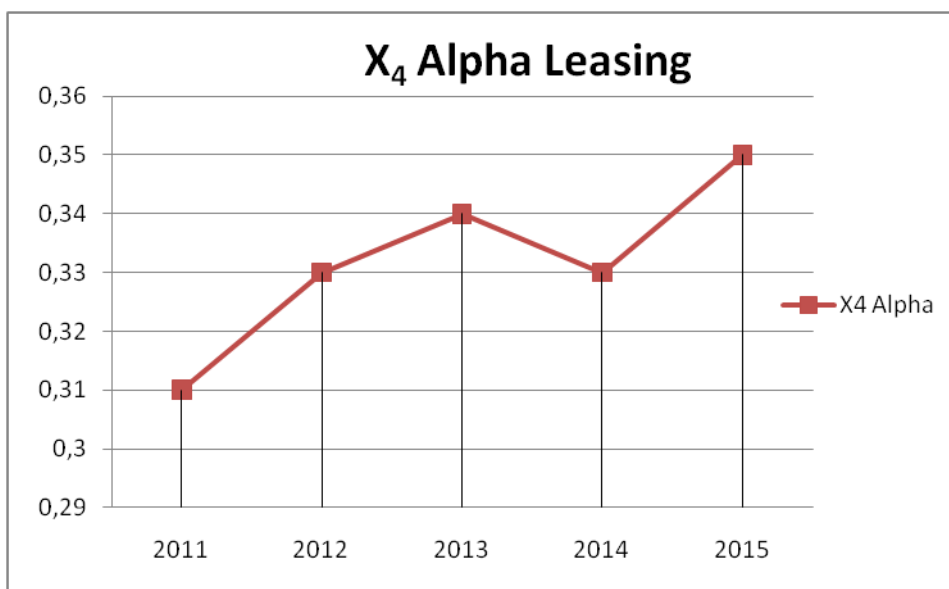
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ο Αριθμοδείκτης X_4 , είναι δείκτης Κεφαλαιακής διάθρωσης και φερεγγυότητας καθώς δείχνει το μέγεθος της κάλυψης των Ξένων Κεφαλαίων από τα Ίδια Κεφάλαια της επιχείρησης και ως επί το πλείστον, την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση προς τους δανειστές της.

Ωστόσο, με βάση τα παραπάνω για την περίοδο 2011-2015 η εταιρεία δεν παρουσιάζει κάποια σημαντική μείωση στο δείκτη X_4 γεγονός θετικό καθώς η εταιρεία δείχνει ότι προσπαθεί να κρατήσει μια ισορροπία ως προς την αποπληρωμή των οφειλών της.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_4 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 30: Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «Alpha Leasing»



Πηγή: Πίνακας 23

Με βάσει το διάγραμμα 30, η πορεία του δείκτη X_4 σημειώνει μικρή αλλά ανοδική πορεία γεγονός που οφείλεται στην συνεχή μείωση των Υποχρεώσεων της εταιρείας.

$$X_5 = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 24: Υπολογισμός του X_5 για την «Alpha Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	44.036	34.851	26.193	23.876	20.822
	1.136.646	1.075.102	1.012.458	981.821	881.207
Σύνολο X_5	0,038 φορές	0,032 φορές	0,025 φορές	0,024 φορές	0,023 φορές

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

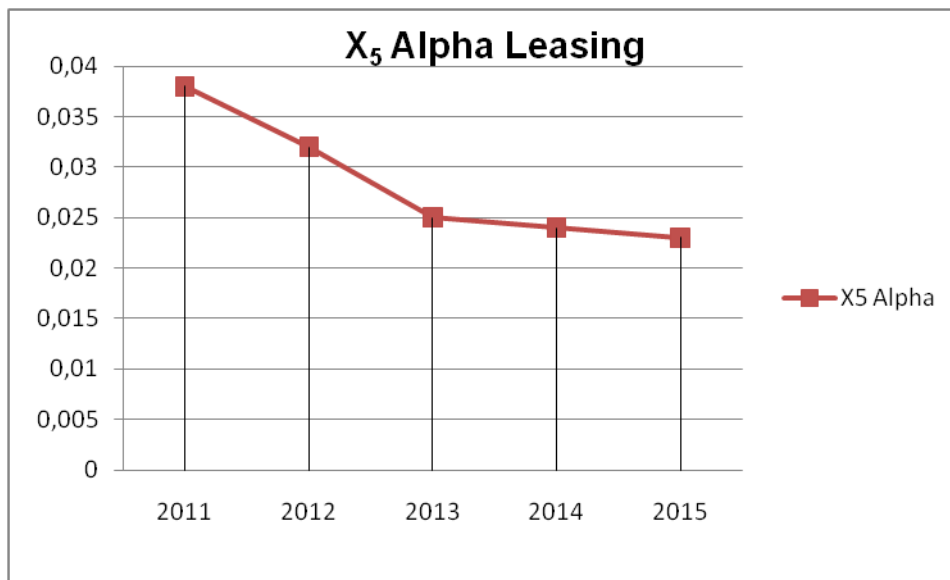
Ο Αριθμοδείκτης X_5 , ανήκει στην κατηγορία των δεικτών Κυκλοφοριακής ταχύτητας των δεσμευμένων κεφαλαίων. Αναλυτικότερα, απεικονίζει αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της.

Με βάση τα άνωθεν, παρατηρείται διαχρονικά μια σχετική σταθερότητα του δείκτη X_5 , αλλά τα επίπεδα του δείκτη που είναι χαμηλότερα της μονάδας,

αποτελούν ένδειξη μη εντατικής χρησιμότητας των περιουσιακών στοιχείων αλλά και δείγμα υπερεπένδυσης χωρίς τα ανάλογα οικονομικά αποτελέσματα.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_5 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 31: Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «Alpha Leasing»



Πηγή: Πίνακας 24

Παρατηρούμε στο διάγραμμα 31, πως ο δείκτης X_5 , καταγράφει μείωση κατά την περίοδο 2011-2015 γεγονός που οφείλεται στην συνεχή μειούμενη αποδοτικότητα των επενδυμένων στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας.

➤ **Υπολογισμός του Z-Score για την εταιρεία «Alpha Leasing»**

Προηγουμένως, υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες της Alpha Leasing για τα έτη 2011-2015, ώστε να πραγματοποιηθεί η εφαρμογή αυτών στη συνάρτηση του μοντέλου του Altman Z-Score. Ακολουθεί πίνακας, για την παρουσίαση των τιμών των δεικτών συγκεντρωτικά.

Πίνακας 25: Δείκτες της «Alpha Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο

ΔΕΙΚΤΕΣ	2011	2012	2013	2014	2015
X1	0,304	0,307	0,351	0,366	0,399
X2	0,015	0,01	0,005	-0,01	-0,031
X3	0,001	-0,006	-0,13	-0,02	-0,03
X4	0,31	0,33	0,34	0,33	0,35
X5	0,038 φορές	0,032 φορές	0,025 φορές	0,024 φορές	0,023 φορές

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Κάνοντας αντικατάσταση των δεικτών της εταιρείας στο Αναθεωρημένο Μοντέλο του Altman Z-Score για τις Μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις, προκύπτει:

$$Z = 0,71 \cdot X1 + 0,847 \cdot X2 + 3,107 \cdot X3 + 0,42 \cdot X4 + 0,998 \cdot X5$$

$$Z_{2011} = 0,216 + 0,013 + 0,003 + 0,130 + 0,038 = \mathbf{0,400}$$

$$Z_{2012} = 0,218 + 0,008 + (-0,019) + 0,139 + 0,032 = \mathbf{0,378}$$

$$Z_{2013} = 0,249 + 0,004 + (-0,404) + 0,143 + 0,025 = \mathbf{0,017}$$

$$Z_{2014} = 0,260 + (-0,008) + (-0,062) + 0,139 + 0,024 = \mathbf{0,352}$$

$$Z_{2015} = 0,283 + (-0,026) + (-0,093) + 0,147 + 0,023 = \mathbf{0,334}$$

Πίνακας 26: Αποτελέσματα Z-Score για «Alpha Leasing»

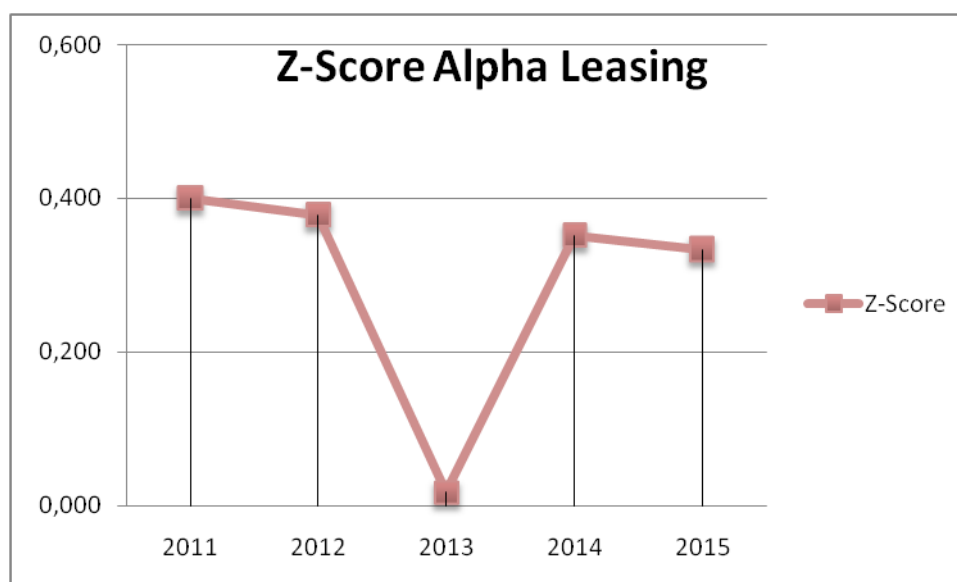
ΔΕΙΚΤΕΣ	X1	X2	X3	X4	X5	Z-Score
2011	0,216	0,013	0,003	0,130	0,038	0,400
2012	0,218	0,008	-0,019	0,139	0,032	0,378
2013	0,249	0,004	-0,404	0,143	0,025	0,017
2014	0,260	-0,008	-0,062	0,139	0,024	0,352
2015	0,283	-0,026	-0,093	0,147	0,023	0,334
M.O						0,296

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστόν, όταν ο δείκτης Z-Score $< 1,23$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται υπό τον κίνδυνο πτώχευσης. Ο δείκτης Z-Score της Alpha Leasing για την συνολικά εξεταζόμενη περίοδο, εμφανίζεται μικρότερος της κρίσιμης τιμής 2,90, υποδηλώνοντας πως υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο πτώχευσης στο μέλλον.

Η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη Z απεικονίζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:

Διάγραμμα 32: Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «Alpha Leasing»



Πηγή: Πίνακας 26

Βάσει των παραπάνω αποτελεσμάτων της Alpha Leasing, παρατηρείται ότι από το 2011 ο Z-Score της εταιρείας δεν ήταν ικανοποιητικός και κατά τις χρονιές που ακολούθησαν, η κατάσταση χειροτέρευσε δραματικά με

αποκορύφωμα το 2013 όπου ο δείκτης Z άγγιζε μηδενικά επίπεδα. Από το 2014 και έπειτα ο δείκτης σημειώνει άνοδο, αλλά παραμένει σε μη ικανοποιητικά επίπεδα.

Δεν πρέπει να διαφεύγει το γεγονός, πως το αρνητικό οικονομικό κλίμα εντός της χώρας επηρέασαν αρνητικά όλες τις εταιρείες εντός και εκτός του κλάδου. Το αποτέλεσμα αυτής της κατάστασης ήταν οι συνεχείς ανακεφαλαιοποιήσεις οι οποίες αποτελούσαν τη μόνη λύση ώστε να συνεχιστούν οι λειτουργίες τους.

Έτσι, δικαιολογείται και ο ιδιαίτερος χαμηλός Z-Score της Alpha Leasing κατά την περίοδο 2011-2015.

3.4.2 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «Πειραιώς Leasing A.E»

Ακολουθεί η εφαρμογή του μοντέλου στην εταιρεία Πειραιώς Leasing, όπου η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων τους έγινε σε βάθος πενταετίας και ιδιαίτερα για την περίοδο 2011 – 2015, με σκοπό την σύγκριση του δείκτη Z της κάθε εταιρείας με τις τιμές του μοντέλου.

➤ Υπολογισμός και Ανάλυση των Αριθμοδεικτών της «Πειραιώς Leasing A.E»

Παρατίθεται ο υπολογισμός των 5 Αριθμοδεικτών ανά έτος (2011-2015), που απαιτούνται για την εφαρμογή του μοντέλου.

$$X_1 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 27: Υπολογισμός του X_1 για την «Πειραιώς Leasing»

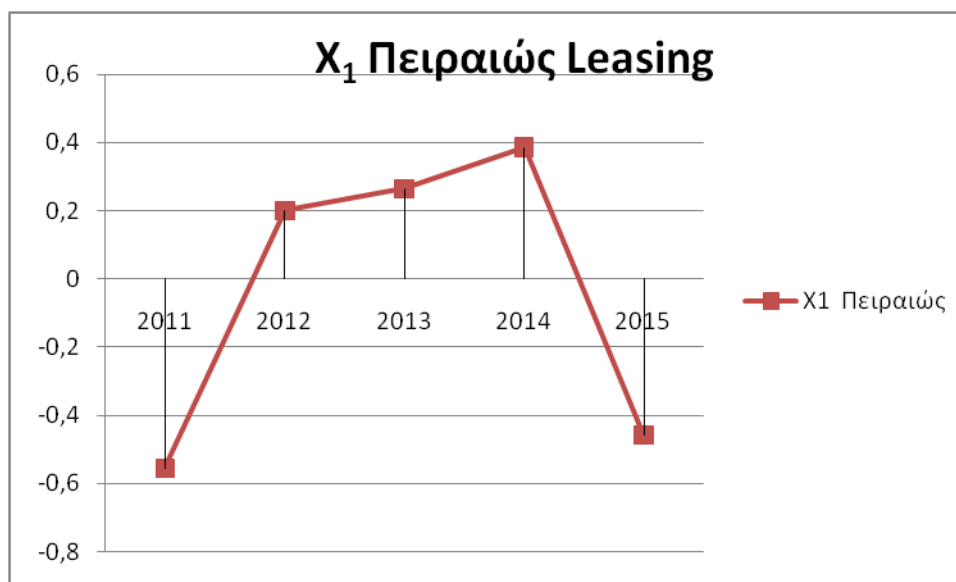
<u>Έτη</u>	2011	2012	2013	2014	2015
	(582.234)	192.145	272.855	344.371	(395.237)
	1.047.400	960.647	1.031.846	892.234	861.466
<u>Σύνολο X_1</u>	-0,555	0,2	0,264	0,385	-0,458

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Με βάση τον παραπάνω πίνακα, παρατηρούμε πως το 2011 η εταιρεία παρουσιάζει προβλήματα ρευστότητας γεγονός που οφείλεται πως οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν καλύπτονταν από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ωστόσο, την περίοδο 2012 – 2014, σημειώθηκε ανάκαμψη ως προς το κεφάλαιο κίνησης αλλά πάλι το 2015 ο δείκτης είναι σε αρνητικά επίπεδα.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_1 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 33: Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «Πειραιώς Leasing»



Πηγή: Πίνακας 27

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, η πορεία του δείκτη X_1 σημειώνει άνοδο από το 2011 και έπειτα καθώς υπήρχε αύξηση του Κεφαλαίου κίνησης αλλά από το έτος 2015 ο δείκτης καταγράφει απότομη πτώση.

$$X_2 = \text{Παρακρατηθέντα Κέρδη} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 28: Υπολογισμός του X_2 για την «Πειραιώς Leasing»

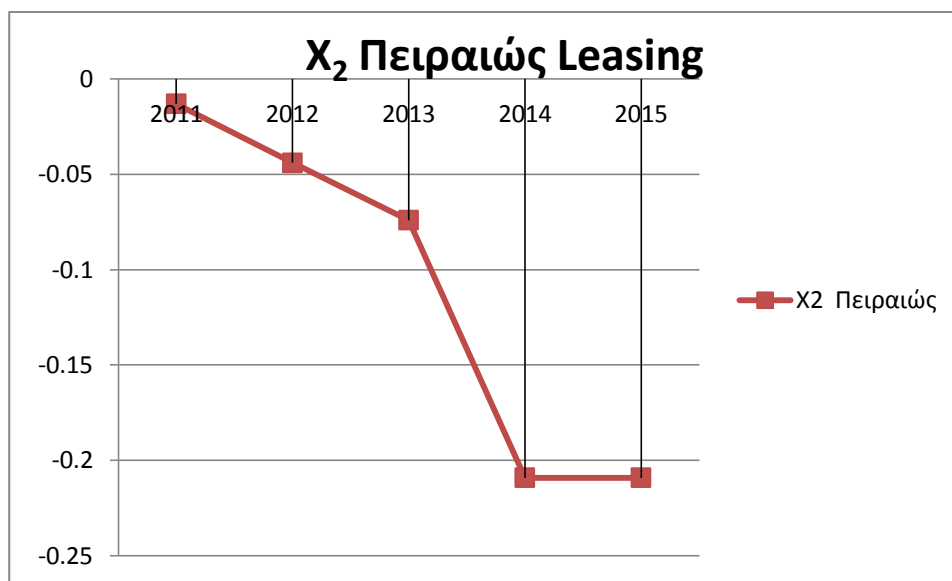
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	(13.851) 1.047.400	(42.795) 960.647	(76.820) 1.031.846	(186.711) 892.234	(180.699) 861.466
Σύνολο X_2	-0,013	-0,044	-0,074	-0,209	-0,209

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Τα αρνητικά Παρακρατηθέντα Κέρδη ή Κέρδη εις νέον, καθόλη την διάρκεια της περιόδου 2011 – 2015, καθιστούν αναγκαία την ανακεφαλαιοποίηση της εταιρείας από τους μετόχους καθώς οι συνεχιζόμενες ζημιές έχουν ως αναμενόμενο αποτέλεσμα και την μείωση των Ιδίων Κεφαλαίων.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_2 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 34: Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «Πειραιώς Leasing»



Πηγή: Πίνακας 28

Στο διάγραμμα 34, παρατηρούμε ότι ο δείκτης X_2 βρίσκεται συνεχώς σε αρνητικά επίπεδα και σε όλη την διάρκεια της περιόδου 2011-2015 σημειώνει πτωτική πορεία λόγω των ζημιών στα Κέρδη εις νέον.

$X_3 = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$

Πίνακας 29: Υπολογισμός του X_3 για την «Πειραιώς Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	<u>(14.645)</u> 1.047.400	<u>(34.582)</u> 960.647	<u>(46.987)</u> 1.031.846	<u>(109.981)</u> 892.234	<u>(16.097)</u> 861.466
Σύνολο X_3	-0,013	-0,035	-0,045	-0,123	-0,018

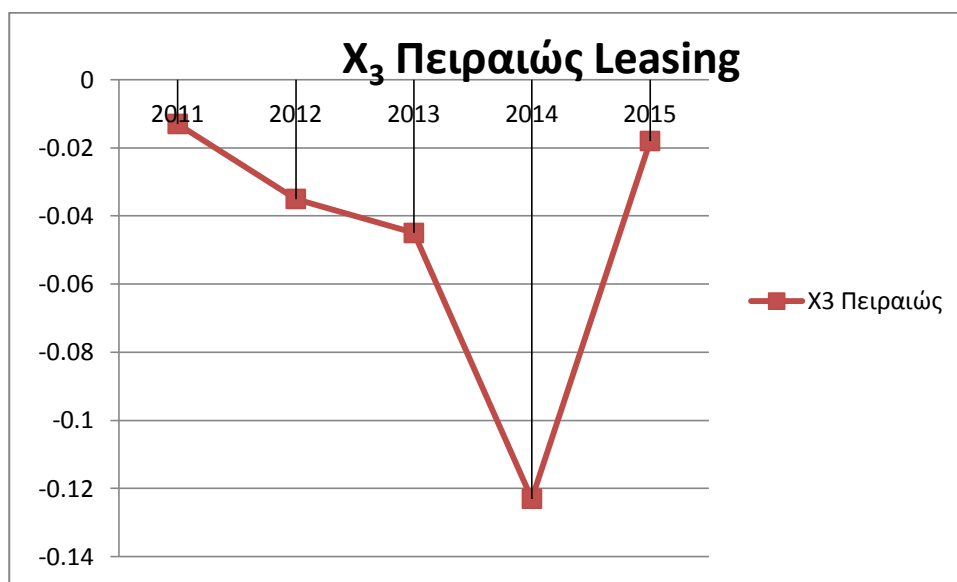
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Παρατηρείται, πως η εταιρεία για την περίοδο 2011-2015 σημειώνει συνεχώς ζημίες με κορύφωση το 2014 όπου εμφανίζει την υψηλότερες σε σχέση με τις προηγούμενες χρήσεις. Αυτό οφείλεται στην υψηλή απαξίωση

των απαιτήσεων της εταιρείας που καταγράφονται από το 2011-2015. Ως συνακόλουθο της μείωσης των ΚΠΦΤ των ετών 2011-2015, δημιουργήθηκε αρνητικό αντίκτυπο στο δείκτη X_3 που αποτελεί ένδειξη ότι οι βασικές επιχειρηματικές δραστηριότητες της Πειραιώς Leasing ήταν ζημιογόνες.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_3 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 35: Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «Πειραιώς Leasing»



Πηγή: Πίνακας 29

Παρατηρούμε στο παραπάνω διάγραμμα, πως η πορεία του δείκτη X_3 παρουσιάζει συνεχή πτώση, με κομβικό σημείο το έτος 2014 όπου σημειώνει και την μεγαλύτερη λόγω των μεγάλων ζημιών που κατέγραψε στα Κέρδη προ Φόρων.

$$\underline{X_4 = \text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

Πίνακας 30: Υπολογισμός του X_4 για την «Πειραιώς Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	148.889	119.945	85.043	60.079	64.014
	898.511	840.702	946.803	832.155	797.452
Σύνολο X_4	0,165	0,142	0,089	0,072	0,080

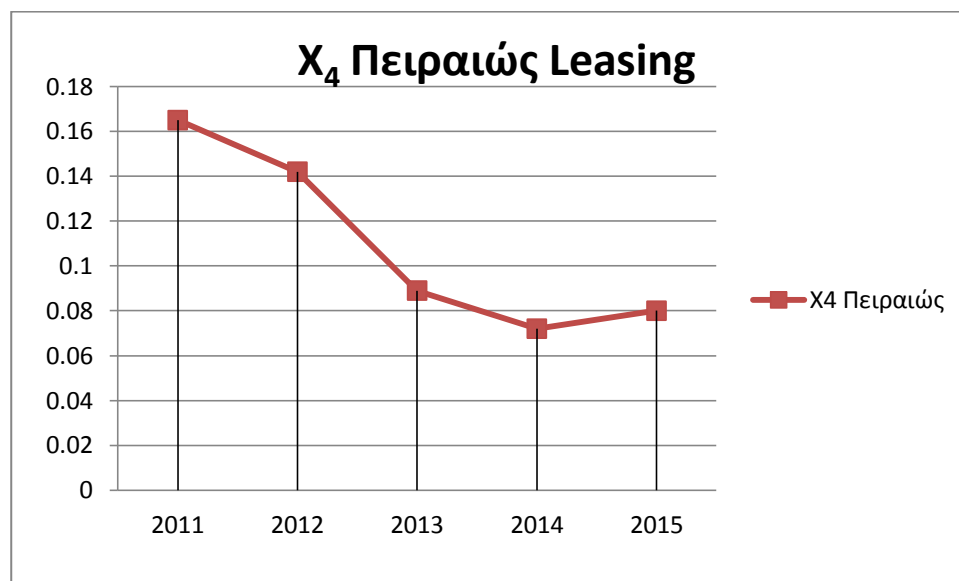
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστόν ο αριθμοδείκτης X_4 , αποτελεί δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης και φερεγγυότητας, καθώς παρουσιάζει κατά πόσο το ενεργητικό της επιχείρησης μπορεί να μειωθεί σε αξία, προτού οι υποχρεώσεις της υπερβούν το ενεργητικό, γεγονός που την καθιστά αφερέγγυα.

Με βάση τον παραπάνω πίνακα, παρατηρείται μια συνεχή μείωση του δείκτη καθώς η Λογιστική Αξία των ιδίων Κεφαλαίων συνεχώς μειώνεται καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2011-2015, με άμεση συνέπεια το ρίσκο χρηματοδότησης από την πλευρά των πιστωτών της εταιρείας να αυξάνεται.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_4 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 36: Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «Πειραιώς Leasing»



Πηγή: Πίνακας 30

Με βάσει το παραπάνω διάγραμμα, παρατηρούμε την συνεχή πτωτική πορεία του δείκτη X_4 με εξαίρεση το έτος 2015 όπου σημειώθηκε μια μικρή αύξηση.

$$X_5 = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

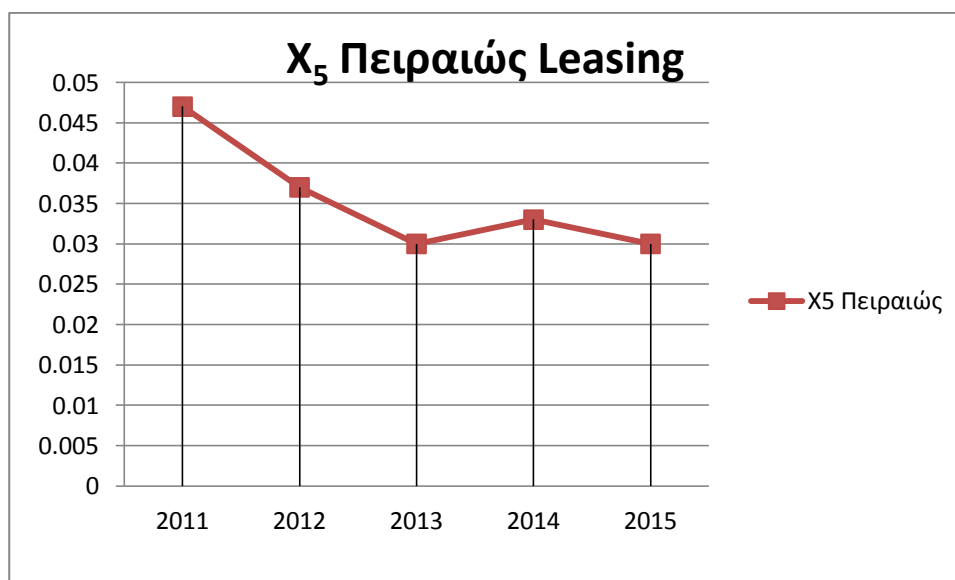
Πίνακας 31: Υπολογισμός του X_5 για την «Πειραιώς Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	50.140	35.808	31.310	29.548	26.486
	1.047.400	960.647	1.031.846	892.234	861.466
Σύνολο X_5	0,047 φορές	0,037 φορές	0,030 φορές	0,033 φορές	0,030 φορές

Τα επίπεδα του δείκτη X_5 με βάση των παραπάνω πίνακα για τα έτη 2011-2015, είναι χαμηλότερα της μονάδας, αποτελώντας δείγμα υπερεπένδυσης της εταιρείας αλλά και χαμηλής αποδοτικότητας.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_5 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 37: Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «Πειραιώς Leasing»



Πηγή Πίνακας 31

Παρατηρούμε στο διάγραμμα 37, πως ο δείκτης X_5 , έχει καθοδική πορεία με εξαίρεση το 2014 όπου υπάρχει μια ελάχιστη άνοδος, καθώς η πτώση οφείλεται στη μη αποτελεσματικότητα των επενδύσεων που έχει κάνει η εταιρεία.

➤ **Υπολογισμός του Z-Score για την εταιρεία «Πειραιώς Leasing»**

Προηγουμένως, υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες της Πειραιώς Leasing για τα έτη 2011-2015, ώστε να πραγματοποιηθεί η εφαρμογή αυτών στη συνάρτηση του μοντέλου του Altman Z-Score. Ακολουθεί πίνακας, για την παρουσίαση των τιμών των δεικτών συγκεντρωτικά.

Πίνακας 32: Δείκτες της «Πειραιώς Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο

ΔΕΙΚΤΕΣ	2011	2012	2013	2014	2015
X1	-0,555	0,2	0,264	0,385	-0,458
X2	-0,013	-0,044	-0,074	-0,209	-0,209
X3	-0,013	-0,035	-0,045	-0,123	-0,018
X4	0,165	0,142	0,089	0,072	0,08
X5	0,047 φορές	0,037 φορές	0,03 φορές	0,033 φορές	0,03 φορές

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Κάνοντας αντικατάσταση των δεικτών της εταιρείας στο Αναθεωρημένο Μοντέλο του Altman Z-Score για τις Μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις, προκύπτει:

$$Z = 0,71 \cdot X1 + 0,847 \cdot X2 + 3,107 \cdot X3 + 0,42 \cdot X4 + 0,998 \cdot X5$$

$$Z_{2011} = (-0,394) + (-0,011) + (-0,040) + 0,069 + 0,047 = -0,329$$

$$Z_{2012} = 0,142 + (-0,037) + (-0,109) + 0,060 + 0,037 = 0,093$$

$$Z_{2013} = 0,187 + (-0,063) + (-0,140) + 0,037 + 0,030 = 0,052$$

$$Z_{2014} = 0,273 + (-0,177) + (-0,382) + 0,030 + 0,033 = -0,223$$

$$Z_{2015} = -0,325 + (-0,177) + (-0,056) + 0,034 + 0,030 = -0,495$$

Πίνακας 33: Αποτελέσματα Z-Score για «Πειραιώς Leasing»

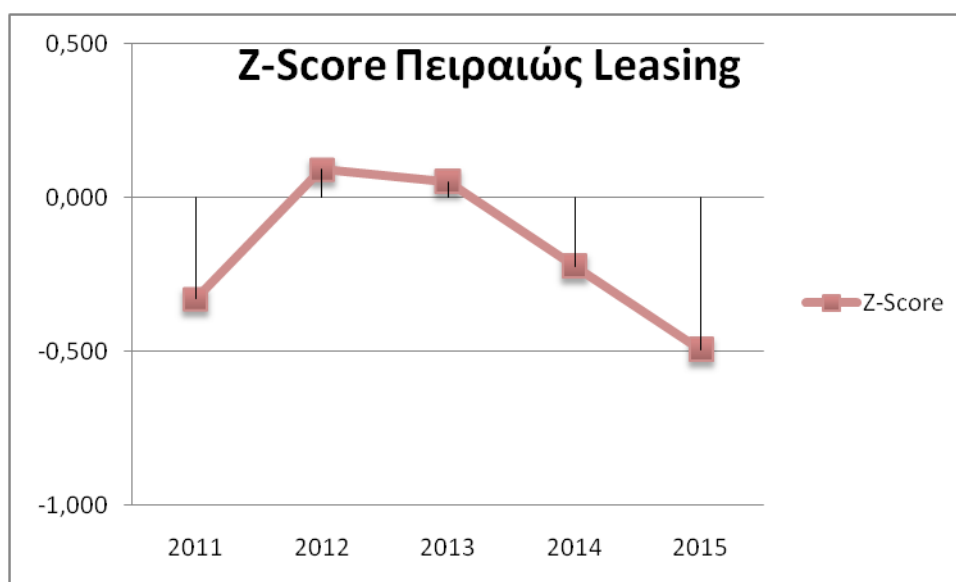
ΔΕΙΚΤΕΣ	X1	X2	X3	X4	X5	Z-Score
2011	-0,394	-0,011	-0,040	0,069	0,047	-0,329
2012	0,142	-0,037	-0,109	0,060	0,037	0,093
2013	0,187	-0,063	-0,140	0,037	0,030	0,052
2014	0,273	-0,177	-0,382	0,030	0,033	-0,223
2015	-0,325	-0,177	-0,056	0,034	0,030	-0,495
M.O						-0,180

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστόν, όταν ο δείκτης Z-Score $< 1,23$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται υπό τον κίνδυνο πτώχευσης. Ο δείκτης Z-Score της Πειραιώς Leasing για την συνολικά εξεταζόμενη περίοδο, εμφανίζεται μικρότερος (αρνητικός) της κρίσιμης τιμής 2,90, υποδηλώνοντας πως υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο πτώχευσης στο μέλλον.

Η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη Z απεικονίζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:

Διάγραμμα 38: Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «Πειραιώς Leasing»



Πηγή: Πίνακας 33

Η εικόνα της Πειραιώς Leasing είναι σχεδόν αντίστοιχη με της Alpha Leasing καθώς και οι δύο εταιρείες σημειώνουν χαμηλά επίπεδα στο δείκτη Z,

με την διαφορά όμως ότι η Πειραιώς Leasing καταγράφει αρνητικές τιμές στο δείκτη Z για τρία έτη.

Συνεπώς, συγκρίνοντας την Πειραιώς Leasing με την Alpha Leasing, παρατηρείται πως και οι δύο αντιμετωπίζουν το ενδεχόμενο της πτώχευσης αλλά οι δείκτες Z της Alpha Leasing ακολούθησαν καλύτερη πορεία, γεγονός που απεικονίζεται στο Διάγραμμα 32.

3.4.3 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «Εθνική Leasing Α.Ε.»

Ακολουθεί η εφαρμογή του μοντέλου στην εταιρεία Εθνική Leasing, όπου η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων τους έγινε σε βάθος πενταετίας και ιδιαίτερα για την περίοδο 2011 – 2015, με σκοπό την σύγκριση του δείκτη Z της κάθε εταιρείας με τις τιμές του μοντέλου.

- Υπολογισμός και Ανάλυση των Αριθμοδεικτών της «Εθνικής Leasing Α.Ε.».

Παρατίθεται ο υπολογισμός των 5 Αριθμοδεικτών ανά έτος (2011-2015), που απαιτούνται για την εφαρμογή του μοντέλου.

$$X_1 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 34: Υπολογισμός του X_1 για την «Εθνική Leasing»

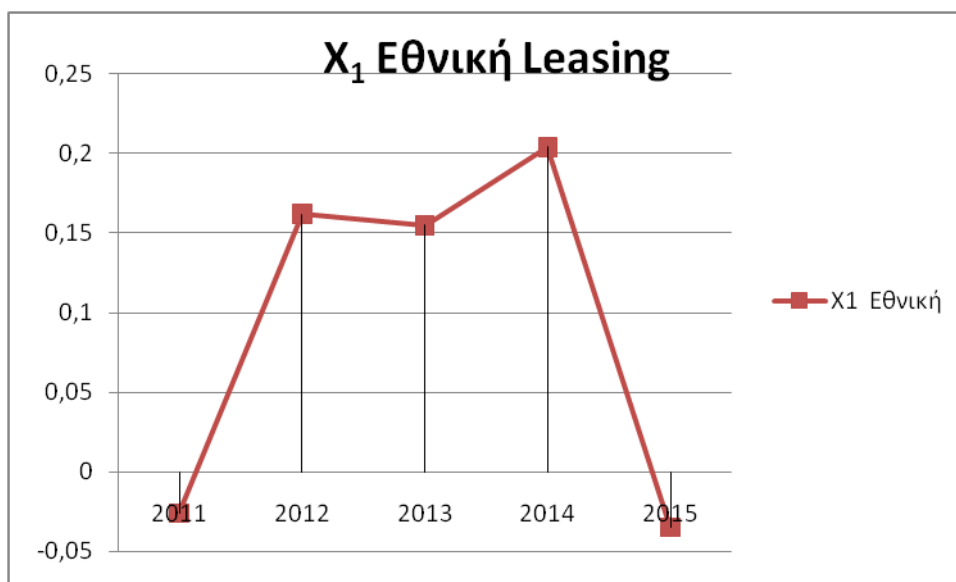
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	(18.625) 699.007	116.788 719.133	104.294 671.895	133.379 653.038	(23.410) 656.296
Σύνολο X_1	-0,026	0,162	0,155	0,204	-0,035

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Με βάση των παραπάνω πίνακα υπολογισμών του δείκτη X_1 , για το 2011 σημειώθηκε ανεπάρκεια στο κεφάλαιο κίνησης καθώς είναι αρνητικό. Από το 2012-2014, το κλίμα αλλάζει και ο δείκτης καταγράφει άνοδο. Ωστόσο, αυτή η αύξηση δεν διαρκεί καθώς το 2015 καταγράφεται πάλι ανεπάρκεια στο κεφάλαιο κίνησης, ένδειξη πως η εταιρεία δεν μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_1 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 39: Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «Εθνική Leasing»



Πηγή: Πίνακας 34

Σύμφωνα με το διάγραμμα 39, ο δείκτης από το 2011 και έπειτα σημειώνει σημαντική άνοδο καθώς για τα έτη 2012-2014 ο δείκτης σημειώνει θετικές τιμές. Ωστόσο, από το έτος 2014 και έπειτα, ο δείκτης καταγράφει απότομη πτώση, γεγονός που οφείλεται στο αρνητικό Κεφάλαιο Κίνησης.

$$X_2 = \text{Παρακρατηθέντα Κέρδη} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 35: Υπολογισμός του X_2 για την «Εθνική Leasing»

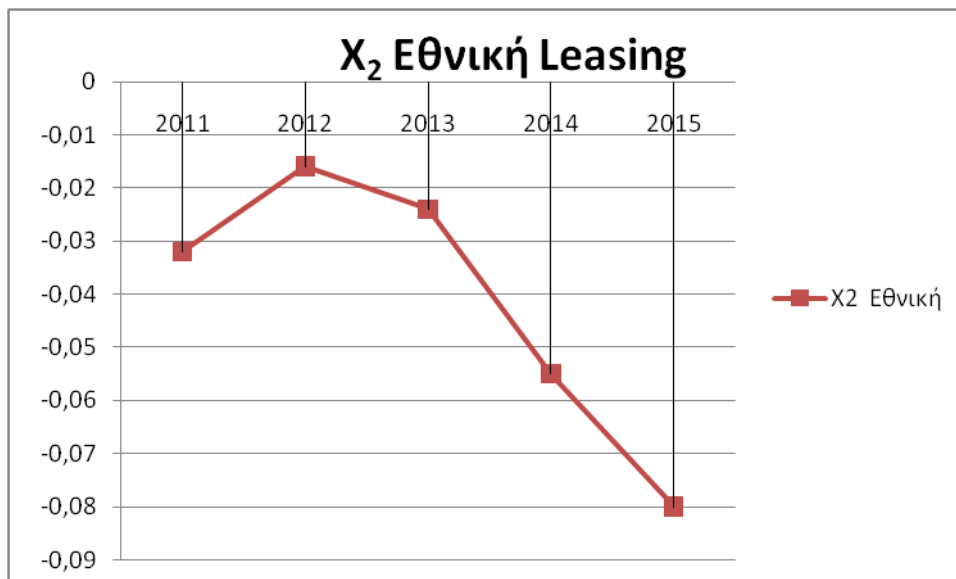
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	(22.976) 699.007	(12.106) 719.133	(16.461) 671.895	(36.129) 653.038	(52.696) 656.296
Σύνολο X_2	-0,032	-0,016	-0,024	-0,055	-0,080

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, ο δείκτης X_2 καταγράφει για τα έτη 2011-2015 αρνητικές τιμές, γεγονός που οφείλεται στα αρνητικά Αποτελέσματα εις νέον με κορύφωση το 2015, καθιστώντας αναγκαία την ανακεφαλαιοποίηση της εταιρείας, παρόλο που το 2012, η εταιρεία πραγματοποίησε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_2 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 40: Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «Εθνική Leasing»



Πηγή: Πίνακας 35

Στο διάγραμμα 40, παρατηρείται πως ο δείκτης X_2 , παραμένει συνεχώς στον αρνητικό άξονα των τιμών καθώς σημειώνει συνεχώς πτωτική πορεία καθώς αυτό οφείλεται στις συνεχόμενες ζημίες της εταιρείας για την περίοδο 2011-2015.

$$X_3 = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 36: Υπολογισμός του X_3 για την «Εθνική Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	(16.634) 699.007	15.150 719.133	(9.878) 671.895	(9.838) 653.038	(12.249) 656.296
Σύνολο X_3	-0,023	0,021	-0,014	-0,015	-0,018

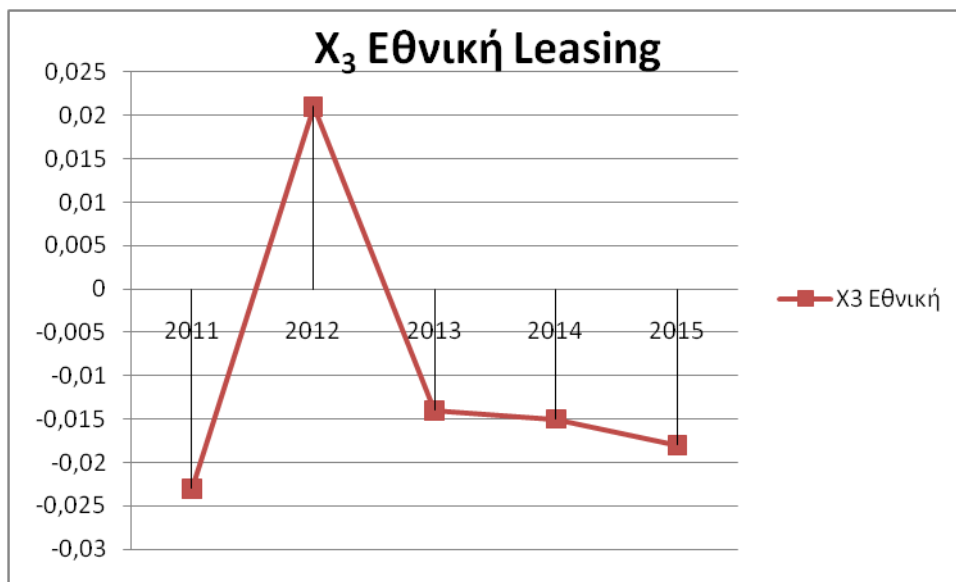
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ο δείκτης X_3 , παρουσιάζει τη κερδοφορία ανά μονάδα ενεργητικού πριν από τις επιδράσεις των τόκων και της φορολογίας. Με βάση των παραπάνω πίνακα, το γεγονός ότι κατά την περίοδο 2011 – 2015 με εξαίρεση το 2012,

σημειώνονται σημαντικές ζημίες, με αποτέλεσμα τον αρνητικό δείκτη X_3 , ένδειξη ότι οι βασικές επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας είναι ζημιογόνες.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_3 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 41: Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «Εθνική Leasing»



Πηγή: Πίνακας 36

Με βάσει το άνωθεν, ο δείκτης X_3 και για την περίοδο 2011-2015, σημειώνει θετική τιμή μόνο στο έτος 2012 καθώς υπάρχει κερδοφορία στην εταιρεία. Ωστόσο, τα επόμενα έτη ο δείκτης καταγράφει πάλι αρνητικές τιμές ένδειξη πως οι δραστηριότητες της είναι ζημιογόνες.

$$\underline{X_4 = \text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

Πίνακας 37: Υπολογισμός του X_4 για την «Εθνική Leasing»

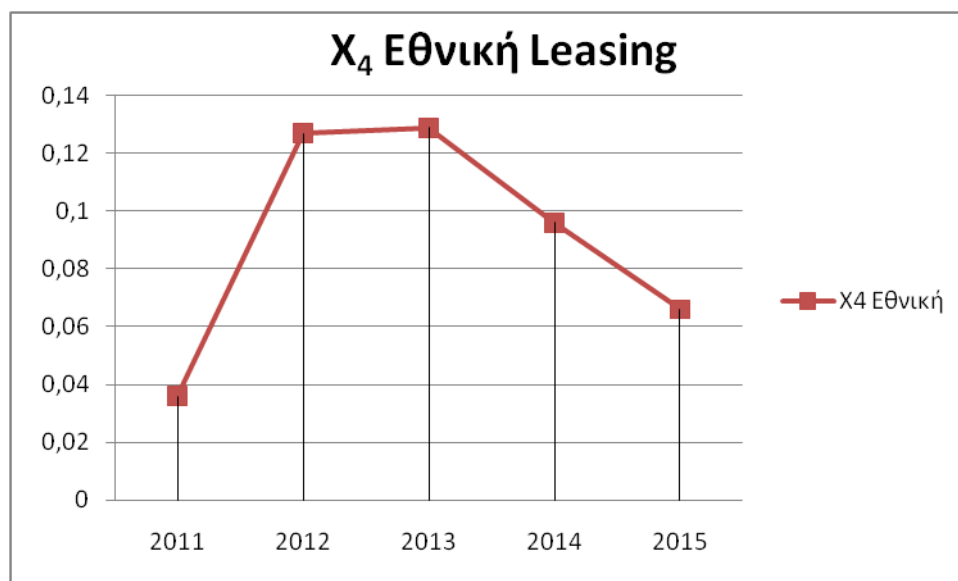
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	<u>24.813</u>	<u>81.487</u>	<u>77.118</u>	<u>57.360</u>	<u>40.854</u>
	674.194	637.646	594.777	595.678	615.442
Σύνολο X_4	0,036	0,127	0,129	0,096	0,066

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστών, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη X_4 , τόσο μικρότερο είναι το ρίσκο χρηματοδότησης από την πλευρά των πιστωτών, ενώ παράλληλα ασκείται μεγαλύτερη πίεση στην εταιρεία για την αποπληρωμή των χρεών της. Σύμφωνα με τους παραπάνω υπολογισμούς, για τα έτη 2012-2013 τα επίπεδα του δείκτη ήταν περίπου σταθερά, ωστόσο από το 2014 και έκτοτε ο δείκτης παρουσιάζει κάθοδο γεγονός που οφείλεται στα μειωμένα ίδια κεφάλαια της εταιρείας.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_4 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 42: Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «Εθνική Leasing»



Πηγή: Πίνακας 37

Στο διάγραμμα 42, ο δείκτης X_4 και για τα έτη 2012-2013 παραμένει περίπου σταθερός. Από το 2013 και έκτοτε σημειώνεται συνεχής πτώση καθώς η εταιρεία καταγράφει ταυτόχρονη μείωση των Ιδίων Κεφαλαίων της και αύξηση των Υποχρεώσεων της.

$$\underline{X_5 = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 38: Υπολογισμός του X_5 για την «Εθνική Leasing»

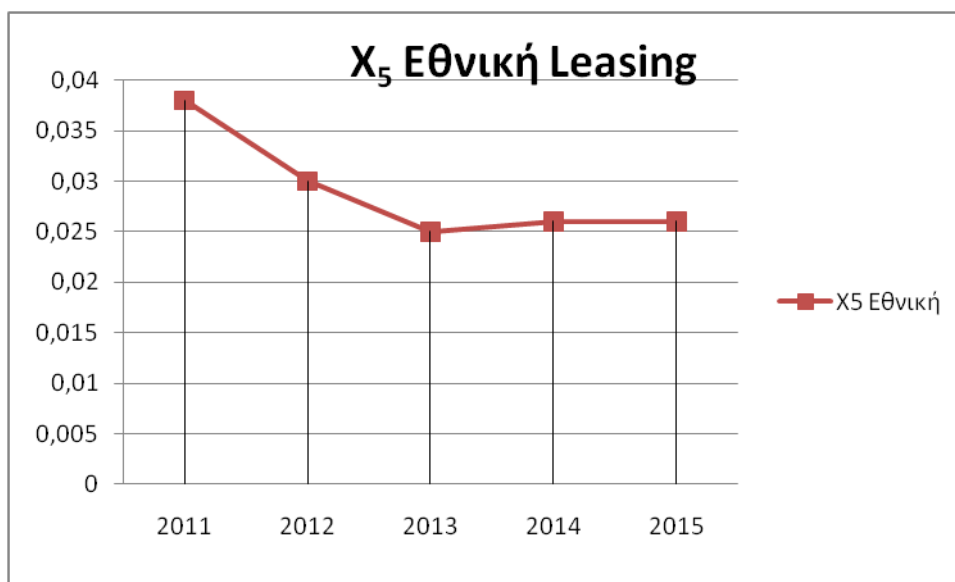
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	<u>27.228</u>	<u>21.584</u>	<u>16.911</u>	<u>17.038</u>	<u>17.480</u>
	699.007	719.133	671.895	653.038	656.296
<u>Σύνολο X_5</u>	0,038 φορές	0,03 φορές	0,025 φορές	0,026 φορές	0,026 φορές

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Με βάση τα άνωθεν, παρατηρείται διαχρονική μείωση του δείκτη X_5 , με εξαίρεση τα έτη 2014-2015, τα επίπεδα του δείκτη είναι χαμηλότερα της μονάδας, και αποτελούν ένδειξη μη εντατικής χρησιμότητας των περιουσιακών στοιχείων αλλά και δείγμα υπερεπένδυσης χωρίς τα ανάλογα οικονομικά αποτελέσματα.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_5 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 43: Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «Εθνική Leasing»



Πηγή: Πίνακας 38

Σύμφωνα με το διάγραμμα 43, ο δείκτης X_5 , από το 2011-2013 σημειώνει πτώση, αλλά από το 2013 και έκτοτε η πορεία του σταθεροποιείται λόγω της ταυτόχρονης περίπου στασιμότητας των Πωλήσεων.

➤ **Υπολογισμός του Z-Score για την εταιρεία «Εθνικής Leasing»**

Προηγουμένως, υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες της Εθνικής Leasing για τα έτη 2011-2015, ώστε να πραγματοποιηθεί η εφαρμογή αυτών στη συνάρτηση του μοντέλου του Altman Z-Score. Ακολουθεί πίνακας, για την παρουσίαση των τιμών των δεικτών συγκεντρωτικά.

Πίνακας 39: Δείκτες της «Εθνικής Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο

ΔΕΙΚΤΕΣ	2011	2012	2013	2014	2015
X1	-0,026	0,162	0,155	0,204	-0,035
X2	-0,032	-0,016	-0,024	-0,055	-0,08
X3	-0,023	0,021	-0,014	-0,015	-0,018
X4	0,036	0,127	0,129	0,096	0,066
X5	0,038 φορές	0,03 φορές	0,025 φορές	0,026 φορές	0,026 φορές

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Κάνοντας αντικατάσταση των δεικτών της εταιρείας στο Αναθεωρημένο Μοντέλο του Altman Z-Score για τις Μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις, προκύπτει:

$$Z = 0,71 \cdot X1 + 0,847 \cdot X2 + 3,107 \cdot X3 + 0,42 \cdot X4 + 0,998 \cdot X5$$

$$Z_{2011} = (-0,018) + (-0,027) + (-0,071) + 0,015 + 0,038 = -0,064$$

$$Z_{2012} = 0,115 + (-0,014) + 0,065 + 0,053 + 0,030 = 0,250$$

$$Z_{2013} = 0,110 + (-0,020) + (-0,043) + 0,054 + 0,025 = 0,125$$

$$Z_{2014} = 0,145 + (-0,047) + (-0,047) + 0,040 + 0,026 = 0,118$$

$$Z_{2015} = (-0,025) + (-0,068) + (-0,056) + 0,028 + 0,026 = -0,095$$

Πίνακας 40: Αποτελέσματα Z-Score για «Εθνική Leasing»

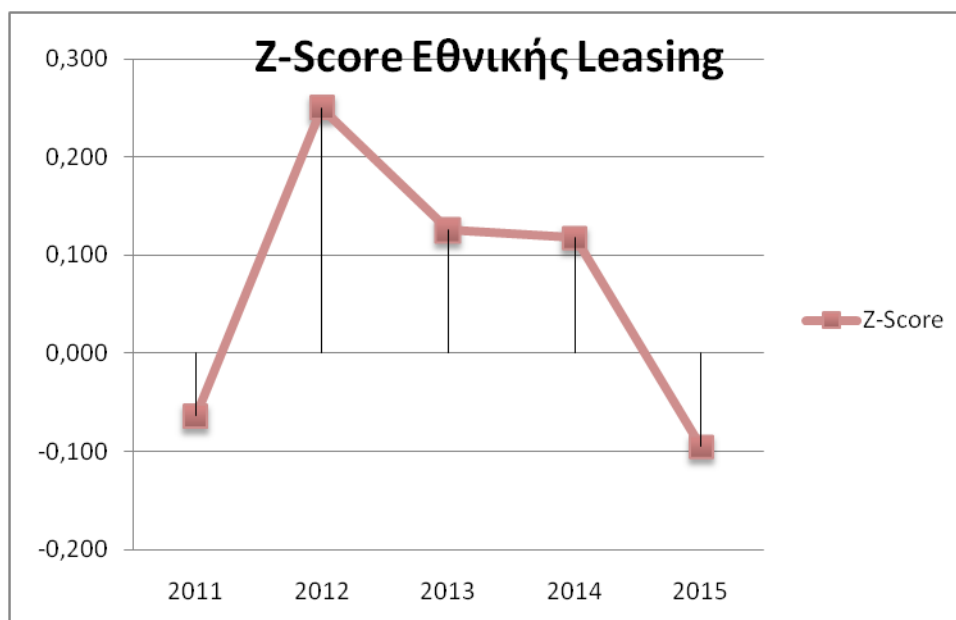
ΔΕΙΚΤΕΣ	X1	X2	X3	X4	X5	Z-Score
2011	-0,018	-0,027	-0,071	0,015	0,038	-0,064
2012	0,115	-0,014	0,065	0,053	0,030	0,250
2013	0,110	-0,020	-0,043	0,054	0,025	0,125
2014	0,145	-0,047	-0,047	0,040	0,026	0,118
2015	-0,025	-0,068	-0,056	0,028	0,026	-0,095
M.O						0,067

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστόν, όταν ο δείκτης Z-Score $< 1,23$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται υπό τον κίνδυνο πτώχευσης. Ο δείκτης Z-Score της Εθνικής Leasing για την συνολικά εξεταζόμενη περίοδο, εμφανίζεται μικρότερος της κρίσιμης τιμής 2,90, υποδηλώνοντας πως υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο πτώχευσης στο μέλλον.

Η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη Z απεικονίζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:

Διάγραμμα 44: Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «Εθνική Leasing»



Πηγή: Πίνακας 40

Όπως φαίνεται και από το παραπάνω διάγραμμα, για την εξεταζόμενη περίοδο 2011-2015, ο δείκτης Z της Εθνικής Leasing δεν ήταν εντός των ορίων που τίθενται από το μοντέλο, ώστε να χαρακτηριστεί ως ασφαλής,

καθώς τα επίπεδα του δείκτη κυμαίνονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα έως και αρνητικά ιδιαίτερα για τα έτη 2011 και 2015.

Θα πρέπει όμως να ληφθεί υπ' όψη ότι η Εθνική Leasing συγκριτικά με την Πειραιώς Leasing, παρουσίασε πιο υψηλές τιμές, αλλά σημείωσε και η ίδια αρνητικές τιμές στο δείκτη για δύο έτη.

Εν συνεχεία, συγκριτικά με την Alpha Leasing, και οι δύο εταιρείες σημειώνουν μη ικανοποιητικές τιμές στο δείκτη Z, αλλά η πορεία τους δεν είναι όμοια με την διαφορά πως η Alpha Leasing, παρουσίαζε υψηλότερους δείκτες για την περίοδο 2011-2015 χωρίς να σημειώσει ούτε μια φορά αρνητικές τιμές στο δείκτη Z σε σχέση με την Εθνική Leasing.

3.4.4 Εφαρμογή του Πτωχευτικού Μοντέλου Altman (Z-Score) στην «EFG Eurobank Leasing A.E»

Ακολουθεί η εφαρμογή του μοντέλου στην εταιρεία EFG Eurobank Leasing, όπου η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων τους έγινε σε βάθος πενταετίας και ιδιαίτερα για την περίοδο 2011 – 2015, με σκοπό την σύγκριση του δείκτη Z της κάθε εταιρείας με τις τιμές του μοντέλου.

➤ Υπολογισμός και Ανάλυση των Αριθμοδεικτών της «EFG Eurobank Leasing A.E»

Παρατίθεται ο υπολογισμός των 5 Αριθμοδεικτών ανά έτος (2011-2015), που απαιτούνται για την εφαρμογή του μοντέλου.

$$X_1 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 41: Υπολογισμός του X_1 για την «EFG Eurobank Leasing»

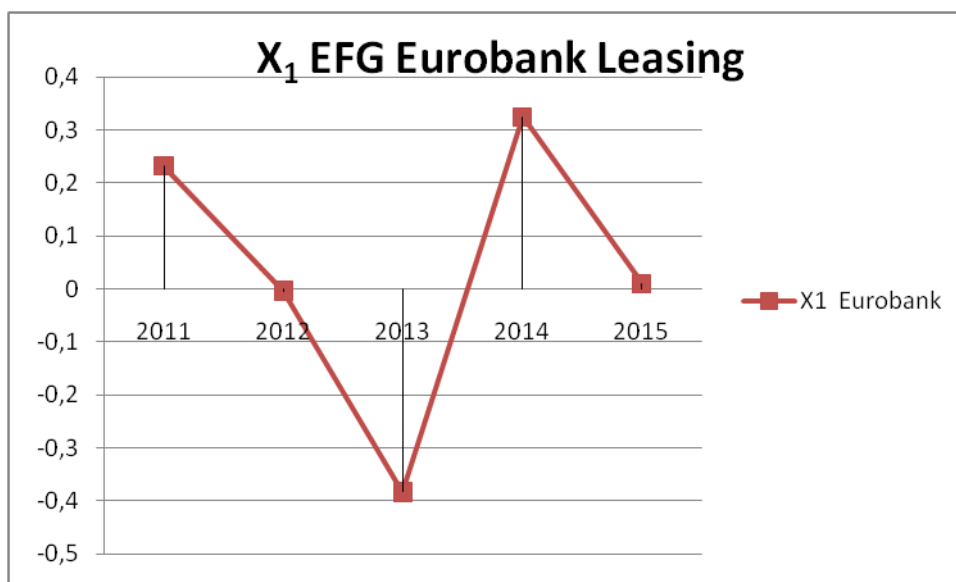
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	507.540	(88.970)	(488.444)	375.436	10.163
	2.180.032	2.221.639	1.273.216	1.158.284	980.524
Σύνολο X_1	0,232	-0,004	-0,383	0,324	0,010

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Βάσει του παραπάνω πίνακα, παρατηρείται ότι τα έτη 2012-2013 σημειώθηκε απότομη πτώση του κεφαλαίου κίνησης της εταιρείας ένδειξη πως οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν μπορούσαν να καλυφθούν από τα στοιχεία του ενεργητικού. Από το 2014 και μετά, η κατάσταση βελτιώνετε καθώς ο δείκτης X_1 δεν καταγράφει αρνητικές τιμές.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_1 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 45: Διαχρονική εξέλιξη του X_1 για την «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Πίνακας 41

Στο διάγραμμα 45, ο δείκτης X_1 σημειώνει απότομες και συνεχείς αυξομειώσεις καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2011-2015, λόγω των εναλλαγών στο κεφάλαιο κίνησης από επαρκής σε μη.

$$X_2 = \text{Παρακρατηθέντα Κέρδη} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 42: Υπολογισμός του X_2 για την «EFG Eurobank Leasing»

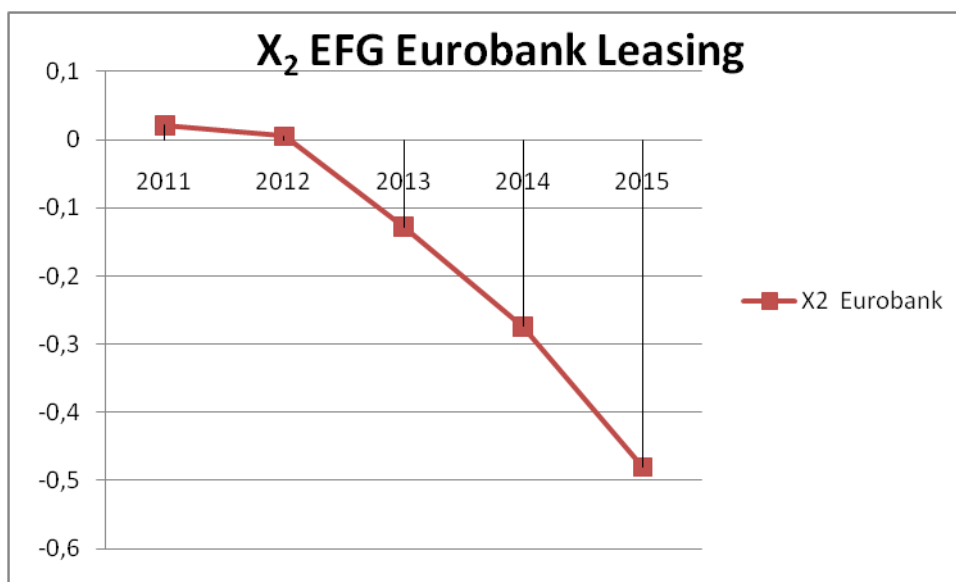
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	47.909	11.861	(163.434)	(317.828)	(470.820)
	2.180.032	2.221.639	1.273.216	1.158.284	980.524
Σύνολο X_2	0,021	0,005	-0,128	-0,274	-0,480

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Τα αρνητικά Παρακρατηθέντα κέρδη ή Κέρδη εις νέον που παρατηρούνται κατά τα έτη 2013-2015 καθιστούν αναγκαία την ανακεφαλαιοποίηση της εταιρείας καθώς οι οικονομικές δραστηριότητες της είναι ζημιογόνες για τους μετόχους.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_2 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 46: Διαχρονική εξέλιξη του X_2 για την «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Πίνακας 42

Σύμφωνα με το διάγραμμα 46, ο δείκτης X_2 από τα μηδενικά επίπεδα περνάει στα αρνητικά, καθώς η εταιρεία σημειώνει παρουσιάζει ζημιές ιδιαίτερα την περίοδο 2013-2015.

$$\underline{X_3 = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 43: Υπολογισμός του X_3 για την «EFG Eurobank Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	(9.899)	(44.658)	(150.159)	(146.558)	(152.397)
	2.180.032	2.221.639	1.273.216	1.158.284	980.524
Σύνολο X_3	-0,004	-0,020	-0,117	-0,126	-0,155

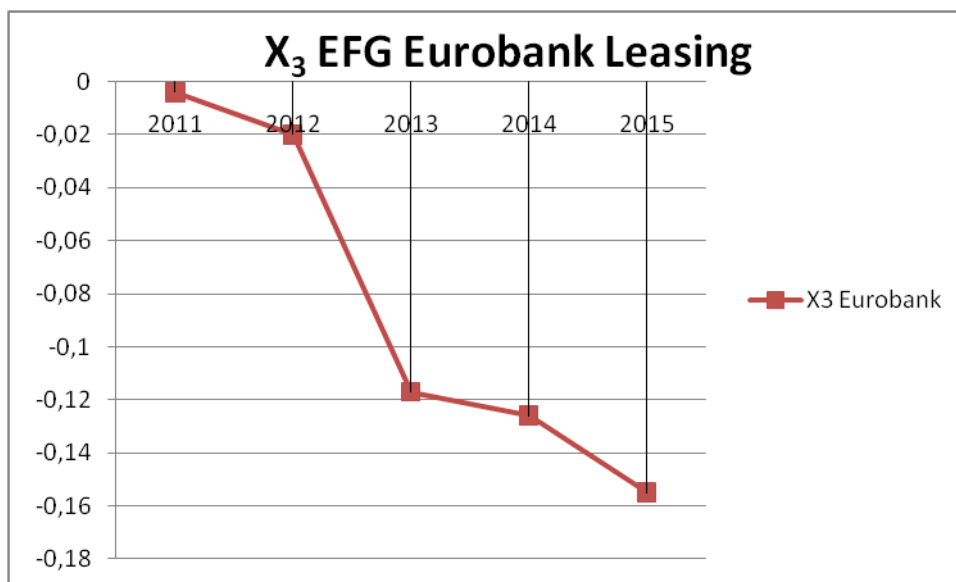
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ο δείκτης X_3 , αποτελεί, ένα από τους σημαντικότερους ως προς την πρόβλεψη της πτώχευσης, με δεδομένο το γεγονός πως ο κύριος στόχος της κάθε επιχείρησης αλλά και ο λόγος ύπαρξης της είναι η κερδοφορία που προκύπτει από το ενεργητικό της. Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, παρατηρείται πως η εταιρεία παρουσίασε υψηλές ζημιές την περίοδο 2013-2015 σε σχέση με τις προηγούμενες χρήσεις. Εν τέλει, ο αρνητικός δείκτης X_3

για την περίοδο 2011-2015, αποτελεί ένδειξη ότι οι βασικές επιχειρηματικές δραστηριότητες της είναι ζημιογόνες.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_3 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 47: Διαχρονική εξέλιξη του X_3 για την «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Πίνακας 43

Στο διάγραμμα 47, παρατηρείται η συνεχής πτώση του δείκτη X_3 σε ακόμα χαμηλότερα επίπεδα, λόγω των αυξημένων ζημιών προ φόρων της εταιρείας για την περίοδο 2011-2015.

$$X_4 = \text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Υποχρεώσεων}$$

Πίνακας 44: Υπολογισμός του X_4 για την «EFG Eurobank Leasing»

Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	<u>102.254</u>	<u>116.155</u>	<u>(8.409)</u>	<u>120.366</u>	<u>(32.825)</u>
	2.077.778	2.105.484	1.281.625	1.037.918	1.013.152
Σύνολο X_4	0,049	0,055	-0,006	0,115	-0,032

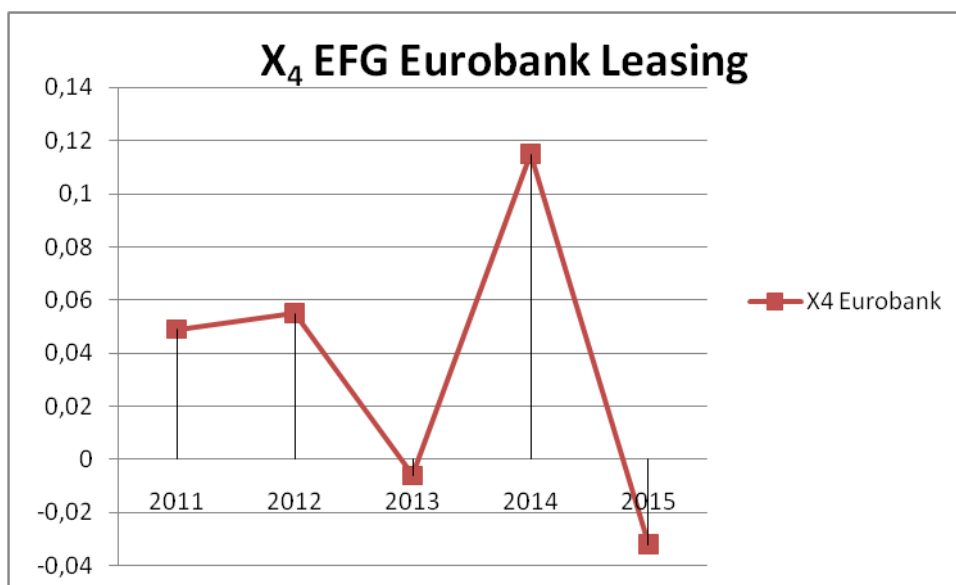
Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστόν, όσο μικρότερη είναι η τιμή του δείκτη X_4 , τόσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο χρηματοδότησης που αναλαμβάνουν οι πιστωτές, ενώ

παράλληλα ασκείται μεγαλύτερη πίεση στην εταιρεία για την αποπληρωμή των χρεών της. Με βάση τα παραπάνω, φαίνεται ότι κυρίως τα έτη 2013 και 2015 σημειώθηκε σημαντική μείωση του δείκτη γεγονός που οφείλεται στα αρνητικά Ίδια Κεφάλαια της εταιρείας.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_3 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 48: Διαχρονική εξέλιξη του X_4 για την «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Πίνακας 44

Στο διάγραμμα 48, παρατηρείται πως ο δείκτης X_4 σημειώνει αυξομειώσεις, με κατάληξη το έτος 2015 να περάσει στον αρνητικό άξονα των τιμών λόγω της ανεπάρκειας των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας.

$$X_5 = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Πίνακας 45: Υπολογισμός του X_5 για την «EFG Eurobank Leasing»

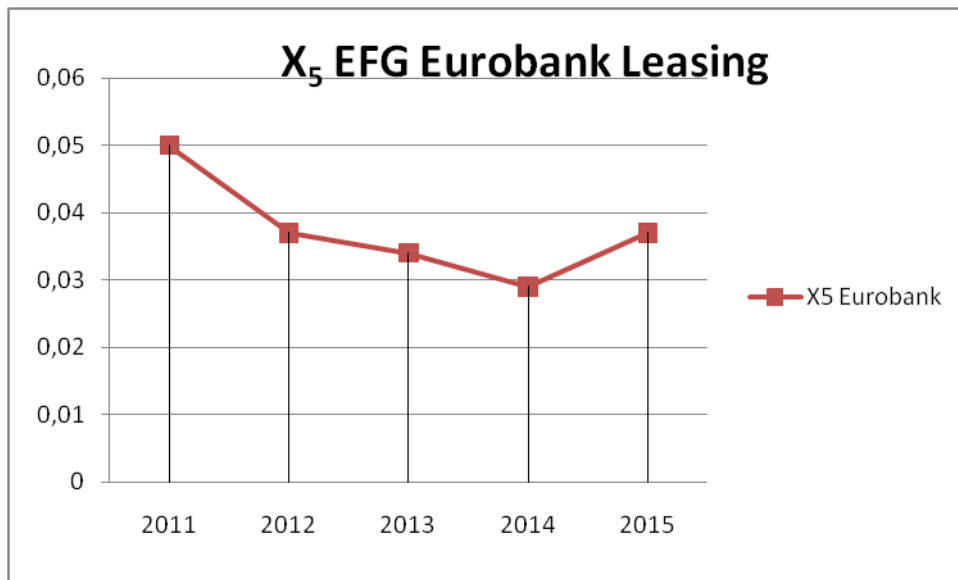
Έτη	2011	2012	2013	2014	2015
	110.442	83.073	43.670	34.407	36.825
	2.180.032	2.221.639	1.273.216	1.158.284	980.524
Σύνολο X_5	0,050 φορές	0,037 φορές	0,034 φορές	0,029 φορές	0,037 φορές

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Όπως και σε αυτή την περίπτωση εταιρείας, παρατηρείται με βάση τον παραπάνω πίνακα πως από τα έτη 2011-2015 ο δείκτης X_5 κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα μικρότερα της μονάδας, καθώς αποτελεί δείγμα υπερεπένδυσης και χαμηλής αποδοτικότητας.

Ακολουθεί διάγραμμα, που απεικονίζει τη πορεία του X_5 , για την περίοδο 2011-2015.

Διάγραμμα 49: Διαχρονική εξέλιξη του X_5 για την «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Πίνακας 45

Με βάσει το άνωθεν, ο δείκτης X_5 για την περίοδο 2011-2015, καταγράφει πτωτική τάση με εξαίρεση το έτος 2015 όπου σημείωσε άνοδο γεγονός που οφείλεται στην ταυτόχρονη μικρή αύξηση των Πωλήσεων αλλά και της μείωσης του συνολικού ενεργητικού της εταιρείας.

➤ **Υπολογισμός του Z-Score για την εταιρεία «EFG Eurobank Leasing»**

Προηγουμένως, υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες της EFG Eurobank Leasing για τα έτη 2011-2015, ώστε να πραγματοποιηθεί η εφαρμογή αυτών στη συνάρτηση του μοντέλου του Altman Z-Score. Ακολουθεί πίνακας, για την παρουσίαση των τιμών των δεικτών συγκεντρωτικά.

Πίνακας 46: Δείκτες της «EFG Eurobank Leasing» προς εφαρμογή στο μοντέλο

ΔΕΙΚΤΕΣ	2011	2012	2013	2014	2015
X1	0,165	-0,003	-0,272	0,230	0,007
X2	0,018	0,004	-0,108	-0,232	0,407
X3	-0,012	-0,062	-0,364	-0,391	-0,482
X4	0,021	0,023	-0,003	0,048	-0,013
X5	0,050 φορές	0,037 φορές	0,034 φορές	0,029 φορές	0,037 φορές

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Κάνοντας αντικατάσταση των δεικτών της εταιρείας στο Αναθεωρημένο Μοντέλο του Altman Z-Score για τις μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις, προκύπτει:

$$Z = 0,71 \cdot X1 + 0,847 \cdot X2 + 3,107 \cdot X3 + 0,42 \cdot X4 + 0,998 \cdot X5$$

$$Z2011 = 0,165 + 0,018 + (-0,012) + 0,021 + 0,05 = \mathbf{0,241}$$

$$Z2012 = -0,003 + 0,004 + (-0,062) + 0,023 + 0,037 = \mathbf{-0,001}$$

$$Z2013 = -0,272 + (-0,018) + (-0,364) + (-0,003) + 0,034 = \mathbf{-0,712}$$

$$Z2014 = 0,230 + (-0,232) + (-0,391) + 0,048 + 0,029 = \mathbf{-0,316}$$

$$Z2015 = 0,007 + (-0,407) + (-0,482) + (-0,013) + 0,037 = \mathbf{-0,858}$$

Πίνακας 47: Αποτελέσματα Z-Score για «EFG Eurobank Leasing»

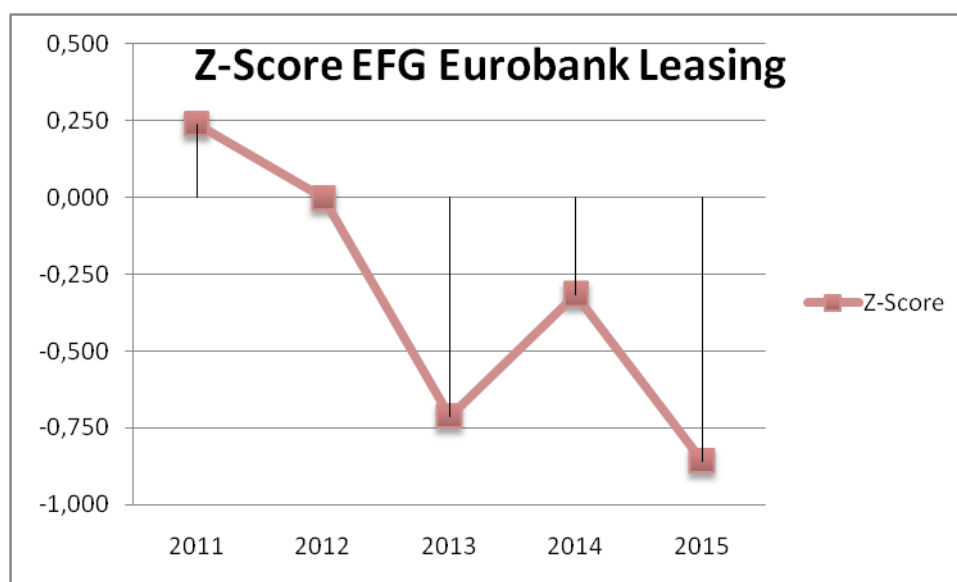
ΔΕΙΚΤΕΣ	X1	X2	X3	X4	X5	Z-Score
2011	0,165	0,018	-0,012	0,021	0,050	0,241
2012	-0,003	0,004	-0,062	0,023	0,037	-0,001
2013	-0,272	-0,108	-0,364	-0,003	0,034	-0,712
2014	0,230	-0,232	-0,391	0,048	0,029	-0,316
2015	0,007	-0,407	-0,482	-0,013	0,037	-0,858
M.O						-0,329

Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Ως γνωστόν, όταν ο δείκτης Z-Score $< 1,23$, τότε η επιχείρηση βρίσκεται υπό τον κίνδυνο πτώχευσης. Ο δείκτης Z-Score της EFG Eurobank Leasing για την συνολικά εξεταζόμενη περίοδο, εμφανίζεται μικρότερος της κρίσιμης τιμής 2,90, υποδηλώνοντας πως υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο πτώχευσης στο μέλλον.

Η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη Z απεικονίζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:

Διάγραμμα 50: Διαχρονική εξέλιξη Z-Score για την «EFG Eurobank Leasing»



Πηγή: Πίνακας 47

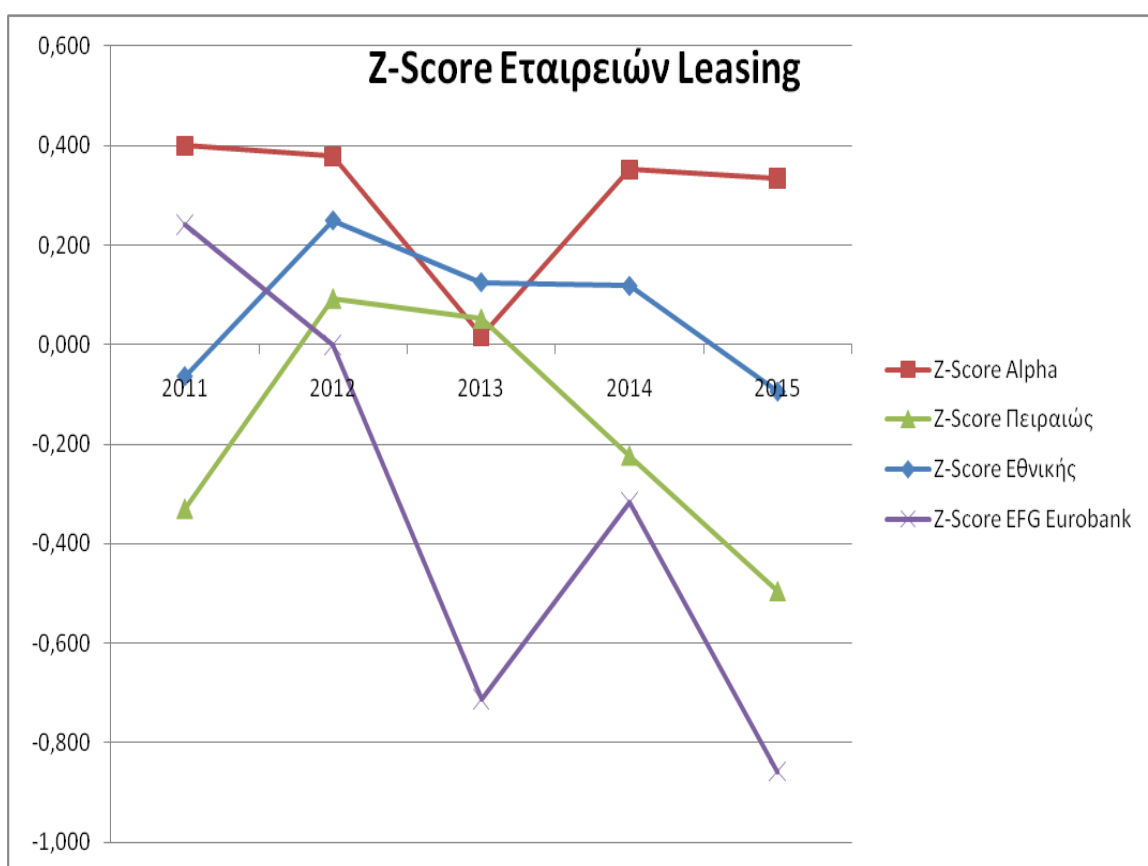
Με βάσει τα παραπάνω, για την εξεταζόμενη περίοδο 2011-2015, ο δείκτης Z-Score της EFG Eurobank Leasing δεν ήταν ικανοποιητικός σύμφωνα με το

όριο 2,90 του Altman, καθώς για τέσσερα έτη ο δείκτης Z σημείωνε αρνητικές τιμές.

Συγκριτικά με τις τρεις παραπάνω εταιρείες Leasing, οι δείκτες της EFG Eurobank Leasing της περιόδου 2011-2015, παρουσίαζαν τις χαμηλότερες τιμές με αρνητικά αποτελέσματα για αρκετά έτη.

Ακολουθεί, το διάγραμμα με την διαχρονική εξέλιξη του δείκτη Z για όλες τις εταιρείες.

Διάγραμμα 51: Συγκεντρωτική Απεικόνιση Πορείας Z-Score των Εξεταζόμενων Εταιρειών Leasing 2011-2015



Πηγή: Ιδιοκατασκευή συγγραφέα από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία.

Με το πέρασ του χρόνου, η εξέλιξη του δείκτη συνεχώς χειροτερεύει για τις περισσότερες εταιρίες, καθώς στο Διάγραμμα 51, όλες οι εταιρείες βρίσκονται εντός της επικίνδυνης ζώνης πτώχευσης, με εξαίρεση την εταιρεία Alpha Leasing που βρίσκεται σε καλύτερη θέση, καθώς δεν καταγράφει καμία αρνητική τιμή, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν αντιμετωπίζει εξίσου τον ίδιο κίνδυνο για πτώχευσης με τις υπόλοιπες.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η Χρηματοδοτική Μίσθωση αποτελεί πρόσφατο χρηματοδοτικό εργαλείο των επιχειρήσεων για τα δεδομένα της Ελλάδας, καθώς έφτασε στην Ελλάδα το 1986 και καθιερώθηκε με τον νόμο 1665/1986.

Αρκετές εταιρείες στην Ελλάδα είχαν ως δραστηριότητα την παροχή Χρηματοδοτικής Μίσθωσης καθώς πριν το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης στην χώρα, αριθμούνταν περίπου στις 15. Αντιθέτως, ο αριθμός των εταιρειών που απέμεινε σήμερα είναι μόνο 5 δηλαδή, η Alpha Leasing, η Πειραιώς Leasing, η Εθνική Leasing, η EFG Eurobank Leasing και η Attica Bank, καθώς με το πέρασ του χρόνου οι υπόλοιπες εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύτηκαν από ισχυρότερες εταιρείες, ώστε με κάποιο τρόπο να υφίστανται παρά να πτωχεύσουν. Πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της εξαγοράς και συγχώνευσης των εταιρειών Κύπρου Leasing και Λαϊκή Leasing από την Πειραιώς Leasing το 2014.

Η παρουσία αυτών των εταιρειών στον κλάδο των Χρηματοδοτικών Μισθώσεων κατέχει σημαντικό ρόλο και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το μερίδιο αγορών που είχαν συνολικά και οι πέντε για την περίοδο 2009-2016 σύμφωνα με το διάγραμμα 11, ήταν 57,9%, όπου την πρώτη θέση καταλαμβάνει η EFG Eurobank Leasing με ποσοστό 14,4% με μέτρο σύγκρισης τις ετήσιες νέες αγορές τους.

Ωστόσο, η οικονομική κρίση είχε καταλυτικό ρόλο στην πορεία των 5 εταιρειών leasing καθώς επηρέασε σε μέγιστο βαθμό την οικονομική τους δραστηριότητα λόγω της μειωμένης ρευστότητας στην αγορά με αποτέλεσμα την ύπαρξη του μη ικανοποιητικού επιπέδου επενδύσεων αλλά και την ύπαρξη της αποεπένδυσης που αντιμετώπισαν και αντιμετωπίζουν ακόμα. Ειδικότερα, με βάση τα αποτελέσματα που προέκυψαν στο Κεφάλαιο 2 της παρούσας εργασίας, όπου εξετάστηκε για την περίοδο 2008-2015 η Αποδοτικότητα των ιδίων Κεφαλαίων με την χρήση του αριθμοδείκτη ROE, έγινε αντιληπτό πως για μία οκταετία οι Ελληνικές εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης κατέγραφαν συνεχή πτώση γεγονός που οφειλόταν στα συνεχώς μειούμενα Κέρδη προ Φόρων που κατέληγαν με το πέρασ του χρόνου σε Ζημίες αλλά και στην συνεχή μείωση του Συνολικού Ενεργητικού τους. Σύμφωνα με το διάγραμμα 24 όπου απεικονίζεται η συνολική πορεία του ROE

για τις τέσσερις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης (Alpha Leasing, Πειραιώς Leasing, Εθνική Leasing, EFG Eurobank Leasing), η μεγαλύτερη πτώση σε ROE καταγράφηκε από την EFG Eurobank Leasing, την περίοδο 2013-2015 καθώς για εκείνη την περίοδο σημείωνε τεράστιες Ζημίες προ Φόρων. Ωστόσο, στην καλύτερη θέση παρά την πτώση που κατέγραψε βρισκόταν η Alpha Leasing όπου σημείωσε την μικρότερη πτώση σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Στο διάγραμμα 24 παρουσιάστηκε ξεκάθαρη εικόνα στο ποια εταιρεία μέσα στην κρίση ήταν ποιο αποδοτική.

Επιπλέον, πραγματοποιήθηκε στο ίδιο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, και η ανάλυση της απόδοσης τους με βάση την μέθοδο της DuPont Analysis όπου γίνεται η επιμέρους εξέταση του ROE σε δύο βασικά τμήματα που καθορίζουν την αποτελεσματικότητα της απόκτησης κέρδους, την αποδοτικότητα του ενεργητικού αλλά και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, όπου όλη αυτή η διαδικασία επιτυγχάνει την ορθότερη κατανόηση των δυνάμεων και των αδυναμιών στην απόδοση των εταιρειών καθώς επικεντρώνεται στον έλεγχο των δαπανών, στην αξιοποίηση των πόρων και στην διαχείριση της εταιρείας.

Η εφαρμογή της μεθόδου στις τέσσερις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης απεικόνισε σύμφωνα με το διάγραμμα 25, πως για την περίοδο 2008-2015, η αποδοτικότητα του ενεργητικού των εταιρειών ακολούθησε πτωτική πορεία με την χειρότερη να καταγράφεται από την EFG Eurobank Leasing την χρονική περίοδο 2013-2015. Σε καλύτερη θέση βρέθηκε πάλι η Alpha Leasing όπου κατέγραψε την μικρότερη πτώση και τις μικρότερες αρνητικές τιμές σε σχέση με τις υπόλοιπες. Όσον αφορά τα επίπεδα της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης, με βάση το διάγραμμα 26, τα μικρότερα επίπεδα κατέγραψε πάλι η Alpha Leasing γεγονός που αποδεικνύει πως προσπαθούσε να κρατήσει μία ισορροπία στο βαθμό δανεισμού της και να στηριχτεί στα δικά της ίδια κεφάλαια. Το έτος 2012, η Εθνική Leasing κατέγραψε το υψηλότερο επίπεδο μόχλευσης της καθώς προσπάθησε να αυξήσει το ROE της. Εν τέλει, φαινόμενο απομόχλευσης καταγράφηκαν στην EFG Eurobank Leasing την περίοδο 2013-2015 δίνοντας ξεκάθαρο σημάδι, πως η εταιρεία για εκείνη την περίοδο βασιζόταν αποκλειστικά από Ξένα κεφάλαια.

Με βάση την πτωτική πορεία των ελληνικών εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης, κρίθηκε αναγκαία η διαδικασία της μελέτης για πιθανή μελλοντική πτώχευση των εταιρειών. Ειδικότερα, με βάση τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή του πτωχευτικού μοντέλου Altman Z-Score, στο κεφάλαιο 3 της παρούσας εργασίας, έγινε η εξαγωγή των παρακάτω συμπερασμάτων. Αρχικά, και οι τέσσερις εταιρείες κινδυνεύουν από άμεση πτώχευση, γεγονός που οφείλεται στην εμφάνιση χαμηλού δείκτη Z-Score μικρότερος της κρίσιμης τιμής 2,90, υποδηλώνοντας πως υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο πτώχευσης στο μέλλον.

Η εταιρεία που κινδυνεύει περισσότερο από μια μελλοντική πτώχευση είναι η EFG Eurobank Leasing, καθώς σημείωσε τους χαμηλότερους δείκτες Z-Score για την περίοδο 2011-2015, καθώς αυτό γίνεται ξεκάθαρο στο διάγραμμα 51 όπου απεικονίζεται η πορεία του δείκτη Z-Score των τεσσάρων εταιρειών.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα, στο πόσο χρήσιμα εργαλεία αποτελούν, η μέθοδος της DuPont Analysis και το μοντέλο εξέτασης της χρεοκοπίας Altman Z-Score, σε όσους επιθυμούν να ερευνήσουν χρηματοοικονομικά μια εταιρεία καθώς η χρήση του πρώτου, επιτυγχάνει την παρουσίαση της ορθότερης εικόνας της εταιρείας αλλά και την παροχή της δυνατότητας σύγκρισης της και με άλλες εταιρείες του κλάδου, αλλά και η χρήση του δεύτερου, να προβλέπει με επιτυχία την μελλοντική πτώχευση των εταιρειών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Βούλγαρη Ε., Παπαγεωργίου Ε.,(2002) *«Χρηματιστήριο άξιων και χρηματιστήριο παράγωγων»*, Σύγχρονη εκδοτική

Γεωργιάδης Απ. (2004), *«Ενοχικό Δίκαιο»*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα

Δούρος Αθ. (2007), *«Η τραπεζική στην πράξη»*, Εκδόσεις Παπασωτηρίου

Καραθάναση Γ., (2002), *«Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές»*, Εκδόσεις Μπέλου.

Μάζης Παναγ. (1999), *«Η χρηματοδοτική μίσθωση-leasing»*, Εκδόσεις Σάκκουλας,

Μητσιόπουλος Ι.(1992), *«Χρηματοδοτική μίσθωση»*, Εκδόσεις Σμπίλιας

Κιόχος Π., Παπανικολάου Π.,(2002), *«Χρηματοοικονομική διοίκηση και πολιτική»*, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική

Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν.(2013), *«Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση»*

Πρωτοψάλτης Ν., Βρουστούρης Π.,(2002), *«Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και Διερμηνείες»*, Εκδόσεις Σταμούλης

Ξένα

Brealey R., Myers S., Allen F. ,(2013), *«Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων»*, Εκδόσεις Utopia

Αρθρογραφία – Συνέδρια

Kyriazopoulos G., Chrissochoidou N., Papaioannou P., (2014), *«Profitability of Cooperative Banks with DuPont Analysis: Evidence of Greek Banking System»*, EBBEC, Nis Serbia

Kyriazopoulos G., Petropoulos D., (2010), «*What are the Advantages and Disadvantages from Banks Mergers and Acquisitions? Does Altman's Z-Score model for Bankruptcy motivate Banks for Mergers and Acquisitions? Evidence from the Greek Banking System.*» ICOAE Athens 2010

Kyriazopoulos G., Hadjimanolis G., (2012), «*Du Pont Analysis of a Bank Merger and Acquisition between Laiki Bank from Cyprus and Marfin Investment Group from Greece. Is there an increase of profitability of the new bank?*» MIBES 18/9/2012 Seres.

Van Voorhis, K.R., (1981), «*The DuPont Model Revisited: A Simplified Application to Small Business*», Journal of Small Business Management.

Πτυχιακές – Διπλωματικές Εργασίες

Ανδρισόπουλος Α., (2013), «*Μοντέλα Πρόβλεψης της Πτώχευσης: Εφαρμογή τους στον Κλάδο των Εκτυπώσεων*», Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Αθήνα.

Βότσης Ν., (2015), «*Η Πτώχευση και το μοντέλο του Altman*», Πτυχιακή εργασία, ΤΕΙ Ηπείρου, Πρέβεζα

Θέου Ε., (2013), «*Νέες μορφές Χρηματοδότησης επιχειρήσεων: Leasing & Factoring*», Πτυχιακή εργασία, ΑΤΕΙ Πειραιά, Αθήνα

Καραγιάννη Σ., Veizi Χ., (2014), «*Το Leasing και η αντιμετώπιση του σύμφωνα με τα Ε.Λ.Π και Δ.Λ.Π*», Πτυχιακή εργασία, ΑΤΕΙ Πειραιά, Αθήνα

Κωστάκου Α., (2014), «*Εκτίμηση Χρεοκοπίας των επιχειρήσεων στον κλάδο των Χημικών με το μοντέλο Altman Z-Score*», Διπλωματική εργασία, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Αθήνα

Κωσταντίνου Π., (2016), «*Αξιολόγηση Αποδοτικότητας Τραπεζών με τη χρήση των Αριθμοδεικτών (DuPont Analysis)*», Διπλωματική εργασία, ΤΕΙ Δυτικής Μακεδονίας, Κοζάνη

Μπουρνέλης Γ., (2013), «*Η σύμβαση Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing) στο Ελληνικό Δίκαιο, Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα*», Πτυχιακή εργασία, ΤΕΙ Ιόνιων Νήσων, Ληξούρι

Πάτρα Δ., (2004), «*Ο θεσμός του Leasing στην Ελλάδα, Ιστορική αναδρομή και προοπτικές*», Πτυχιακή εργασία, ΤΕΙ Καλαμάτας, Καλαμάτα.

Παπαγιάννη Α.,(2007), «*Πρόβλεψη της Πτώχευσης στις Τράπεζες και τις επιχειρήσεις μέσα από στατιστικές και νοήμονες τεχνικές- Μοντέλα για την εκτίμηση του κινδύνου πτώχευσης*», Πτυχιακή εργασία, Πολυτεχνείο Κρήτης, Κρήτη

Παπαφώτικα Α., (2015 «*Εμπειρική προσέγγιση υποδείγματος Altman περί πτώχευσης (Z-Score): Μελέτη περίπτωσης των Ελληνικών Συστημικών Τραπεζών (2008-2012)*», Διπλωματική εργασία, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα

Χρυσοχοΐδου Π., (2015), «*Η Αποδοτικότητα των Ευρωπαϊκών συστημικών τραπεζών με βάση την DuPont Analysis και τη μέθοδο CAMELS (2005-2012)*», Διπλωματική εργασία, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα

Διαδικτυακές Πηγές

- <http://www.aglc.gr>
- <http://www.piraeusleasing.gr>
- <http://www.ethnoleasing.gr>
- <http://www.eurobank.gr>
- <http://www.atticabank.gr>
- <http://alphaleasing.gr>
- <http://www.leaseurope.org>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Παράρτημα 1

Ισολογισμοί Alpha Leasing

Παράρτημα 2

Ισολογισμοί Πειραιώς Leasing

Παράρτημα 3

Ισολογισμοί ΕΤΕ Leasing

Παράρτημα 4

Eurobank Leasing

ΟΛΟΙ ΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΒΡΙΣΚΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΜΟΡΦΗ ΤΗΣ
ΠΑΡΟΥΣΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (CD).