

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Leasing vs Debt

Υποκατάστατα ή Συμπληρωματικά; Η Περίπτωση της Ελλάδας

Γιαννίδης Χρήστος
(ΑΜ:102154)

Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα, Ιούλιος 2012



*“Ο πλούτος συνίσταται περισσότερο στη χρήση
ενός πράγματος παρά στην ιδιοκτησία του”*

Αριστοτέλης, Ρητορική Α', 5

Εγκρίνουμε την εργασία του
ΓΙΑΝΝΙΔΗ ΧΡΗΣΤΟΥ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ

κα Σιουγλέ Γεωργία

.....

ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΕΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ

κ. Γκίκας Δημήτριος

.....

κα Παπαδάκη Αφροδίτη

.....

Αθήνα, 11 Ιουλίου 2012

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το Διαδίκτυο.

Γιαννίδης Χρήστος

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευκαιρίας δοθείσης, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες σε όλους εκείνους τους ανθρώπους που συνέδραμαν σημαντικά στην ολοκλήρωση αυτού του κύκλου σπουδών, από τους καθηγητές του Προγράμματος μέχρι το προσωπικό της Γραμματείας και του Εργαστηρίου Χρηματοοικονομικών Εφαρμογών.

Πρωτίστως δε, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την επιβλέπουσα καθηγήτρια, κα Σιουγλέ Γεωργία, αφενός για την καθοδήγησή της, τις συμβουλές της και τον χρόνο που μου αφιέρωσε κάθε φορά που υπήρχε ανάγκη, αφετέρου για την ευελιξία που μου παρείχε κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Επίσης, θα ήταν παράλειψη να μην ευχαριστήσω την Διεύθυνση Οικονομικού του Γενικού Επιτελείου Στρατού για την υποτροφία και τη δυνατότητα να παρακολουθήσω το υπόψη πρόγραμμα, αλλά και τους γονείς μου που όλα αυτά τα χρόνια και σε κάθε μου προσπάθεια είναι δίπλα μου.

Τέλος, το μεγαλύτερο ευχαριστώ οφείλω να το πω στη γυναίκα μου, Δανάη, για την καρτερικότητα και την υπομονή που επιδεικνύει τα τελευταία πολλά έτη σπουδών μου, αλλά και για όσες στιγμές της έχω στερήσει λόγω των υπόψη υποχρεώσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Περίληψη	1
Πρόλογος.....	3

ΜΕΡΟΣ Α' – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

1.Εισαγωγή.....	5
2.Γενικά περί leasing και το Δ.Λ.Π. 17	6
3.Ο θεσμός του leasing στην Ελλάδα και την Ευρώπη	9
4.Το ζήτημα της υποκατάστασης του δανεισμού από το leasing.....	15
5,Βιβλιογραφική επισκόπηση	26

ΜΕΡΟΣ Β' – ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

1.Εισαγωγή.....	41
2.Μοντέλα ελέγχου της σχέσης leasing-δανεισμού.....	45
3.Μοντέλα ελέγχου της σχέσης leasing-δανεισμού και της σχέσης leasing με υπερ-αποδόσεις μετοχών για την περίπτωση της Ελλάδας και ορισμός των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών	53
4.Επιλογή δείγματος και συλλογή δεδομένων.....	62
5.Εμπειρική διερεύνηση της σχέσης leasing-δανεισμού στην Ελλάδα	70
6.Εμπειρική διερεύνηση της σχέσης leasing με αποδόσεις και υπερ-αποδόσεις μετοχών για την περίπτωση της Ελλάδας	78
7.Συμπεράσματα	84
Παράρτημα.....	87
Βιβλιογραφία.....	91

Περίληψη

Αδιαμφισβήτητα το leasing έχει αναχθεί, ειδικά τις τελευταίες δεκαετίες, σε βασικό χρηματοοικονομικό εργαλείο που λαμβάνουν υπόψη τους οι επιχειρήσεις κατά το σχεδιασμό της εταιρικής τους πολιτικής, όσον αφορά στη χρηματοδότηση επενδύσεων, λειτουργιών και δραστηριοτήτων τους. Αντικείμενο, ωστόσο, της παρούσας εργασίας δεν συνιστά η μεμονωμένη εξέταση του υπόψη χρηματοδοτικού μέσου, αλλά η διερεύνηση της σχέσης που υφίσταται μεταξύ του leasing και του δανεισμού, ως ενδεχομένως βασικού υποψηφίου υποκατάστατου του πρώτου στη διαδικασία εύρεσης εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης.

Σύμφωνα, λοιπόν, με την επικρατούσα στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία άποψη τα δύο υπόψη χρηματοδοτικά μέσα παρουσιάζονται ως υποκατάστατα, κάτι εξάλλου που θα υπαγόρευε και η κοινή λογική. Υποστηρίζεται, δηλαδή, ότι η αύξηση του βαθμού χρησιμοποίησης του ενός, οδηγεί σε αντίστοιχη (όχι κατ' ανάγκη ισόποση) μείωση στο βαθμό χρησιμοποίησης του άλλου. Αυτός ο ισχυρισμός, ωστόσο, ενώ επιβεβαιώνεται από αρκετές έρευνες, ως ήταν αναμενόμενο, αμφισβητείται έντονα από άλλες, υποστηρίζοντας μάλιστα ότι τα δύο εν λόγω εργαλεία χάραξης χρηματοδοτικής πολιτικής είναι συμπληρωματικά παρά υποκατάστατα μέσα. Σημειώνεται δε, ότι αυτή η ρηξικέλευθη ακόμη και για τα σημερινά δεδομένα πρόταση που τάραξε τα νερά της χρηματοοικονομικής θεωρίας, πρωτοεμφανίστηκε από τους Ang & Peterson την δεκαετία του 1980, εισάγοντας αυτό που και σήμερα αναφέρεται ως "leasing puzzle"-“γρίφος του leasing”.

Αυτός ο γρίφος είναι στην ουσία και το αντικείμενο της παρούσας εργασίας, αξιώνοντας να φωτίσει τη σχέση που διέπει το leasing και τον δανεισμό όσον αφορά στα δεδομένα της Ελλάδας. Στην προσπάθεια αυτή και στα πλαίσια της εμπειρικής πλέον διερεύνησης της παραπάνω σχέσης αξιοποιούνται δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία εταιρειών του ΧΑΑ. Πέραν ωστόσο της διερεύνησης της υπόψη σχέσης, εξετάζεται επίσης ο ρόλος που διαδραματίζουν αρκετές ακόμη μεταβλητές στην απόφαση μιας εταιρείας να προβεί σε σύναψη συμβολαίου leasing ή όχι. Οι μεταβλητές αυτές συνοψίζονται στις κάτωθι: ρευστότητα, μέγεθος, φορολογικός συντελεστής, κερδοφορία, ανάπτυξη και διάρθρωση στοιχείων Ενεργητικού (συμμετοχή των παγίων ως προς το σύνολο του Ενεργητικού).

Αναλύοντας τα δεδομένα που συλλέχθηκαν, προκύπτει ότι και για την περίπτωση της Ελλάδας η σχέση μεταξύ του leasing και του δανεισμού είναι σχέση υποκατάστατων και όχι συμπληρωματικών χρηματοδοτικών μέσων. Από τους λοιπούς δε παράγοντες που αναφέρονται παραπάνω, δεν προκύπτει στατιστικά σημαντική συσχέτιση κανενός από αυτούς με την απόφαση για leasing, παρά το γεγονός ότι τα ευρήματα συνάδουν με τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγει σημαντικό μέρος της διεθνούς βιβλιογραφία, σύμφωνα με τα οποία η ρευστότητα, το μέγεθος, η κερδοφορία, η ανάπτυξη και η υψηλή συμμετοχή των παγίων στοιχείων στο σύνολο του Ενεργητικού σχετίζονται αρνητικά με την απόφαση για leasing, ενώ το ποσοστό φορολογίας σχετίζεται θετικά με αυτό.

Εν κατακλείδι, κατά τη διερεύνηση της υπόθεσης ότι η απόφαση για leasing σχετίζεται με τις αποδόσεις και υπεραποδόσεις (υπερκανονικές αποδόσεις) των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών, στα πλαίσια της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς, δεν φαίνεται να προκύπτει στατιστικά σημαντική συσχέτιση.

Πρόλογος

“Leasing ή δανεισμό?” Αυτή ίσως είναι πιο συνηθισμένη ερώτηση που έρχεται στο μυαλό μας ότι μπορεί να δεχτεί κάποιος που θέλει να αποκτήσει ένα αγαθό ή μια υπηρεσία από έναν φορέα (εταιρεία), που έχει τη δυνατότητα να προσφέρει και τις δύο χρηματοδοτικές λύσεις. Από μόνη της η φύση της ερώτησης αυτής οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το ένα αποκλείει το άλλο. Ίσως έτσι να συμβαίνει στην «μικρή εικόνα», τι γίνεται όμως με το «κάδρο», όταν δηλαδή η οποιαδήποτε επιχείρηση κληθεί να εντάξει το leasing στον ευρύτερο σχεδιασμό της εταιρικής πολιτικής κεφαλαιακής διάρθρωσης; Τότε, λοιπόν, σταθμίζονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του κάθε μέσου χρηματοδότησης ξεχωριστά αλλά και του συνδυασμού αυτών (cost benefit analysis).

Θα ήταν δε ψέμα να ειπωθεί, ότι και προσωπικά δεν εκλάμβανα την έννοια του leasing σαν κάτι που υποκαθιστά άμεσα το δανεισμό, ενώ αν με καλούσαν να απαντήσω σε σχετική ερώτηση θα απαντούσα μ’ αυτόν τον τρόπο χωρίς δεύτερη σκέψη. Αυτό έκανα, λοιπόν, άτυπα σε διάφορους φίλους, συγγενείς, συμφοιτητές, συναδέλφους και όλοι απάντησαν το “αυτονόητο”, ότι πρόκειται δηλαδή για υποκατάστατα. Είναι όντως υποκατάστατα; Και αν ναι είναι τόσο “αυτονόητη” η απάντηση; Για το πρώτο ερώτημα οι απόψεις ποικίλλουν, για το δεύτερο όμως σίγουρα δεν είναι τόσο αυτονόητη η σχετική απάντηση.

Έχοντας, επομένως, ως εφαλτήριο αναζητήσεων τις δικές μου απορίες θα καταβληθεί προσπάθεια στα πλαίσια της παρούσας εργασίας να διαλευκανθεί το τι ισχύει γύρω από αυτό το “εύηχο” και μοντέρνο (αν και όχι τόσο καινούργιο) μέσο χρηματοδότησης. Εκτιμάται ότι, αφενός θα ήταν χρήσιμη η θεωρητική προσέγγιση του θέματος, αφετέρου θα προσπορίσει σημαντικά οφέλη η εμπειρική διερεύνηση αυτού. Ως εκ τούτου, το Α’ μέρος της εργασίας αφορά σε θεωρητικά ζητήματα γύρω από το θέμα που πραγματεύεται η παρούσα εργασία, ενώ το Β’ Μέρος στο εμπειρικό κομμάτι αυτού.

Αθήνα, 2012

Γιαννίδης Χρήστος

ΜΕΡΟΣ Α΄

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

1.Εισαγωγή

Μπορεί να μην υφίσταται ξεκάθαρες και "αυτονόητες" απαντήσεις στα ερωτήματα που διατυπώθηκαν ως άνω, αδιαμφισβήτητη πραγματικότητα ωστόσο συνιστά το γεγονός ότι το leasing πλέον αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό μέσο που οι περισσότερες εταιρείες λαμβάνουν υπόψη όταν πρόκειται να χρηματοδοτήσουν κάποια επένδυση ή ακόμα και κάποια καθημερινή δραστηριότητά τους (π.χ. φωτοτυπικά μηχανήματα, στόλος αυτοκινήτων).

Συναφώς, λοιπόν, με τα ως άνω διαλαμβανόμενα, σ' αυτό το μέρος θα καταβληθεί προσπάθεια να γίνει μια θεωρητική προσέγγιση του υπόψη χρηματοδοτικού μέσου. Ως εκ τούτου, εκτιμάται ότι επωφελής θα ήταν η παράθεση μιας σύντομης ανάλυσης του leasing, των χαρακτηριστικών αυτού, καθώς και της βιβλιογραφίας-αρθρογραφίας που έχει αναπτυχθεί γύρω από αυτό.

Επομένως, η δομή του Α' Μέρους διαμορφώνεται ως εξής:

- Στην ενότητα 2, παρουσιάζονται σε γενικές γραμμές τα χαρακτηριστικά του leasing, διάφοροι ορισμοί γύρω από αυτό, καθώς και το τι προβλέπει γενικά το Δ.Λ.Π. 17, το οποίο αφορά στο συγκεκριμένο θέμα.
- Στο επόμενο κομμάτι (ενότητα 3), παρατίθενται στοιχεία που αφορούν στην πορεία του leasing τα τελευταία έτη, καθώς και στα μεγέθη αυτού, τόσο για τα δεδομένα της Ελλάδας, όσο και της Ευρωπαϊκής Ηπείρου γενικότερα.
- Έπειτα (ενότητα 4), λαμβάνοντας υπόψη ότι το θέμα της εργασίας αφορά στο leasing όχι μεμονωμένα, αλλά σε σύγκριση με τον δανεισμό, παρουσιάζονται με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία ποιοι είναι οι συνηθέστεροι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά τη λήψη της σχετικής απόφασης χρηματοδότησης.
- Τέλος, στην ενότητα 5, λαμβάνει χώρα εκτενώς η επισκόπηση της βιβλιογραφίας και της αρθρογραφίας που έχει αναπτυχθεί γύρω από το ζήτημα της υποκατάστασης του leasing από τον δανεισμό.

2.Γενικά περί Leasing και το Δ.Λ.Π. 17

Πρωταρχικά, εκτιμάται ότι θα ήταν χρήσιμη η αναφορά αρχικά σε βασικές έννοιες που αφορούν στο θέμα που πραγματεύεται η παρούσα εργασία και συγκεκριμένα στο leasing, ούτως ώστε να καταστούν φιλικές ακόμη και σε αυτούς που ποτέ δεν είχαν επαφή με το συγκεκριμένο αντικείμενο. Είναι ένα μέσο χρηματοδότησης που μπορεί να μην μετρά πολλές δεκαετίες ύπαρξης, το σίγουρο όμως είναι ότι κατά τις τελευταίες δεκαετίες έχει αναδειχθεί σε βασικό συντελεστή που λαμβάνουν υπόψη οι εταιρείες κατά το σχεδιασμό των επενδύσεών τους και εν γένει της εταιρικής πολιτικής που θα ακολουθήσουν.

Σύμφωνα με το IAS 17 λοιπόν, το leasing είναι μια συμφωνία βάσει της οποίας ο εκμισθωτής (lessor) μεταβιβάζει στον μισθωτή (lessee) το δικαίωμα χρήσης ενός περιουσιακού στοιχείου για μια συμφωνημένη χρονική περίοδο με αντάλλαγμα μια πληρωμή ή σειρά πληρωμών. Η ανάπτυξη στη χρήση του leasing συνιστά ότι συχνά υφίσταται ένα καθαρό πλεονέκτημα στο να μισθώνει κανείς ένα περιουσιακό στοιχείο, σε σχέση με το να το αγοράζει. Μερικά από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που έχουν αποδοθεί στον θεσμό αυτό είναι η πιο φθηνή χρηματοδότηση, η χρηματοδότηση με σταθερά επιτόκια, η προστασία από την παλαίωση (obsolescence), η εκτός ισολογισμού χρηματοδότηση (off-balance sheet), η ευελιξία, η μέγιστη δυνατή αξιοποίηση των φορολογικών εκπτώσεων και πολλά άλλα.

Το leasing μπορεί να λάβει διάφορες μορφές, εκ των οποίων οι πλέον σημαντικές είναι:

-Χρηματοδοτική μίσθωση (financial lease)

Ως χρηματοδοτική μίσθωση, χαρακτηρίζεται η μίσθωση που μεταβιβάζει όλους τους κινδύνους και τα οφέλη που συνεπάγεται η ιδιοκτησία ενός περιουσιακού στοιχείου. Ο τίτλος ιδιοκτησίας μπορεί τελικά είτε να μεταβιβαστεί, είτε όχι (IAS 17). Οι χρηματοδοτικές μισθώσεις διαφέρουν από τις λειτουργικές κυρίως στα κάτωθι:

- i. Δεν παρέχουν υπηρεσίες συντήρησης
- ii. Δεν είναι ακυρώσιμες
- iii. Εξοφλούνται πλήρως, που σημαίνει ότι ο εκμισθωτής λαμβάνει μισθώματα που ισοδυναμούν με το πλήρες κόστος του μισθωμένου εξοπλισμού πλέον της απόδοσης στην επένδυση.

Σε μια τυπική συμφωνία χρηματοδοτικής μίσθωσης, η εταιρεία που θα χρησιμοποιήσει τον εξοπλισμό (μισθωτής) επιλέγει τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που επιθυμεί και στη συνέχεια διαπραγματεύεται με τον κατασκευαστή την τιμή και τους όρους παράδοσης. Έπειτα, ο μισθωτής βρίσκει μια εταιρεία leasing (τον εκμισθωτή) που θα αγοράσει τον εξοπλισμό από τον κατασκευαστή ή τον διανομέα. Όταν ο εξοπλισμός αγοραστεί, η μισθώτρια εταιρεία ταυτόχρονα συνάπτει μια συμφωνία μίσθωσής του από τον χρηματοοικονομικό οργανισμό. Επιπρόσθετα, ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να ανανεώσει την μίσθωση μετά τη λήξη της βασικής σύμβασης συνήθως με μειωμένο επιτόκιο. Ωστόσο, η αρχική σύμβαση συνήθως δεν δύναται να ακυρωθεί, εκτός και αν ο εκμισθωτής δεν πληρώνεται από τον μισθωτή. Τέλος, ενδιαφέρον έχει να δει κανείς ότι μια σύμβαση leasing χαρακτηρίζεται ως χρηματοδοτική, σύμφωνα με το IAS 17 (Γκίκας Δ. (2008), σελ.380-381), όταν:

- i. Μεταφέρεται η κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου στον μισθωτή μέχρι τη λήξη της μισθωτικής περιόδου.
- ii. Η σύμβαση προβλέπει δικαίωμα αγοράς σε τιμή η οποία αναμένεται να είναι πολύ χαμηλότερη της εύλογης αξίας του κατά την ημερομηνία άσκησης του δικαιώματος και έτσι θεωρείται βέβαιο, τη στιγμή σύναψης της σύμβασης, ότι το δικαίωμα θα ασκηθεί.
- iii. Η διάρκεια της μίσθωσης εκτείνεται στο μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής ζωής του στοιχείου (75% σύμφωνα με τα Αμερικάνικα Πρότυπα).
- iv. Η παρούσα αξία των ελαχίστων μισθωμάτων ισούται (κατά προσέγγιση) με την εμπορική αξία του παγίου (είναι ίση ή μεγαλύτερη του 90% της εύλογης αξίας σύμφωνα με τα Αμερικάνικα Πρότυπα).
- v. Το μισθωμένο στοιχείο του ενεργητικού είναι τόσο εξειδικευμένο που μόνο ο μισθωτής μπορεί να το χρησιμοποιήσει χωρίς σημαντικές τροποποιήσεις.

-Λειτουργική μίσθωση (operating lease)

Επίσημα και συναφώς με το IAS 17, λειτουργική μίσθωση είναι κάθε μίσθωση που δεν είναι χρηματοδοτική. Ωστόσο, μπορούμε να πούμε ότι η λειτουργική μίσθωση, η οποία αναφέρεται και ως μίσθωση υπηρεσιών, παρέχει τόσο χρηματοδότηση, όσο και υπηρεσίες συντήρησης. Για παράδειγμα η IBM είναι από τους πρωτοπόρους στα συμβόλαια λειτουργικής μίσθωσης. Οι Η/Υ και τα φωτοαντιγραφικά μηχανήματα, μαζί με τα μοτοποδήλατα και τα φορτηγά είναι οι κυριότεροι τύποι εξοπλισμού που εμπλέκονται σε λειτουργικές μισθώσεις. Συνήθως, σε αυτού του τύπου τις μισθώσεις ο εκμισθωτής

αναλαμβάνει τη συντήρηση και την επισκευή του μισθωμένου εξοπλισμού. Το κόστος της συντήρησης ωστόσο ενσωματώνεται στις τακτικές πληρωμές του μισθίου. Ένα άλλο, εξίσου σημαντικό χαρακτηριστικό των λειτουργικών μισθώσεων είναι ότι πολύ συχνά δεν εξοφλούνται πλήρως, δηλαδή οι πληρωμές που λαμβάνουν χώρα στα πλαίσια της σύμβασης δεν είναι επαρκείς για να καλύψουν το πλήρες κόστος του εξοπλισμού. Παρ' όλα αυτά, το συμβόλαιο καταλαμβάνει μια περίοδο που είναι σημαντικά μικρότερη από την αναμενόμενη ωφέλιμη ζωή του μισθωμένου εξοπλισμού. Επίσης, χαρακτηριστικό αυτών των μισθώσεων είναι ότι συνήθως περιλαμβάνουν στα συμβόλαια ρήτρα ακύρωσης, η οποία δίνει το δικαίωμα στον μισθωτή να ακυρώσει την σύμβαση και να επιστρέψει το πάγιο πριν ολοκληρωθεί το χρονικό διάστημα που προβλέπεται στη σύμβαση. Το τελευταίο αυτό χαρακτηριστικό είναι εξαιρετικής σημασίας για τον μισθωτή, καθώς του δίνει το δικαίωμα να επιστρέψει τον εξοπλισμό αν αυτός καταστεί απαρχαιωμένος λόγω τεχνολογικών εξελίξεων ή αν πλέον δεν τον χρειάζεται λόγω πτώσης της ζήτησης που αντιμετωπίζει η μισθώτρια εταιρεία.

-Πώληση και επανεκμίσθωση (sale-and-leaseback)

Σ' αυτές τις συμβάσεις, μια εταιρεία που κατέχει γη, κτίρια ή εξοπλισμό πουλάει την ιδιοκτησία σε ένα χρηματοοικονομικό οργανισμό και ταυτόχρονα συνάπτει μια συμφωνία να μισθώσει το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο για συγκεκριμένη χρονική περίοδο και υπό συγκεκριμένους όρους. Ο χρηματοοικονομικός οργανισμός μπορεί να είναι μια ασφαλιστική εταιρεία, μια εμπορική τράπεζα, μια εταιρεία leasing ή ακόμη και ένας μεμονωμένος επενδυτής. Η σύμβαση πώλησης και επανεκμίσθωσης είναι μια εναλλακτική μορφή υποθήκης. Σημειώνεται δε, ότι ο πωλητής/μισθωτής λαμβάνει άμεσα το αντίτιμο της αγοράς από τον εκμισθωτή. Την ίδια στιγμή ο μισθωτής διατηρεί τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου. Σ' αυτές τις συμβάσεις, οι πληρωμές που λαμβάνουν χώρα επαρκούν εν τέλει για την κάλυψη του κόστους αγοράς από τον επενδυτή πλέον μιας απόδοσης επί του επενδυμένου κεφαλαίου.

Φυσικά πολλά περισσότερα θα μπορούσαν να αναφερθούν στη σύντομη αυτή παρουσίαση του θεσμού του leasing, τόσο για τα χαρακτηριστικά του, όσο και τα πλεονεκτήματα-μειονεκτήματά του. Ωστόσο, όπως προαναφέρθηκε σκοπός της μικρής αυτής εισαγωγής είναι η γνωριμία αναγνωστών, που τυχόν ποτέ δεν είχαν επαφή με τη συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης, με έννοιες που θα αναφερθούν πολλές φορές στη συνέχεια.

3.Ο θεσμός του leasing στην Ελλάδα και την Ευρώπη (Συγκριτικά μεγέθη)

Προκειμένου όπως υπάρχει μια γενική εικόνα για το ρόλο και την κρισιμότητα του leasing στην χρηματοοικονομική ζωή τόσο της Ελλάδας, όσο και του συνόλου της Ευρώπης, αναζητήθηκαν σχετικά στοιχεία από τον ιστότοπο της Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (EEEXM) (www.aglc.gr) και της Leaseurope (www.leaseurope.org), η οποία αποτελεί τον αρμόδιο φορέα που εκπροσωπεί αντίστοιχους οργανισμούς από 34 Ευρωπαϊκές χώρες.

Όπως προκύπτει και από τα στοιχεία που παρατίθενται στη συνέχεια, το leasing είναι ένα διόλου ευκαταφρόνητο κομμάτι της εταιρικής πολιτικής που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις πανευρωπαϊκά, αλλά και παγκοσμίως. Η αύξηση που σημειώθηκε τις τελευταίες δύο δεκαετίες ήταν εντυπωσιακή, ωστόσο όπως παρατηρείται τα τελευταία χρόνια δεν έμεινε ανεπηρέαστο από την τρέχουσα οικονομική κρίση που πλήττει τόσο την Ελλάδα, όσο και την Ευρώπη.

Από τα στοιχεία του Πίνακα 1 που παρατίθεται στην επόμενη σελίδα, ευκόλως συνάγεται το συμπέρασμα ότι τόσο η οικονομική κρίση, όσο και η απουσία επενδυτικών σχεδίων, αλλά κυρίως η μειωμένη ρευστότητα από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, έχει πλήξει καίρια τον κλάδο. Παράγοντες της αγοράς (www.kathimerini.gr) εκτιμούν ότι η μείωση των νέων εργασιών ανέρχεται σε ποσοστό της τάξης του 60-70% στην εγχώρια αγορά το περασμένο έτος, την ίδια στιγμή που ευρωπαϊκή έρευνα¹ καταδεικνύει το συγκεκριμένο χρηματοδοτικό εργαλείο, ως κορυφαία λύση για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις όσον αφορά στη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων. Τα παραπάνω είχαν ως απόρροια, ένας κλάδος που στη Ελλάδα εμφάνιζε μέσους ετήσιους ρυθμούς ανάπτυξης της τάξης του 22,3% στην αρχή της δεκαετίας του 2000, κλείνει την δεκαετία με αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης που αγγίζουν κατά μέσο όρο το -33,09% ετησίως, σύμφωνα με τα στοιχεία της τελευταίας πενταετίας (Αποστολόπουλος Ι. (2005), σελ. 420-421 και EEEXM-Statistics 2010).

Ειδικότερα, αν και τα επίσημα στοιχεία έτους 2011 για την αγορά leasing στην Ελλάδα και την Ευρώπη δεν έχουν ακόμη γνωστοποιηθεί, σύμφωνα με δημοσιεύματα

¹ OXFORD ECONOMICS, “The use of Leasing Amongst European SMEs”, November 2011

(www.kathimerini.gr) που επικαλούνται στοιχεία της EEEEXM και κύκλων της αγοράς, το άσχημο πρώτο εξάμηνο για τον κλάδο, όπου εμφανίστηκε μείωση των νέων συμβάσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ LEASING ΓΙΑ ΕΛΛΑΔΑ & ΕΥΡΩΠΗ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2007-2011

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011 (e)</u>	<u>2011/2010</u>	<u>2011/2007</u>
ΥΠΟΛΟΙΠΟΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 31/12/... (ΕΛΛΑΔΑ)	7.930.802	8.519.755	8.348.314	8.112.667	7.440.000	-8,29%	-6,19%
ΝΕΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ (ΕΛΛΑΔΑ)	2.868.934	2.564.781	1.726.901	1.188.956	500.000	-57,95%	-82,57%
LEASEUROPE	335.464.590	309.165.180	209.939.740	223.953.980	230.235.800	2,80%	-31,37%
MARKET SHARE (ΕΛΛΑΔΑ)	0,86%	0,83%	0,82%	0,53%	0,22%	-59,09%	-74,61%

κατά 51,65% ακολούθησε ένα ακόμη χειρότερο εξάμηνο διευρύνοντας τις απώλειες σε ποσοστά που αγγίζουν το 60%. Εκτιμάται ότι οι νέες εργασίες προσγειώθηκαν στα 500 εκατ. € περίπου, όταν το αντίστοιχο μέγεθος για το έτος 2010 ήταν 1,19 δις, ενώ πριν πέντε έτη ανερχόταν σε 2,869 δις €. Η συρρίκνωση αυτή αντανακλάται και στον συνολικό τζίρο των παλαιών συμβολαίων (υπολειπόμενο κεφάλαιο), το οποίο εκτιμάται ότι έκλεισε κάτω από τα 7,5 δις €, όταν το έτος 2010 είχε διαμορφωθεί στα 8,11 δις €. Όπως, εξάλλου, επισημαίνεται από στελέχη του κλάδου (www.kathimerini.gr), το περασμένο έτος δόθηκε έμφαση όχι στην υπογραφή νέων συμβολαίων αλλά στην είσπραξη των μισθωμάτων και την προστασία του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου, στο πνεύμα εξάλλου που επιτάσσει η γενικότερη "αναστάτωση" που επικρατεί στην οικονομία. Αξιοσημείωτο δε είναι το γεγονός ότι η συγκυρία αυτή οδήγησε τη συνολική αξία των νέων συμβάσεων σε επίπεδα χαμηλότερα του 2000, όταν ακόμη δεν είχε επιτραπεί η χρηματοδότηση ακινήτων με leasing, ρύθμιση που εκτίναξε τότε την αγορά.

Όσον αφορά στη διάρθρωση του κλάδου στην εγχώρια αγορά και με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία έτους 2010 (EEEEXM-Statistics 2010), παρατηρούμε κυρίως τα κάτωθι (βλ. επόμενη σελίδα Πίνακας 2):

i.Εμφανίζεται υψηλή συγκέντρωση, καθώς οι πέντε μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου συγκεντρώνουν το 79% περίπου της αγοράς (το στοιχείο αυτό αποτυπώνεται στον πίνακα Statistics 2010, ωστόσο δεν απεικονίζεται στον Πίνακα 2).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΓΕΘΩΝ LEASING ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

(Στοιχεία από την Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης)

	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<u>ΕΙΔΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ</u>							
Ακίνητα	28,22%	51,14%	57,65%	57,70%	53,14%	60,11%	62,45%
Μηχανήματα	34,38%	18,09%	17,45%	15,79%	18,90%	17,81%	15,55%
Εξοπλισμός γραφείου	5,65%	4,27%	3,40%	3,77%	4,65%	3,74%	4,15%
Επαγγελματικά οχήματα	16,15%	10,85%	9,06%	10,72%	10,73%	7,60%	7,21%
Επιβατικά Αυτοκίνητα	9,51%	11,83%	9,01%	7,62%	6,52%	5,60%	4,27%
Άλλα	6,09%	3,82%	3,43%	4,40%	6,06%	5,14%	6,37%
<u>ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤ/ΤΑ</u>							
Βιομηχανία	20,32%	20,00%	19,00%	14,00%	13,01%	11,00%	12,16%
Εμπόριο	22,14%	32,00%	26,00%	22,00%	32,90%	32,00%	21,32%
Υπηρεσίες	34,36%	37,00%	32,00%	38,00%	34,77%	37,00%	53,26%
Άλλες Δραστηριότητες	23,18%	11,00%	23,00%	26,00%	19,32%	20,00%	13,26%
<u>ΔΙΡΚΕΙΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ</u>							
0 έως 3 έτη	28,49%	14,12%	13,72%	12,44%	8,81%	10,81%	7,65%
4 έως 5 έτη	38,11%	26,54%	24,33%	20,86%	28,92%	23,16%	24,73%
6 έως 9 έτη	4,51%	7,85%	6,38%	9,82%	8,65%	5,65%	4,67%
10 έτη και άνω	28,89%	51,49%	55,57%	56,88%	53,62%	60,37%	62,95%
<u>ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΕΡΙΟΧΕΣ</u>							
Αττική	61,25%	67,78%	64,77%	71,22%	67,83%	70,53%	64,16%
Βόρεια Ελλάδα	18,04%	15,30%	14,42%	12,06%	11,65%	13,02%	15,44%
Κεντρική Ελλάδα	9,19%	6,46%	6,28%	5,19%	6,70%	5,03%	6,86%
Λοιπή Χώρα	11,52%	10,46%	14,53%	11,53%	13,82%	11,42%	13,54%

ii. Πρωταγωνιστικό ρόλο διαδραματίζουν οι συμβάσεις στον τομέα των ακινήτων, οι οποίες αποσπούν ποσοστό της τάξης του 62,45%, παρουσιάζοντας εντυπωσιακή άνοδο κατά την τελευταία δεκαετία, καθώς από το 2000 επεκτάθηκε η χρηματοδότηση με leasing και στην κατηγορία των ακινήτων. Ωστόσο, σύμφωνα με ανεπίσημα στοιχεία, η συγκεκριμένη κατηγορία εμφάνισε κόπωση το περασμένο έτος αφού απέσπασε το 52% περίπου της αγοράς, γεγονός που αντικατοπτρίζει επίσης τη μείωση της αξίας των ακινήτων. Η εν λόγω κατηγορία ακολουθείται από την κατηγορία της μίσθωσης μηχανημάτων και των επαγγελματικών οχημάτων, με μεγάλη όμως απόσταση.

iii. Ο τομέας με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα στο leasing είναι ο τομέας των υπηρεσιών, ακολουθούμενος από το εμπόριο και την βιομηχανία. Στο σημείο αυτό αξίζει να

επισημάνουμε ότι τα στοιχεία του Πίνακα 2 επιβεβαιώνουν σε μεγάλο βαθμό και την θεωρία, όπως αυτή αναπτύσσεται παρακάτω. Δηλαδή, βλέπουμε πως σε βάθος δεκαετίας μειώνεται το ποσοστό που αποσπά τόσο η μίσθωση των μηχανημάτων, όσο και ο κλάδος της βιομηχανίας. Κοινός τόπος και των δύο είναι το κομμάτι εκείνο της θεωρίας των Smith & Wakeman (1985) που υποστηρίζει ότι όταν υπάρχει εξειδικευμένος για συγκεκριμένη χρήση εξοπλισμός (π.χ. εξειδικευμένα μηχανήματα παραγωγής ή οι εγκαταστάσεις που χρειάζεται μια βιομηχανική επιχείρηση διαφέρουν πολύ από εταιρεία σε εταιρεία), τότε είναι πιο πρόσφορο να αγοράζει κανείς τον εξοπλισμό-εγκατάσταση που χρειάζεται παρά να προβεί σε σύναψη σύμβασης leasing. Αντίστοιχα, παρατηρούνται υψηλά ποσοστά στην κατηγορία των υπηρεσιών, καθώς οι εταιρείες αυτής της κατηγορίας απαιτούν σε γενικές γραμμές τις ίδιες εγκαταστάσεις (πχ γραφεία) και παρόμοιο εξοπλισμό (Η/Υ, έπιπλα κλπ).

iv. Τα μακροπρόθεσμα συμβόλαια διάρκειας άνω των 10 ετών φαίνεται πως καταλαμβάνουν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς διαχρονικά (κυρίαρχο ποσοστό σ' αυτήν την κατηγορία καταλαμβάνουν τα συμβόλαια μίσθωσης ακινήτων) ακολουθούμενη από τα συμβόλαια διάρκειας 4-5 ετών και αυτά των 0-3 ετών.

v. Τέλος, όσον αφορά στη γεωγραφική διαστρωμάτωση το leasing εμφανίζει, όπως ήταν λογικό άλλωστε, μεγαλύτερα ποσοστά στην Αττική, με την Β.Ελλάδα να ακολουθεί με σημαντικά χαμηλότερα, ωστόσο, ποσοστά.

Σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, κύρια πηγή άντλησης των στοιχείων που παραθέτουμε αποτελεί ο ιστότοπος του οργανισμού Leaseurope, ο οποίος εκτιμάται ότι εκπροσωπεί προσεγγιστικά το 93% της Ευρωπαϊκής αγοράς leasing (στοιχεία έτους 2010).

Σύμφωνα με στοιχεία του υπόψη οργανισμού, τα οποία δημοσιεύει στην ετήσια έκθεσή του για το έτος 2010 (Annual Survey 2010), καθώς για το 2011 δεν έχουν ακόμη δημοσιευθεί (πρόκειται για εκτιμήσεις), η αγορά leasing σε Ευρωπαϊκό επίπεδο δείχνει σημάδια ανάκαμψης τα τελευταία δύο χρόνια (Πίνακας 1). Το έτος 2010, λοιπόν, η αξία των συνολικών συμβολαίων leasing ανήλθε σε 224 δις € παρουσιάζοντας αύξηση 6,5% περίπου. Ωστόσο, το χαρτοφυλάκιο των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων (outstanding) μειώθηκε κατά 3% προσεγγίζοντας τα 674,2 δις € στο τέλος του 2010. Από τις Ευρωπαϊκές χώρες η Γερμανία κατέχει την πρωτοκαθεδρία με νέα συμβόλαια αξίας 43,8 δις € και ακολουθεί η Γαλλία με 36,4 δις € και το ΗΒ με 34,9 δις €. Επίσης, οι

επιδόσεις μεμονωμένα των Ευρωπαϊκών αγορών παρουσιάζουν αισθητές διαφορές με την Ισπανία, την Πολωνία, την Εσθονία και την Σουηδία να παρουσιάζουν διψήφια ποσοστά ανάπτυξης και από την άλλη η Ρουμανία, η Βουλγαρία, η Ουγγαρία και η Ελλάδα παρουσιάζουν τα μεγαλύτερα ποσοστά συρρίκνωσης.

Επιπροσθέτως, από τα στοιχεία προκύπτει ότι το 2010 από τα 224 δις € τα 194,4 δις € αφορούσαν σε εξοπλισμό (συμπεριλαμβανομένων των οχημάτων) και τα 29,6 δις € σε ακίνητα (real estate). Και οι δύο τομείς παρουσιάζουν ανάκαμψη έναντι του προηγούμενου έτους κατά 3,1% και 15,3% αντίστοιχα. Το υπόψη έτος, το ποσοστό διείσδυσης του leasing, το οποίο ορίζεται ως η συνολική αξία νέων συμβολαίων leasing προς τις συνολικές νέες επενδύσεις, παρουσίασε αύξηση σε σχέση με το 2009 αγγίζοντας το 12,9%. Όταν δε εξαιρεθεί το leasing ακινήτων το υπόψη ποσοστό ανέρχεται στο 18,8%.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον εκτιμάται ότι παρουσιάζουν τα αποτελέσματα πρόσφατης πανευρωπαϊκής έρευνας με θέμα «Το leasing στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις», όπως προαναφέρθηκε, η οποία εκπονήθηκε από τη συμβουλευτική οικονομική εταιρεία Oxford Economics για λογαριασμό της Leaseurope.

Στα πλαίσια της υπόψη έρευνας που έλαβε χώρα τον Ιούλιο 2011, εξετάστηκαν περίπου 3.000 μικρομεσαίες επιχειρήσεις από 9 βιομηχανικούς κλάδους 8 χωρών (Γερμανία, Γαλλία, ΗΒ, Ιταλία, Ισπανία, Πολωνία, Ολλανδία και Σουηδία), οι οποίες όλες μαζί αναλογούν στο 83% της συνολικής οικονομικής παραγωγής της ΕΕ και στο 78% της Ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοδοτικής μίσθωσης. Από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που πήραν μέρος στην έρευνα το 40% χρησιμοποίησαν χρηματοδοτική μίσθωση το 2010 και αυτό το ποσοστό εκτιμάται σε 43% το 2011. Το 2010, το 16,7% των συνολικών επενδύσεων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων χρηματοδοτήθηκε μέσω leasing, ποσοστό το οποίο αυξήθηκε σε 18,6% το 2011. Εάν αυτό συγκριθεί με το βαθμό διείσδυσης της χρηματοδοτικής μίσθωσης που ανήλθε στο ποσοστό του 12,9% για το έτος 2010 για επιχειρήσεις κάθε μεγέθους, σημαίνει ότι οι Ευρωπαϊκές μικρομεσαίες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη χρηματοδοτική μίσθωση για να χρηματοδοτούν μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεών τους από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Αυτό, βέβαια συνάδει και με τα όσα υποστηρίζουν αρκετοί ερευνητές², ότι δηλαδή οι μικρού μεγέθους επιχειρήσεις οι οποίες πιο συχνά αντιμετωπίζουν δυσκολία στην πρόσβαση σε δανεισμό ή επίσης αντιμετωπίζουν

² Βλ. Erickson (1993), Sharpe & Nguyen (1995), Lasfer & Levis (1998) κá

υψηλότερο κίνδυνο χρηματοοικονομικής εξάντλησης (financial distress) προσφεύγουν συχνότερα στο leasing, σε σχέση με τις μεγαλύτερες εταιρείες που έχουν πιο εύκολη πρόσβαση στον δανεισμό. Τέλος, φαίνεται στην έκθεση ότι η χρηματοδοτική μίσθωση είναι μια πιο γρήγορα εφαρμόσιμη μορφή χρηματοδότησης για τις νέες εταιρείες με 25% ποσοστό απορρόφησης στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις μικρότερες των 2 ετών και σε ποσοστό 50% για τις εταιρείες μεταξύ 2 και 5 ετών.

4. Το ζήτημα της υποκατάστασης του δανεισμού από το leasing (lease-debt substitutability)

Τόσο το leasing, όσο και ο δανεισμός αποτελούν συνήθη χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται ευρέως από τις επιχειρήσεις. Ωστόσο, η σχέση μεταξύ των δύο δεν έχει ξεκαθαρίσει απόλυτα. Σύμφωνα με τις παραδοσιακές θεωρίες το leasing και ο δανεισμός αντιμετωπίζονται σαν υποκατάστατα, γεγονός που συνεπάγεται ότι η αύξηση του επιπέδου της χρηματοδότησης μέσω leasing θα έπρεπε να συνδέεται με χαμηλότερο επίπεδο χρηματοδότησης μέσω συμβατικού δανεισμού. Παρ' όλα αυτά, τα εμπειρικά δεδομένα για την υπόψη σχέση είναι ανάμεικτα. Οι Ang & Peterson (1984) παρουσίασαν μια έρευνα σύμφωνα με την οποία τα δύο μεγέθη είναι συμπληρωματικά παρά υποκατάστατα, προκαλώντας μελλοντικούς ερευνητές να λύσουν τον γρίφο-παζλ (leasing puzzle) της υποκατάστασης - συμπληρωματικότητας. Εν αντιθέσει, αρκετοί είναι οι συγγραφείς εκείνοι (Marston & Harris (1988), Krishnan & Moyer (1994), Adedeji & Stapleton (1996), Beattie-Goodacre-Thompson (2000) κά) που παρέχουν αποδείξεις για την ύπαρξη σχέσης υποκατάστασης.

Στην προσπάθεια να συγκεντρωθούν-συνοψισθούν οι προσδιοριστικοί εκείνοι παράγοντες που διαδραματίζουν ιδιαίτερο ρόλο στην απόφαση μιας εταιρείας να μισθώσει ή να δανειστεί για να αγοράσει τα περιουσιακά στοιχεία που χρειάζεται, αρκετά ενδιαφέρουσες φαίνεται πως είναι οι παρατηρήσεις των Smith & Wakeman (1985). Δεδομένου επίσης ότι, μεγάλη έμφαση έχει δοθεί στα κίνητρα φορολογικής φύσεως που οδηγούν στην απόφαση για leasing ή δανεισμό, κρίνεται ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα η παράθεση και των μη-φορολογικής φύσεως κινήτρων που έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα, όπως αυτά παρουσιάστηκαν για πρώτη φορά από τους υπόψη ερευνητές. Ως εκ τούτου, η παράθεση των εν λόγω προσδιοριστικών παραγόντων θα πραγματοποιηθεί με την διάκρισή τους σε δύο μεγάλες κατηγορίες, από την μία αυτών που άπτονται της φορολογικής φύσεως και από την άλλη των μη-φορολογικών.

Α. Φορολογικής φύσεως προσδιοριστικοί παράγοντες στο δίλημμα leasing-δανεισμός

Α1. Ταμειακές ροές (Cash flow implications)

Οι συγγραφείς (Smith & Wakeman, 1985) σημειώνουν ότι τρεις συνθήκες πρέπει να πληρούνται προκειμένου ένα περιουσιακό στοιχείο να μισθωθεί:

i. Για τον εκμισθωτή που προσφέρει προς μίσθωση το περιουσιακό στοιχείο, θα πρέπει η καθαρή παρούσα αξία των ταμειακών ροών από τη "λειτουργία" του leasing να μην είναι αρνητική.

ii. Για τον μισθωτή του περιουσιακού στοιχείου η καθαρή παρούσα αξία του leasing θα πρέπει να είναι μη-αρνητική και

iii. Όχι μικρότερη από αυτήν της αγοράς.

Δεχόμενοι ως παραδοχές την ύπαρξη ανταγωνιστικής αγοράς (competitive market), μηδενικούς φόρους και μηδενικά μη ανακτήσιμα συμβατικά κόστη, προκύπτει ότι μια εταιρεία είναι αδιάφορη μεταξύ των επιλογών αγοράς ή μίσθωσης ενός περιουσιακού στοιχείου. Αντιθέτως, η απόφαση μεταξύ αγοράς ή μίσθωσης δεν είναι αδιάφορη εάν ο εκμισθωτής έχει αγοραστική δύναμη (market power), καθώς και στην περίπτωση που οι φόροι, τα συμβατικά κόστη ή τα κίνητρα παραγωγής/επένδυσης επηρεάζονται από την απόφαση για leasing ή δανεισμό.

A2. Πραγματικοί οριακοί φορολογικοί συντελεστές (Effective marginal tax rates)

Εάν ο εκμισθωτής και ο μισθωτής αντιμετωπίζουν διαφορετικούς πραγματικούς οριακούς φορολογικούς συντελεστές, η συνολική οφειλή λόγω φορολογίας δύναται να μειωθεί μέσω του leasing. Ωστόσο, μέσα από την ανάλυση των συγγραφέων (Smith & Wakeman, 1985) προκύπτει ότι εάν ο μισθωτής και ο εκμισθωτής αντιμετωπίζουν τους ίδιους πραγματικούς οριακούς φορολογικούς συντελεστές, η συνολική φορολογική υποχρέωση είναι ανεξάρτητη από το ιδιοκτησιακό καθεστώς που διέπει το περιουσιακό στοιχείο (αγορασμένο ή μισθωμένο), με αποτέλεσμα να μην προκύπτει φορολογικό πλεονέκτημα για το leasing.

A3. Leasing από κατασκευαστές (manufacturers) ή από άλλα μέρη (third party)

Για κάποια περιουσιακά στοιχεία, το leasing προσφέρεται τόσο από κατασκευαστές, όσο και από τρίτα μέρη. Σ' αυτήν την περίπτωση υποστηρίζουν οι Smith & Wakeman (1985), οι ρυθμίσεις που προβλέπει η φορολογική νομοθεσία αποκτούν ιδιαίτερη σημασία. Ανάλογα, επομένως, με τις εν λόγω ρυθμίσεις, τα φορολογικά κίνητρα άλλες φορές ευνοούν τον κατασκευαστή και άλλες φορές τους λοιπούς εκμισθωτές, ενώ γενικά η απόφαση επισημαίνουν ότι επηρεάζεται από όλους τους κάτωθι παράγοντες:

- Αρχική επένδυση στο περιουσιακό στοιχείο

- Μισθώματα leasing

- Υπολειμματική αξία
- Δαπάνες συντήρησης
- Μη ανακτήσιμα συμβατικά κόστη
- Φορολογική ασπίδα-έκπτωση (tax shield) που προέρχεται από το περιουσιακό στοιχείο
- Φόροι στα κεφαλαιακά κέρδη από τη διάθεση του περιουσιακού στοιχείου
- Φορολογική ασπίδα από τη συντήρηση
- Φόροι στις ταμειακές ροές από τη λειτουργία
- Πρόσθετη φορολογική ασπίδα-έκπτωση από τα έξοδα τόκων δανεισμού

Α4.Κατανομή των φορολογικών εκπτώσεων που προέρχονται από επενδύσεις (Investment tax credits)

Εάν μια εταιρεία αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο επωφελείται αντίστοιχα και από τις φορολογικές εκπτώσεις που δύναται να προέλθουν από αυτήν την επένδυση, εάν η εταιρεία όμως το μισθώσει τότε μπορεί να εκμεταλλευτεί αυτές τις εκπτώσεις, είτε ο εκμισθωτής, είτε ο μισθωτής. Με αυτόν τον τρόπο, η δυνατότητα που προσφέρει το leasing να κατανεύουμε αυτές τις φορολογικές ωφέλειες στο μέρος εκείνο που αντιμετωπίζει υψηλότερες φορολογικές υποχρεώσεις (υψηλότεροι φορολογικοί συντελεστές) συνιστά ένα σοβαρό φορολογικό πλεονέκτημα για το leasing (Smith & Wakeman, 1985).

Β.Μη-Φορολογικής φύσεως προσδιοριστικοί παράγοντες στο δίλημμα leasing-δανεισμός

Οι συγγραφείς (Smith & Wakeman, 1985) επισημαίνουν ότι οι πλέον βαρυσήμαντοι παράγοντες στη απόφαση για τον τρόπο χρηματοδότησης με leasing, οι οποίοι σχετίζονται με την φορολογία είναι οι αποσβέσεις και οι φορολογικές εκπτώσεις που προκύπτουν από τις επενδύσεις. Παρ' όλα αυτά, σημειώνουν ότι διαφορετικές αποφάσεις leasing λαμβάνονται μέσα στην ίδια εταιρεία, για τα ίδια περιουσιακά στοιχεία που τυγχάνουν επιπροσθέτως της ίδιας φορολογικής αντιμετώπισης. Για παράδειγμα, τα κτίρια που προορίζονται για γραφεία παρατηρείται το φαινόμενο να μισθώνονται με μεγαλύτερη ευκολία, σε σχέση με τις εγκαταστάσεις εκείνες που προορίζονται για R & D ή παραγωγή (manufacturing). Επομένως, καταλήγουν ότι οι φορολογικές επιπτώσεις αυτές καθαυτές φαίνεται ότι δεν δύνανται να εξηγήσουν την πολιτική χρηματοδότησης που ακολουθούν οι εταιρείες. Προς τούτο, στράφηκαν στα μη-φορολογικής φύσεως κίνητρα που επηρεάζουν τις πολιτικές χρηματοδότησης μέσω leasing, αποσκοπώντας στην αποτύπωση όλων

εκείνων των αντικειμενικών και ορατών χαρακτηριστικών, τόσο των περιουσιακών στοιχείων, όσο και των εταιρειών, που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην απόφαση για leasing ή δανεισμό.

Β1.Χαρακτηριστικά των μισθωτών-χρηστών (lessee) που επηρεάζουν την απόφαση για leasing

Οι Smith & Wakeman (1985) εξέτασαν πρωτίστως κίνητρα που κατοχυρώνονται-εδραιώνονται μέσα από χρηματοοικονομικά συμβόλαια (financial contracts), συμβόλαια αποζημίωσης (compensation contracts) και από την ιδιοκτησιακή διάρθρωση (ownership structure). Καθώς αυτά τα τρία μη φορολογικά κίνητρα δεν είναι ίδια χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων, και ως εκ τούτου δεν μπορούν να εξηγήσουν ποια από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας θα μισθωθούν, προσδοκούν όπως συνδράμουν στην προσπάθεια να αναγνωρισθούν εταιρείες που έχουν ειδικά κίνητρα να μισθώσουν (lease) ή να αγοράσουν. Έπειτα, εξετάζουν και άλλα μη φορολογικά κίνητρα για την εταιρική πολιτική leasing, τα οποία ποικίλουν μεταξύ των διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων και μ' αυτόν τον τρόπο βοηθούν στο να αναγνωριστούν ποια από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας θα μισθωθούν.

-Χρηματοοικονομικά κίνητρα για μίσθωση (Financial incentives of lease)

Οι Smith & Warner (1979) αναφέρουν ότι έχουν αναγνωριστεί στη διεθνή βιβλιογραφία πηγές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των κύριων πιστωτών της εταιρείας και των υπολοίπων (fixed and residual claimholders). Υποστηρίζουν ότι ένα μακροπρόθεσμο, μη ακυρώσιμο συμβόλαιο leasing (long term, non-cancelable leasing) δεσμεύει την εταιρεία να χρησιμοποιεί ένα συγκεκριμένο είδος περιουσιακών στοιχείων καθ' όλη τη διάρκεια της μίσθωσης και μ' αυτόν τον τρόπο ελέγχεται το πρόβλημα της υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων (asset substitution problem). Ωστόσο, το κύριο νομικό καθεστώς που διέπει τις συμβάσεις αυτές συνεπάγεται ότι η χρήση τους μειώνει την ικανότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί σε άλλες εκκρεμείς σταθερές οφειλές. Αυτό ωθεί τις επιχειρήσεις που δανειοδοτούν να θέτουν περιορισμούς στην ευχέρεια των δανειζόμενων εταιρειών να συνάπτουν συμφωνίες leasing, μέσω προβλέψεων-ρητρών που ενσωματώνονται στα συμβόλαια δανεισμού.

Πέραν των ανωτέρω, οι Smith & Wakeman (1985), επισημαίνουν ότι ενώ η μακροπρόθεσμη μίσθωση είναι παρόμοια με τον δανεισμό με εξασφαλίσεις (secured debt)

σε αρκετές διαστάσεις, διαφέρουν σε άλλες. Σε περίπτωση πτώχευσης, εάν η αξία του ενεχυριασμένου στοιχείου είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία (face value) της αντίστοιχης αξίωσης που προέρχεται από τον δανεισμό με ενέχυρο, ο πιστωτής που κατέχει εξασφαλίσεις έχει επίσης μια όχι εξασφαλισμένη απαίτηση και στα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία του οφειλέτη. Αντίστοιχα, οι αξιώσεις του εκμισθωτή περιορίζονται στην πληρωμή μισθωμάτων ενός έτους. Από την άλλη, ο εκμισθωτής διατηρεί στην κατοχή του τον τίτλο του περιουσιακού στοιχείου και ο μισθωτής χρησιμοποιεί το στοιχείο αυτό όσο διάστημα ανταποκρίνεται στις πληρωμές μισθωμάτων που προβλέπονται από το συμβόλαιο leasing. Εάν ο μισθωτής αθετήσει τις πληρωμές των μισθωμάτων, είναι ευκολότερο για τον εκμισθωτή να επανακτήσει την φυσική κατοχή του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου είτε πριν από την κήρυξη της πτώχευσης, είτε μετά από αυτήν, απ' ότι είναι για τον δανειστή που έχει ως ασφάλεια το ενεχυριασμένο περιουσιακό στοιχείο να το φέρει στην κυριότητά του.

-Διοικητικοί παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για leasing (Agency factors)

Σύμφωνα με τους Kang & Long (2001), το leasing μπορούμε να το δούμε σαν την απόλυτη μορφή εξασφαλισμένου δανεισμού, δεδομένου ότι το μισθωμένο περιουσιακό στοιχείο δεν ανήκει στην εταιρεία/χρήστη, παρά μόνο χρησιμοποιείται από αυτή. Η μείωση του διοικητικού κόστους είναι μια σημαντική παράμετρος που ωθεί σε μακροπρόθεσμα, μη-ακυρώσιμα συμβόλαια leasing. Το σημαντικό είναι ότι το leasing δίνει στην εταιρεία ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο και όχι μετρητά για να επενδύσει, όπως συμβαίνει με τον δανεισμό. Μ' αυτόν τον τρόπο, καθίσταται δύσκολο για την εταιρεία να υποεπενδύσει ή να στρέψει τα περιουσιακά της στοιχεία (εν προκειμένω τα μετρητά) σε πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις. Έτσι, οι συγγραφείς καταλήγουν στο τελικό χαρακτηριστικό που θα πρέπει να σκεφτούμε : το μέγεθος-επίπεδο της σταθερής μορφής χρηματοδότησης που μια εταιρεία χρησιμοποιεί. Οι εταιρείες που χρησιμοποιούν υπερβολικά επίπεδα μόχλευσης έχουν και υψηλότερα διοικητικά κόστη και αυτό συνεπάγεται υψηλότερα επίπεδα χρηματοδότησης μέσω leasing.

-Κίνητρα για leasing που σχετίζονται με την αποζημίωση (Compensation-related incentives)

Οι Smith & Watts (1982) αναφέρουν ότι τα σχέδια του management σχετικά με τις αποζημιώσεις (bonus) που θα λάβουν συνιστούν ένα καλό κίνητρο για leasing. Για παράδειγμα, ο manager του οποίου η αποζημίωση (bonus) εξαρτάται από τις αποδόσεις

του επενδυμένου κεφαλαίου (return on invested capital), θα υποστηρίξει σθεναρά την επιλογή να μισθωθούν οι εγκαταστάσεις που προορίζονται για γραφεία παρά να αγοραστούν. Με την αγορά, ο παρονομαστής του εν λόγω μέτρου απόδοσης αυξάνεται, ίσως σε πολύ μεγάλο βαθμό, με αποτέλεσμα να μειώνεται ο δείκτης στο σύνολό του. Αυτό το κίνητρο μπορεί να ελεγχθεί με την συμπερίληψη της κεφαλαιοποιημένης αξίας των μισθωμάτων leasing στον υπολογισμό του επενδυμένου κεφαλαίου.

-Εξειδίκευση στην ανάληψη κινδύνου (Specialization in risk-bearing)

Για συγκεκριμένες παραγωγικές διαδικασίες (γενικά μικρού μεγέθους και όχι περίπλοκες) τα οφέλη από την εξειδίκευση στην ανάληψη κινδύνου και στη διοίκηση που σχετίζεται με την εταιρική μορφή του οργανισμού είναι μικρότερα από τα διοικητικά κόστη (agency costs) που προκαλούνται από τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου (Smith & Wakeman, 1985). Σ' αυτές τις περιπτώσεις, όπως επισημαίνουν οι Fama & Jensen (1983), η ατομική ιδιοκτησία είναι πιο αποτελεσματική μορφή οργάνωσης απ' ότι η εταιρική. Ωστόσο, η ιδιοκτησία των κεφαλαιουχικών αγαθών καθιστά πιο δύσκολη για τον κάτοχο την μείωση του ρίσκου μέσα από τη διαφοροποίηση (diversification). Ο κάτοχος μπορεί να αμβλύνει αυτό το πρόβλημα μισθώνοντας τα περιουσιακά στοιχεία που χρειάζεται. Μ' αυτόν τον τρόπο το leasing μειώνει τη συγκέντρωση του πλούτου σε μια δραστηριότητα και μπορεί να διευκολύνει την πιο αποτελεσματική κατανομή της ανάληψης κινδύνου.

-Ευαισθησία στις αποφάσεις χρήσης και συντήρησης (Use and Maintenance Decisions)

Γενικότερα η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου επηρεάζεται από το ιστορικό χρήσης και συντήρησης. Εάν το εν λόγω στοιχείο αγοράζεται και χρησιμοποιείται από τον ίδιο άνθρωπο τα κίνητρα χρήσης και συντήρησης είναι εσωτερικοποιημένα, δηλαδή υπάρχουν άμεσα ιδιωτικά κίνητρα να μεγιστοποιείται η αξία, αφού ο ιδιοκτήτης/χρήστης επωμίζεται όλο το κόστος της κατάχρησης. Από την άλλη, ο εκμισθωτής δεν έχει δικαιώματα επί της υπολειμματικής αξίας του στοιχείου και επομένως έχει λιγότερα κίνητρα να το φροντίζει επιμελώς.

Εάν οι συμβατικές προβλέψεις ενός συμβολαίου leasing δεν ενσωματώνουν αποτελεσματικά το κίνητρο της παροχής συντήρησης, η κατάχρηση του περιουσιακού στοιχείου προεξοφλείται από τον ιδιοκτήτη/εκμισθωτή και αποτυπώνεται στα μισθώματα. Αυτό σημαίνει ότι, οι πληρωμές μισθωμάτων προσδιορίζονται έτσι ώστε ο εκμισθωτής να έχει τέτοια απόδοση που να αντικατοπτρίζει την αναμενόμενη υπολειμματική αξία στην

οποία ενσωματώνονται οι προβλεπόμενες με βάση τους όρους του συμβολαίου αποφάσεις χρήσης και συντήρησης. Από τα παραπάνω συνάγεται ότι, όσο πιο ευαίσθητη είναι η αξία του περιουσιακού στοιχείου στον τρόπο χρήσης και συντήρησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα το υπόψη στοιχείο να αγοραστεί παρά να μισθωθεί. Επομένως, τα στοιχεία των οποίων η αξία είναι λιγότερο ευαίσθητη από την κατάχρηση και την ελλειπή συντήρηση αναμένεται να προσφέρονται με μεγαλύτερη ευκολία για leasing (Smith & Wakeman, 1985).

-Περιουσιακά στοιχεία με συγκεκριμένο προορισμό-εξειδικευμένα (Firm specific assets)

Ένα περιουσιακό στοιχείο το οποίο προορίζεται ειδικά για ένα συγκεκριμένο χρήστη (specialized) έχει πολύ μεγαλύτερη αξία γι' αυτόν τον χρήστη απ' ότι έχει για οποιονδήποτε άλλο χρήστη που αποτελεί την καλύτερη δυνατή εναλλακτική επιλογή. Η μίσθωση τέτοιων περιουσιακών στοιχείων δημιουργεί διοικητικά έξοδα υπό την μορφή σημαντικά επιπρόσθετου κόστους διαπραγμάτευσης, διοίκησης και εφαρμογής, ένεκα των διαμαχών μεταξύ μισθωτών και εκμισθωτών. Έτσι, προκύπτουν κίνητρα για τις επιχειρήσεις να αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία που είναι προσαρμοσμένα στις ανάγκες και ιδιαιτερότητές τους, παρά να τα μισθώνουν. Για παράδειγμα, εύκολα μια επιχείρηση μισθώνει εγκαταστάσεις που προορίζονται για γραφεία, δύσκολα όμως πράττει το ανάλογο όταν πρόκειται για εγκαταστάσεις παραγωγής. Επιπλέον, διαφορετικές καθυστερήσεις που μπορεί να προκληθούν από την παραγωγή, οδηγεί π.χ. τους εκδότες εφημερίδων να αγοράζουν τα μηχανήματα των τυπογραφείων τους, όμως δεν συμβαίνει το ίδιο με τους εκδότες βιβλίων (δεν ενέχεται σημαντικό κόστος από μια μικρή καθυστέρηση, ενώ στην πρότερη κατηγορία η απώλεια είναι σημαντική έστω και αν πρόκειται για ολιγόωρη καθυστέρηση) (Smith & Wakeman, 1985).

-Αναμενόμενη περίοδος χρήσης του περιουσιακού στοιχείου

Η ζήτηση των περιουσιακών στοιχείων τα οποία προορίζονται ειδικά για συγκεκριμένες εταιρείες καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος της ωφέλιμης ζωής του παγίου, ωστόσο για περιουσιακά στοιχεία που είναι πιο γενικά (non-firm specific) η ζήτηση αναφέρεται σε σύντομα χρονικά διαστήματα. Εάν η ωφέλιμη ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την περίοδο που μια επιχείρηση αναμένει να χρησιμοποιήσει το στοιχείο και το κόστος μεταβίβασης της ιδιοκτησίας είναι επίσης σημαντικό, τότε προκύπτουν ουσιαστικά πλεονεκτήματα από τη μίσθωση παρά από την αγορά (Smith & Wakeman, 1985).

B2.Χαρακτηριστικά των εκμισθωτών (lessor) που επηρεάζουν την απόφαση για leasing

Εν συνεχεία οι Smith & Wakeman (1985) εξέτασαν δύο μη-φορολογικά κίνητρα που επηρεάζουν την εταιρική πολιτική leasing από την πλευρά των εκμισθωτών. Από τη στιγμή που αυτά τα δύο κίνητρα διαφέρουν μεταξύ των πιθανών εκμισθωτών αλλά και μεταξύ των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων, βοηθούν να αναγνωρίσουμε χαρακτηριστικά των στοιχείων εκείνων που ενδείκνυται η μίσθωσή τους.

-Ευκαιρίες διακριτικής τιμολογιακής πολιτικής (price discrimination)

Εάν ο κατασκευαστής έχει κάποιο βαθμό αγοραστικής δύναμης για κάποιο συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο, τότε όταν καθίσταται εκμισθωτής μπορεί να παρακάμψει τις διατάξεις της νομοθεσίας που απαγορεύουν την διακριτική τιμολόγηση και έτσι αποκτά ευκαιρίες αποκόμισης επιπρόσθετων κερδών τιμολογώντας διαφορετικά τους πελάτες του. Ειδικότερα, εάν οι αγοραστές έχουν λιγότερο ελαστικές απαιτήσεις και οι μισθωτές έχουν πιο ελαστικές ανάγκες, τότε η εταιρεία αυξάνει τα κέρδη της θέτοντας την υποκρυπτόμενη τιμή αγοράς (implicit price) στον μισθωτή πιο χαμηλά από την τιμή που χρεώνει στον αγοραστή. Μια δεύτερη μέθοδο διακριτικής τιμολόγησης συνιστά η χρέωση διαφορετικών τιμών σε διαφορετικούς πελάτες, των οποίων οι ανάγκες σχετίζονται με ένα ή περισσότερα χαρακτηριστικά του leasing (για παράδειγμα τους όρους αυτού, την πρόβλεψη για υπηρεσίες συντήρησης ή την ένταση χρήσης του στοιχείου). Σε αυτές τις περιπτώσεις ο κατασκευαστής/εκμισθωτής μπορεί να χρησιμοποιήσει αυτά τα χαρακτηριστικά για να επιμερίσει την αγορά ανάλογα με την ελαστικότητα της ζήτησης και έτσι να αυξήσει τα κέρδη του. Ωστόσο, και στις δύο προαναφερόμενες περιπτώσεις η αποτελεσματικότητα της διακριτικής τιμολόγησης περιορίζεται από την ύπαρξη στενών υποκατάστατων.

Επιπροσθέτως, σύμφωνα με τους Brealey & Myers (1984) εάν ο κατασκευαστής είναι σε θέση να επηρεάζει το ποσοστό της τεχνολογικής απαξίωσης, αυτός ο κατασκευαστής έχει ένα καλό κίνητρο να προσφέρει τα προϊόντα του με leasing. Μισθώνοντας, δηλαδή, μερικά από τα μηχανήματα για παράδειγμα που παράγει, ο κατασκευαστής δίνει το σήμα στους υποψήφιους αγοραστές ότι αφού αυτός θα έχει υποστεί ζημία από την τεχνολογική απαξίωση όταν τα μισθωμένα μηχανήματα θα επιστραφούν (απαξιωμένα τεχνολογικά), έχει μειωμένο κίνητρο να καινοτομεί με γρήγορους ρυθμούς γεγονός που θα οδηγούσε στην μείωση της αξίας της τωρινής του παραγωγής. Η αξία αυτού του σήματος αντανακλάται σε υψηλότερες τιμές πώλησης για την παρούσα γενιά προϊόντων του

κατασκευαστή. Ωστόσο, οι Smith & Wakeman (1985) θέτουν εν αμφιβόλω ότι το παραπάνω είναι σημαντικό κίνητρο για να προβαίνει σε leasing κανείς, καθώς πρέπει να συνυπολογιστεί η αξία που χάνεται από την προκαλούμενη καθυστέρηση καινοτομιών, αλλά και το σήμα που δίνεται στους επίδοξους ανταγωνιστές για την ύπαρξη ευκαιριών εισόδου στον κλάδο.

-Συγκριτικό πλεονέκτημα στην διάθεση του περιουσιακού στοιχείου

Εάν ο εκμισθωτής έχει συγκριτικό πλεονέκτημα όσον αφορά στη διάθεση του παγίου, αυτό συνιστά κίνητρο για leasing. Όπως οι Lewellen-Long-Mc Connell (1976) υποστηρίζουν "εάν ο εκμισθωτής είναι πιο ικανός στις διαπραγματεύσεις στην αγορά των μεταχειρισμένων, αυτή του η γνώση-ικανότητα μπορεί να του προσδώσει ένα σημαντικό πλεονέκτημα". Τρεις πιθανές πηγές αυτού του συγκριτικού πλεονεκτήματος μπορεί να είναι:

i. Η μείωση του κόστους αναζήτησης, πληροφοριών και συναλλαγής, τα οποία συνδέονται με την πρόβλεψη του εκμισθωτή για ύπαρξη συγκεντρωμένης αγοράς μεταχειρισμένων για το εν λόγω περιουσιακό στοιχείο.

ii. Η μείωση του κόστους επισκευής για την επαναχρησιμοποίηση εξαρτημάτων που προέρχονται από μισθωμένα μηχανήματα, τα οποία προορίζονται στην επισκευή και συντήρηση άλλων μηχανημάτων που είναι σε λειτουργία.

iii. Η μείωση του κόστους παραγωγής που προέρχεται από τη χρησιμοποίηση μηχανημάτων από πρότερα εκμισθωμένα μηχανήματα, με την αξιοποίησή τους κατά την παραγωγή νέων μηχανημάτων.

Πέραν των ανωτέρω ευρημάτων των Smith & Wakeman (1985), ιδιαίτερη αξία στην συζήτηση γύρω από το πια χαρακτηριστικά διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην απόφαση μιας εταιρείας για leasing ή δανεισμό, φρονούμε ότι προσδίδουν οι σχετικές παρατηρήσεις του Erickson (1993), καθώς και των Wells & Whitby (2011).

Ο Erickson (1993), λοιπόν, παρατηρεί πως πέρα από τα φορολογικά κίνητρα και τα ειδικά χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων (asset specific characteristics) τα οποία περιλαμβάνονται και στην μελέτη των Smith & Wakeman (1985), βαρύνοντα ρόλο στην απόφαση της εταιρείας επέχουν επίσης:

-Ασύμμετρη πληροφόρηση (information asymmetries)

Υποστηρίζει ο συγγραφέας ότι η χρήση του leasing πρέπει να συνδέεται αντιστρόφως ανάλογα με την ποσότητα των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες για τις μισθώτριες εταιρείες. Το πρόβλημα των υποψήφιων δανειστών/εκμισθωτών έγκειται στην αδυναμία τους να εκτιμήσουν επαρκώς τον πιστωτικό κίνδυνο των εταιρειών για τις οποίες δεν υπάρχουν αρκετές πληροφορίες. Για να προστατέψουν λοιπόν τους εαυτούς τους, οι εκμισθωτές είναι πιθανόν να επιλέξουν να μισθώσουν το περιουσιακό τους στοιχείο παρά να δανείσουν σε μια εταιρεία για την οποία δεν διαθέτουν πληροφορίες, το οποίο σημαίνει ότι τα επιτόκια leasing αναμένεται να είναι χαμηλότερα από τα επιτόκια δανεισμού για παρόμοιες εταιρείες. Πρακτικά, υποστηρίζει ο συγγραφέας, μια αρκετά καλή προσέγγιση για την ποσότητα των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες για μια εταιρεία θεωρεί πως είναι το μέγεθος της εταιρείας (size), το οποίο ορίζεται ως η αγοραστική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων (market value of equity-MV). Έτσι προβλέπει πως αρνητική σχέση θα συνδέει το MV με τη χρήση του leasing.

-Χρηματοοικονομική δυσκολία (financial distress)

Το κόστος που αναμένει να έχει ο εκμισθωτής ως απόρροια της δυσχερούς χρηματοοικονομικής θέσης του μισθωτή επηρεάζει θετικά τόσο τα επιτόκια leasing, όσο και τα αντίστοιχα του δανεισμού. Ωστόσο, ένεκα της υψηλότερης προστασίας που απολαμβάνει ο εκμισθωτής και η οποία προέρχεται από την διακράτηση του τίτλου ιδιοκτησίας του περιουσιακού στοιχείου, αναμένεται ότι η υπόψη επίδραση στα επιτόκια leasing θα είναι μικρότερη από αυτήν στα επιτόκια δανεισμού. Έτσι, αναμένεται το leasing να αποτελεί πιο πρόσφορο χρηματοδοτικό εργαλείο για ασθενέστερες χρηματοοικονομικά εταιρείες. Ως προσέγγιση του μεγέθους της χρηματοοικονομικής δυσκολίας, χρησιμοποιήθηκε το Altman's S-score της κάθε εταιρείας, με την αναμενόμενη αρνητική σχέση του με το leasing να επιβεβαιώνεται, καθόσον το χαμηλό Z συνεπάγεται μεγάλη πιθανότητα πτώχευσης (Erickson, 1993).

Επιπροσθέτως, οι Wells & Whitby (2011) υποστηρίζουν ότι σημαντικό ρόλο στην απόφαση για leasing διαδραματίζει η ρευστότητα και οι ταμειακές ροές της επιχείρησης.

-Ρευστότητα (liquidity)

Συναφώς με τα αποτελέσματα των Drury & Braund (1990) και Adedeji & Stapleton (1996), οι συγγραφείς αποδεικνύουν ότι η περιορισμένη ρευστότητα και τα προβλήματα

ταμειακών ροών έχουν σημαντική επίδραση στην απόφαση για leasing. Δηλαδή, παρατηρείται ότι εταιρείες με τα παραπάνω χαρακτηριστικά-προβλήματα προσφεύγουν περισσότερο στο leasing απ' ό τι στο δανεισμό. Ιδιαίτερα δε, δίνουν έμφαση στις συμφωνίες sale-and-leaseback με τις οποίες μετατρέπονται περιουσιακά στοιχεία σε κεφάλαια. Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν τόσο για τη βελτίωση της ρευστότητας, όσο και για την επέκταση των λειτουργιών της επιχείρησης και την επένδυση στις κύριες δραστηριότητες αυτής (core business). Επίσης, δύναται να αξιοποιηθούν στην βελτίωση των στοιχείων του ισολογισμού της εταιρείας, στη μείωση του χρέους και αντίστοιχα στη μείωση του κόστους χρηματοοικονομικής εξάντλησης της εταιρείας (financial distress cost).

5.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Η πρώτη γενική παρατήρηση την οποία θα μπορούσαμε να κάνουμε, έχοντας μια γενική εικόνα της υφιστάμενης βιβλιογραφίας, είναι ότι η συντριπτική πλειοψηφία αυτής έχει ως σημείο αναφοράς τον "γρίφο" (the leasing puzzle) των Ang & Peterson (1984). Αυτό βεβαίως είναι λογικό αν σκεφτεί κανείς ότι μέχρι την μελέτη των υπόψη συγγραφέων, το σύνολο της χρηματοοικονομικής θεωρίας υποστήριζε, χωρίς ωστόσο να αποδεικνύει εμπειρικά, τη σχέση υποκατάστασης μεταξύ leasing και δανεισμού. Ως εκ τούτου, εύκολα γίνεται αντιληπτό ότι η ανωτέρω μελέτη κόμισε κάτι καινούργιο στα μέχρι τότε δεδομένα ταρασσοντας τα νερά της χρηματοοικονομικής θεωρίας, όσον αφορά στο συγκεκριμένο θέμα. Επομένως, διάχυτη είναι η αίσθηση ότι το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας έχει ως σημείο αναφοράς και σύγκρισης την υπόψη έρευνα.

Χρήσιμος και ταυτόχρονα επωφελής, ωστόσο, θα μπορούσαμε να πούμε πως είναι ο διαχωρισμός της έρευνας-βιβλιογραφίας στον οποίο προβαίνουν οι Lasfer & Levis (1998). Οι υπόψη συγγραφείς υποστηρίζουν ότι εκεί που οι εκμισθωτές (lessors) και οι μισθωτές (lessees) αντιμετωπίζουν το ίδιο φορολογικό καθεστώς, δανείζουν και δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο και αναμένουν την ίδια υπολειμματική αξία για το περιουσιακό στοιχείο, δεν υφίσταται κανένα πλεονέκτημα του leasing έναντι του δανεισμού. Στην πράξη όμως και καθώς τέλειες συνθήκες στην αγορά κεφαλαίων δεν παρατηρούνται, υφίστανται λόγοι που ευνοούν την απόφαση για leasing έναντι του δανεισμού. Συνοψίζοντας την υφιστάμενη τότε βιβλιογραφία κατέταξαν τις μελέτες-έρευνες σε τρεις κατηγορίες, έχοντας ως κριτήριο τους κύριους λόγους στους οποίους εδράζεται η επιλογή του leasing ή του δανεισμού. Οι προαναφερθείσες τρεις κατηγορίες είναι:

i.Υποκατάσταση του δανεισμού (debt substitutability) : Το leasing μπορεί να είναι υποκατάστατο του δανεισμού, καθώς και τα δύο μειώνουν την ικανότητα δανεισμού (debt capacity). Ωστόσο, δεδομένου του γεγονότος ότι οι εκμισθωτές έχουν τον πρώτο λόγο στο μισθωμένο περιουσιακό στοιχείο (διατηρούν την κυριότητα), το leasing φαίνεται πιο επωφελές για επιχειρήσεις που είναι σε δυσχερή χρηματοοικονομική θέση (financial distress).

ii.Φορολογική διαφορά (tax differential) : Εάν ο μισθωτής πληρώνει μικρό ή και καθόλου εταιρικό φόρο, δύναται να "περάσει" τις φορολογικές ελαφρύνσεις στο εκμισθωτή και

μέρος αυτών των ελαφρύνσεων να επιστρέψει στον μισθωτή με τη μορφή μικρότερων μισθωμάτων.

iii. Διοικητικά κόστη (agency costs) : Οι σύγχρονες επιχειρήσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονται από τον διαχωρισμό μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, είναι πιθανό να αντιμετωπίζουν προβλήματα ταμειακής ρευστότητας (cash flow problems) όταν οι managers αναλαμβάνουν έργα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία (NPV). Δεδομένου ότι το leasing δεν συνιστά μια επενδυτική απόφαση και οι εκμισθωτές διατηρούν την ιδιοκτησία του περιουσιακού στοιχείου, μπορεί να αποτελέσει παράγοντα ικανό να μειώσει τα διοικητικά κόστη.

Ακολουθώντας, λοιπόν, τον διαχωρισμό των Lasfer & Levis (1998), παρατίθεται ακολούθως μια σύντομη αναδρομή στην βιβλιογραφία-αρθρογραφία που αναπτύχθηκε τις τελευταίες δεκαετίες σχετικά με το αντικείμενο της παρούσας εργασίας, την υποκατάσταση ή συμπληρωματικότητα του leasing και του δανεισμού. Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι η κατηγοριοποίηση αυτή είναι καθαρά ενδεικτική, καθώς δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις εκείνες των μελετών-ερευνών που θα μπορούσαν να καταταγούν σε περισσότερες από μια από τις κάτωθι κατηγορίες.

i. Το leasing και η ικανότητα δανεισμού (debt capacity)

Κυρίαρχη είναι η άποψη στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής θεωρίας ότι το leasing και ο εταιρικός δανεισμός είναι υποκατάστατα. Άποψη την οποία πολλοί ερευνητές υποστήριξαν στις μελέτες τους, δεδομένου ότι αντιμετωπίζουν και τις δύο μορφές χρηματοδότησης σαν σταθερές συμβατικές υποχρεώσεις (fixed contractual obligations). Τόσο το leasing όσο και ο δανεισμός μειώνουν την ικανότητα δανεισμού της επιχείρησης και έτσι θα έπρεπε η μεγαλύτερη χρηματοδότηση μέσω leasing να σχετίζεται με μικρότερη προσφυγή στον δανεισμό.

Οι Ang & Peterson (1984), για τους οποίους αναφορά έγινε παραπάνω, βρήκαν ότι υφίσταται θετική σχέση μεταξύ των δεικτών "leasing προς λογιστική αξία Ιδίων Κεφαλαίων" και "δανεισμού προς λογιστική αξία Ιδίων Κεφαλαίων", το οποίο ωστόσο αντιβαίνει με τα όσα υποστηρίζει η επικρατούσα θεωρία ότι leasing και δανεισμός είναι υποκατάστατα. Με αυτόν τον τρόπο κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ένα πάζλ-γρίφος, το γνωστό από τότε "leasing puzzle". Για να συνδέσουν λοιπόν τα κομμάτια αυτού

του πάζλ χρησιμοποίησαν στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 600 εταιρειών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1976-1981, τα οποία ανέλυσαν χρησιμοποιώντας την Tobit ανάλυση. Εν συντομία, το μοντέλο που χρησιμοποίησαν είναι το κάτωθι:

$$DR_{NL} = DR_L + aLR_L$$

,όπου DR_{NL} είναι ο δείκτης δανεισμού μιας εταιρείας που δεν προβαίνει σε leasing (Non-leasing firm), DR_L είναι ο αντίστοιχος δείκτης δανεισμού μιας παρόμοιας εταιρείας που χρησιμοποιεί το leasing (Leasing firm) και LR_L είναι ο δείκτης leasing της τελευταίας εταιρείας. Το a ορίζεται ως ο δείκτης υποκατάστασης δανεισμού-leasing (debt-to-lease displacement ratio).

Όπως αναφέρεται και παραπάνω, από τα αποτελέσματα της έρευνάς τους συνάγεται ότι, αντιθέτως με όσα υποστηρίζει η επικρατούσα θεωρία γύρω από το θέμα, το leasing και ο δανεισμός είναι συμπληρωματικά παρά υποκατάστατα : οι εταιρείες που χρησιμοποιούν leasing (leasing firm) στρέφονται περισσότερο στο μακροχρόνιο δανεισμό απ' ότι αυτές που δεν χρησιμοποιούν (non-leasing firm) (που σημαίνει $a < 0$). Προσπάθησαν να ελέγξουν-εξετάσουν τις διαφορές στην ικανότητα δανεισμού (debt capacity) εισάγοντας στο μοντέλο παλινδρόμησης έξι πρόσθετες χρηματοοικονομικές μεταβλητές : λειτουργική μόχλευση (operating leverage), μεταβλητότητα πωλήσεων (sales variability), κερδοφορία (profitability), αναμενόμενη ανάπτυξη (expected growth), μέγεθος (size) και ρευστότητα (liquidity). Ωστόσο, μόνο η λειτουργική μόχλευση και η κερδοφορία αποδείχτηκαν στατιστικά σημαντικοί με αρνητικό πρόσημο παράγοντες που εξηγούν το επίπεδο στο οποίο μια εταιρεία χρησιμοποιεί το leasing για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, καθώς επίσης και η ρευστότητα (με θετικό πρόσημο) όταν γινόταν προσαρμογή για ετεροσκεδαστικότητα. Τα ποσοστά φορολογίας δε των εταιρειών που μετέρχονται το leasing, βρέθηκαν σταθερά υψηλότερα στις εταιρείες που δεν το χρησιμοποιούν, υποδεικνύοντας ότι η φορολογική ασυμμετρία μεταξύ εκμισθωτών και μισθωτών δεν είναι στατιστικά σημαντική παράμετρος που οδηγεί στο leasing³.

Από την άλλη, οι **Bayless & Diltz** (1986) άσκησαν σφοδρή κριτική στη μέθοδο των Ang & Peterson με την κύρια επιχειρηματολογία τους να αντιτίθεται στις βασικές υποθέσεις που οι τελευταίοι έκαναν και ειδικότερα στη δυσκολία να ελέγξουν σε ικανοποιητικό βαθμό διαστρωματικές διαφορές στην ικανότητα δανεισμού (debt capacity). Οι υπόψη ερευνητές,

³ Περισσότερα για την έρευνα των Ang & Peterson θα παρατεθούν στο Β' Μέρος-Ενότητα 2, καθώς αποτελεί βάση της εμπειρικής διερεύνησης της παρούσας εργασίας.

υιοθέτησαν ένα πειραματικό-πρότυπο σχέδιο (experimental design) προκειμένου να ελέγξουν τη διακύμανση της ικανότητας δανεισμού των εταιρειών, οδηγώντας στο συμπέρασμα ότι τα στελέχη που έκριναν την πιστοληπτική ικανότητα των πελατών έδειχναν πιο απρόθυμα να δανείσουν μια εταιρεία όταν αυτή είχε αναλάβει υποχρεώσεις μέσω leasing. Συνεπώς, εκτίμησαν μια πολύ στενή σχέση υποκατάστασης μεταξύ δανεισμού και leasing, με τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τις υπόψη συμβάσεις να εκτοπίζουν-υποκαθιστούν μεταξύ 10% και 26% περισσότερη ικανότητα δανεισμού απ' ότι η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού (που σημαίνει $a > 1$). Επίσης, από τα αποτελέσματα των ερευνών τους συνάγεται ότι 1\$ που προκύπτει από leasing εκτοπίζει 0,85\$ δανεισμού. Ωστόσο, ενώ η πειραματική προσέγγιση που ακολούθησαν οι υπόψη ερευνητές αποφεύγει το πρόβλημα του ελέγχου της ικανότητας δανεισμού, χαρακτηρίζεται από τους δικούς της περιορισμούς, σημαντικότερος εκ των οποίων είναι ότι η γενίκευση-επέκταση σε άλλες ομάδες ενδιαφέροντος που δεν περιλαμβάνονται στα υποκείμενα της εξέτασης που πραγματοποιείται είναι επικίνδυνη.

Θέλοντας να 'συμφιλιώσουν' τις δύο παραπάνω θεωρίες, οι **Marston & Harris** (1988) προσπάθησαν να 'συμβιβάσουν' τα αντικρουόμενα αποτελέσματά τους χρησιμοποιώντας στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων. Προς τούτο, χρησιμοποίησαν μια προσέγγιση με OLS παλινδρόμηση βασισμένη σε αλλαγές-διαφορές (παρά σε επίπεδα-levels) της χρηματοδότησης μέσω δανεισμού και leasing, χρησιμοποιώντας επίσης εκτενή-περιεκτικά μέτρα τόσο για το leasing (κεφαλαιοποιημένα και μη-κεφαλαιοποιημένα), όσο και για το δανεισμό (βραχυπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος δανεισμός). Οι ως άνω αλλαγές μετρήθηκαν έχοντας ως πολιτική τη διατήρηση ως σημείο αναφοράς μιας σταθερής αναλογίας περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτήθηκαν με leasing ή δανεισμό, η οποία (αναλογία) προέκυπτε από το μέσο όρο των τριών προ της εργασίας ετών. Το μοντέλο τους επέτρεπε αλλαγές στα επίπεδα δανεισμού ανεξάρτητα από αλλαγές στο leasing. Τα αποτελέσματά τους ήταν συμβατά με τα ευρήματα των Ang & Peterson (1984), δηλαδή η χρήση του leasing τείνει να συνδέεται με τη χρήση δανεισμού με άλλα μέσα (πλην leasing). Παρ' όλα αυτά, βρήκαν στοιχεία επίσης που επιβεβαιώνουν την παρατήρηση των Smith & Wakeman (1985) ότι συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εταιρειών ταυτόχρονα προβλέπουν τη χρήση τόσο χρηματοδότησης μέσω leasing, όσο και μέσω δανεισμού. Συνδυάζοντας τα παραπάνω ευρήματα, αποδεικνύεται ότι τα αποτελέσματα των Ang & Peterson αντανακλούν διαφορές στην ικανότητα δανεισμού παρά στη συμπληρωματικότητα. Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός ότι, ο εκτιμηθείς συντελεστής

υποκατάστασης μεταξύ των δύο μορφών χρηματοδότησης ήταν στατιστικά σημαντικός και θετικός, αποδεικνύοντας ότι η χρηματοδότηση μέσω leasing υποκαθιστά άλλες μορφές, τόσο βραχυχρόνιου, όσο και μακροχρόνιου δανεισμού. Κατά μέσο όρο, οι εταιρείες μείωναν το δανεισμό που δεν προέρχονταν από leasing όταν το τελευταίο αυξανόταν, το οποίο όμως δεν το έκαναν σε αναλογία 1:1\$, αλλά 1\$ χρηματοδότησης μέσω leasing υποκαθιστούσε 0,60\$ αλλότριου δανεισμού (που σημαίνει $0 < a < 1$). Το γεγονός αυτό μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία αξίας για μια επιχείρηση αν και εφόσον αυτή μπορεί να επεκτείνει την ικανότητα δανεισμού της ή ενδεχομένως να αντανakλά κάποια διαφορά στα χαρακτηριστικά κινδύνου των δύο χρηματοδοτικών εργαλείων. Τέλος, υπολόγισαν ότι οι μη-κεφαλαιοποιημένες μισθώσεις (non-capitalized lease) αποτελούσαν το 65% περίπου των συνολικών μισθώσεων το 1982 (προ SFAS 13), υποστηρίζοντας ότι είναι σημαντικό οι εμπειρικές μελέτες να χρησιμοποιούν ένα εκτενές-περιεκτικό μέτρο των μισθώσεων (τόσο τις κεφαλαιοποιημένες όσο και τις μη-κεφαλαιοποιημένες).

Ακολούθησαν αρκετά χρόνια αργότερα, οι **Adedeji & Stapleton** (1996) οι οποίοι αναπαρήγαγαν τη μελέτη των Ang & Peterson (1984) στο Ηνωμένο Βασίλειο. Οι συγκεκριμένοι ερευνητές όρισαν σαν παρονομαστή των ποσοστών leasing και δανεισμού (lease and debt ratio) το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων-ενεργητικού (total assets), έναντι της λογιστική αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων που χρησιμοποίησαν οι Ang & Peterson (1984), καθώς η τελευταία είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία τάσης (bias) υπέρ της θετικής σχέσης μεταξύ των υπόψη ποσοστών (lease and debt ratio). Οι μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποιήθηκαν ήταν ο δείκτης P/E (Price/Earnings ratio), η ρευστότητα (liquidity), το μέγεθος (size) και το ποσοστό φορολογίας (tax rate). Η διαφορά σε σύγκριση με τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν από τους Ang and Peterson (1984) είναι ότι η λειτουργική μόχλευση, η μεταβλητότητα των πωλήσεων και η κερδοφορία παραλείπονται, όμως το ποσοστό φορολογίας συμπεριλαμβάνεται στο μοντέλο. Επιπροσθέτως, στοιχεία που αφορούσαν στις λειτουργικές μισθώσεις δεν προσμετρήθηκαν στην μεταβλητή του leasing δεδομένης της μη διαθεσιμότητας των σχετικών δεδομένων. Ωστόσο λαμβάνοντας υπόψη τις μελέτες ερευνητών τόσο στο ΗΒ (Beattie et al., 1998), όσο και στις ΗΠΑ (Marston & Harris, 1988), η συγκεκριμένη παράλειψη κρίνεται ως εξαιρετικά σοβαρή και θέτουν εν αμφιβόλω τα αποτελέσματα της έρευνας, σύμφωνα με τους τελευταίους.

Προκειμένου όπως υπάρχει ένα σημείο αναφοράς (benchmark), οι Adedeji & Stapleton (1996) αναπαρήγαγαν τη μελέτη των Ang & Peterson (1984) χρησιμοποιώντας μια

παλινδρόμηση Tobit σε όλο το δείγμα, στο οποίο το 44% των εταιρειών δεν είχαν καθόλου συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης (finance leases). Συναφώς με τους Ang & Peterson (1984), βρήκαν ότι ο δείκτης leasing (lease ratio) είχε γενικά θετική, ωστόσο στατιστικά ασήμαντη, σχέση με τον δείκτη δανεισμού (debt ratio), γεγονός που δηλώνει τη συμπληρωματικότητά τους. Η μόνη στατιστικά σημαντική μεταβλητή ήταν η ρευστότητα (με αρνητικό πρόσημο όπως αναμενόταν). Οι Adedeji & Stapleton ερεύνησαν το κατά πόσο η ως άνω θετική σχέση μεταξύ των δεικτών leasing και δανεισμού δύναται να αποδοθεί στον μη επαρκή έλεγχο των διαφορών, όσον αφορά την ικανότητα δανεισμού μεταξύ των εταιρειών που έχουν συνάψει συμβάσεις leasing και αυτών που δεν έχουν, επανεκτιμώντας το μοντέλο παλινδρόμησης μόνο στο υποσύνολο των εταιρειών που έχουν συνάψει συμβάσεις leasing.

Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα που ανέδειξε η παλινδρόμηση Tobit, η OLS παλινδρόμηση, επί του επιμέρους δείγματος των εταιρειών που ανέφεραν υποχρεώσεις από leasing (leasing sub-sample), έδειξε ότι ο δείκτης leasing σχετίζεται στατιστικά σημαντικά και αρνητικά με το δείκτη δανεισμού σε κάθε ένα από τα τρία έτη της έρευνας. Οι Adedeji & Stapleton κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο δανεισμός και οι χρηματοδοτικές μισθώσεις είναι όντως υποκατάστατα και κατά μέσο όρο 1\$ χρηματοδοτικής μίσθωσης εκτοπίζει περίπου 0,55\$ δανεισμού. Επιπροσθέτως, ο δείκτης leasing σχετιζόταν στατιστικά σημαντικά και αρνητικά με τη ρευστότητα και το ποσοστό φορολογίας και για τα τρία έτη της έρευνας, καθώς επίσης και με τον δείκτη P/E για τα δύο από τα τρία έτη.

Τα αποτελέσματα των Adedeji & Stapleton επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα άλλων ερευνών, όσον αφορά τον αρνητική επίδραση της ρευστότητας πάνω στο leasing (Drury & Braund, 1990), αλλά και την αναμενόμενη ανάπτυξη (η οποία μετρήθηκε από τους Ang & Peterson ως ο δείκτης P/E) η οποία αναδείχθηκε σε αρνητικό προσδιοριστικό παράγοντα για το δανεισμό (Myers, 1977). Ακόμη, δεν κατέληξαν σε ευρήματα που να στοιχειοθετούν ότι το μέγεθος (size) είναι στατιστικά σημαντική επεξηγηματική μεταβλητή, σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες στο ΗΒ. Τέλος, μια ακόμη παράμετρος που εξετάστηκε από τους Adedeji & Stapleton ήταν η επίδραση την οποία έχει ο κλάδος της επιχείρησης (industry influence). Εισάγοντας, λοιπόν, ψευδομεταβλητές (dummy variables) για τον βιομηχανικό κλάδο αποδείχτηκε ότι δεν υφίσταται στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται μια επιχείρηση και της σχετικής απόφασης να προβεί σε σύναψη συμβολαίου leasing.

Η επίδραση των χρηματοοικονομικών περιορισμών-δυσκολιών (financial constraints), οι οποίες έμμεσα μειώνουν την ικανότητα δανεισμού, στην απόφαση για leasing αποτελεί κεντρική ιδέα δύο ακόμη εμπειρικών μελετών.

Οι **Krishnan & Moyer** (1994) μελετούν τις χρηματοδοτικές μισθώσεις και βρίσκουν ότι οι μισθώτριες εταιρείες (lessee firms) χαρακτηρίζονται, συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρείες που δεν χρησιμοποιούν leasing, από χαμηλότερα διακρατούμενα κέρδη σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού, υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, χαμηλότερους δείκτες κάλυψης υποχρεώσεων (coverage ratio), υψηλότερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης (debt ratio), υψηλότερο λειτουργικό κόστος (operating risk) και χαμηλότερα Altman Z-score (το οποίο σημαίνει υψηλότερη πιθανότητα χρεοκοπίας). Εξέτασαν την απόφαση για leasing ή δανεισμό δίνοντας έμφαση στον ρόλο που τα κόστη πτώχευσης (bankruptcy costs) διαδραματίζουν, καθώς και τα σχετικά έξοδα συναλλαγής (transaction costs) των δύο μορφών χρηματοδότησης. Η εμπειρική τους ανάλυση δείχνει, πέραν των ανωτέρω, ότι το leasing εμφανίζεται να περιέχει χαμηλότερα κόστη πτώχευσης απ' ό,τι ο δανεισμός. Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι καθώς οι πιθανότητες χρεοκοπίας αυξάνονται η χρηματοδότηση μέσω leasing είναι όλο και περισσότερο ελκυστικότερη χρηματοδοτική επιλογή. Σε περίπτωση αθέτησης ενός συμβολαίου leasing πριν από την πτώχευση, ο εκμισθωτής δικαιούται να ανακτήσει τις ζημιές οι οποίες περιλαμβάνονται στην αντίστοιχη πρόβλεψη ζημιών του συμβολαίου leasing. Η υπόψη πρόβλεψη συνήθως περιλαμβάνει το αρχικό κόστος του περιουσιακού στοιχείου, αφαιρεί την αναμενόμενη υπολειμματική αξία στο τέλος της σύμβασης και εφαρμόζει μια μορφή επιταχυνόμενης απόσβεσης στο υπολειπόμενο ποσό, προκειμένου όπως καθορισθεί το ποσό της ανάκτησης.

Επιπροσθέτως, οι **Sharpe & Nguyen** (1995) μελετούν τόσο το μέρος των χρηματοδοτικών μισθώσεων, όσο και το μέρος των λειτουργικών μισθώσεων στα συνολικά κεφαλαιακά κόστη και βρίσκουν ότι επιμέρους το κομμάτι των λειτουργικών μισθώσεων είναι σημαντικά υψηλότερο για εταιρείες που δεν διανέμουν μέρισμα, έχουν μικρότερο δείκτη κερδών προς πωλήσεις, χαμηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση και είναι μικρότερες σε μέγεθος. Επίσης, συμπεραίνουν ότι κατ' αναλογία με τον ασφαλή δανεισμό, το leasing χαρακτηρίζεται από την πιθανότητα να μειωθούν τα κόστη της χρηματοοικονομικής εξάντλησης (financial distress). Πέραν των ανωτέρω, οι τελευταίοι καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος εξωτερικών κεφαλαίων,

μπορούν να μειώσουν το κόστος δανεισμού μέσω του leasing. Τα αποτελέσματά τους συνεπάγονται ότι μια εταιρεία με χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση (low rated) θα έπρεπε να χρησιμοποιεί περισσότερο τη χρηματοδότηση μέσω leasing, σε σχέση με μια εταιρεία υψηλής αξιολόγησης. Επίσης, ισχυρίζονται ότι ο φορολογικός συντελεστής και η τάση για σύναψη συμβολαίου leasing σχετίζονται αρνητικά.

Ο **Finucane** (1988) βρήκε επίσης στοιχεία που στηρίζουν την θετική σχέση μεταξύ leasing και δανεισμού. Ειδικότερα, αποδεικνύει ότι εταιρείες σε συγκεκριμένους κλάδους, στους οποίους συμπεριλαμβάνονται οι αερομεταφορές και το εμπόριο, βασίζονται περισσότερο στη χρηματοδότηση μέσω leasing απ' ότι άλλοι κλάδοι. Μια διαστρωματική ανάλυση αποκαλύπτει ότι ο δείκτης leasing ($\text{lease ratio} = \text{capitalized leases} / \text{total assets}$) σχετίζεται με αρκετές μεταβλητές μεταξύ των οποίων ξεχωρίζουν : το επίπεδο του ενυπόθηκου δανεισμού και η αξιολόγηση (bond rating) της εταιρείας. Σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνάς του, εταιρείες με χαμηλότερη αξιολόγηση προέβαιναν συχνότερα σε χρηματοδότηση μέσω leasing, παρατήρηση η οποία συνάδει με την θεωρία που θέλει το κόστος πτώχευσης να επέχει εξέχουσα θέση στην απόφαση για leasing ή δανεισμό (bankruptcy cost hypothesis). Επιπροσθέτως, οι παράγοντες εκείνοι που συνδέονται με την φορολογία, αποδείχτηκε ότι δεν διαδραμάτιζαν τόσο σημαντικό ρόλο στη λήψη της απόφασης για leasing ή δανεισμό.

Από την άλλη, οι **Eisfeldt & Rampini** (2009), χρησιμοποιώντας δεδομένα από το Μητρώο Κατασκευαστών των ΗΠΑ έτους 1992, έδειξαν ότι οι μικρότερες εταιρείες μισθώνουν 46% του κεφαλαίου τους. Υποστηρίζουν ότι το leasing αποτελεί τη μεγαλύτερη πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης γι' αυτές τις μικρού μεγέθους εταιρείες. Επίσης, ενσωματώνουν χρηματοοικονομικές δυσκολίες-εμπόδια (financial constraints) σε ένα μοντέλο επιλογής μεταξύ leasing και ασφαλούς δανεισμού (secured debt). Αυτό το μοντέλο, δείχνει επίσης ότι οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές δυσκολίες (financial constraints) μισθώνουν μεγαλύτερο ποσοστό των περιουσιακών τους στοιχείων απ' ότι αυτές που αντιμετωπίζουν λιγότερες δυσκολίες (less constrained firms). Το μοντέλο των Eisfeldt & Rampini βασίζεται στο πλεονέκτημα επανάκτησης (repossession advantage) του leasing για εκμισθωτές που θέλουν να προβούν σε συμφωνίες leasing με εταιρείες που βρίσκονται χρηματοοικονομικά σε δυσχερή θέση (financially constrained). Αντιστάθμισμα αυτής της επίδρασης αποτελούν, παρ' όλα αυτά, τα διοικητικά κόστη που συνεπάγεται το leasing, τα οποία οφείλονται στον διαχωρισμό της

ιδιοκτησίας και του ελέγχου των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων. Ως εκ τούτου, το καθαρό πλεονέκτημα από τα παραπάνω, επιτρέπει στους εκμισθωτές να προσφέρουν μισθώματα σε εταιρείες που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικές δυσκολίες, οι οποίες με τη σειρά τους θα προσφεύγουν περισσότερο στο leasing απ' ό,τι οι εταιρείες που βρίσκονται σε καλύτερη θέση. Μ' αυτόν τον τρόπο ο δανεισμός και το leasing μπορούν να είναι συμπληρωματικές έννοιες.

Συνοπτικά αναφέρεται ότι, οι **Beattie, Goodacre & Thompson** (2000) χρησιμοποιώντας δεδομένα από το ΗΒ, βρίσκουν ότι 1£ που προέρχεται από leasing εκτοπίζει κατά μέσο όρο 0,23£ δανεισμού που δεν προέρχεται από leasing. Η συγκεκριμένη, ωστόσο, έρευνα θα αναλυθεί περισσότερο στο Μέρος Β'Υποενότητα 2.3 ένεκα της ιδιαίτερης σημασίας που επέχει για την παρούσα εργασία.

Τέλος, ο **Mukherjee** (1991) ακολουθώντας την έρευνα μέσω ερωτηματολογίου, απευθύνθηκε σε 103 CFO's εταιρειών που συμπεριλαμβάνονταν στην λίστα Fortune 500 (1989) για να απαντήσουν στο ερώτημα αν εκλαμβάνουν το leasing και τον δανεισμό σαν υποκατάστατα, συμπληρωματικά ή ανεξάρτητα χρηματοδοτικά εργαλεία. Τα αποτελέσματα είχαν ως εξής : 47% τα βλέπει ως υποκατάστατα, 22% ως συμπληρωματικά και 31% πιστεύουν ότι το ένα δεν επηρεάζει το άλλο. Ωστόσο, κάποια σχέση φαίνεται πως υπάρχει μεταξύ του μεγέθους των εταιρειών (firm size) και της αντίληψης για την σχέση leasing-δανεισμός, καθώς ενώ 71% των ερωτηθέντων που ανήκαν στην μεγάλη κατηγορία (ενεργητικό >10 δις \$) βλέπουν το leasing σαν υποκατάστατο, μόλις το 31% στην μικρότερη κατηγορία (ενεργητικό =<1 δις \$) μοιράζονται την ίδια άποψη. Ο βασικός λόγος που οδηγεί στην υποκατάσταση leasing και δανεισμού είναι ότι η ικανότητα δανεισμού (debt capacity) στοιχειοθετείται από την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις σταθερές υποχρεώσεις της, στις οποίες συμπεριλαμβάνεται και το leasing.

ii. Φορολογία και Leasing

Παραδοσιακά, η θεωρία περί leasing εστίαζε το ενδιαφέρον της στην διαφορετική φορολογική θέση (αντιμετώπιση διαφορετικών φορολογικών συντελεστών) του εκμισθωτή και του μισθωτή θέτοντας μ' αυτόν τον τρόπο την φορολογική αντιμετώπιση ως πρωτεύον επιχείρημα για να προβεί μια επιχείρηση σε σύμβαση leasing. Το ουσιαστικό επιχείρημα έγκειται στο γεγονός ότι εάν μια εταιρεία πληρώνει χαμηλούς ή και καθόλου φόρους, η αγορά και ακολούθως η απόσβεση ενός περιουσιακού στοιχείου θα αποβεί τελικά πιο ακριβή επιλογή αφού δεν θα μπορεί να εκμεταλλευτεί στο μέγιστο βαθμό τις φορολογικές

εκπτώσεις. Ενώ, προβαίνοντας σε μίσθωση του περιουσιακού στοιχείου, ο εκμισθωτής θα εκμεταλλευτεί τις φορολογικές εκπτώσεις (αφού θα είναι πιο "χρήσιμες" σ' αυτόν), αλλά και ο μισθωτής θα είναι κερδισμένος λόγω των μικρότερων μισθωμάτων που θα ορίσει ως αντάλλαγμα ο εκμισθωτής. Με αυτόν τον τρόπο, ενώ η μετά φόρων ΚΠΑ του περιουσιακού στοιχείου θα ήταν αρνητική αν αυτό είχε αγοραστεί, το leasing μπορεί να καταστήσει την επένδυση ένα project με θετική ΚΠΑ.

Έτσι, μια διαφορετική προσέγγιση έρχεται να προστεθεί από τους **Lewis & Schallheim** (1992), οι οποίοι προτείνουν μια επίλυση στον γρίφο της υποκατάστασης-συμπληρωματικότητας (στο επονομαζόμενο "leasing puzzle") στα πλαίσια ενός περιβάλλοντος όπου το leasing παρακινείται από φορολογικούς παράγοντες. Ο ισχυρισμός τους εδράζεται στο φορολογικό πλεονέκτημα που χαρακτηρίζει το leasing έναντι του δανεισμού. Το πρώτο επιτρέπει στον μισθωτή να «πουλήσει» φορολογικές ελαφρύνσεις στον εκμισθωτή, σε αντάλλαγμα μικρότερων μισθωμάτων. Ο εκμισθωτής δύναται να εκπέσει τις αποσβέσεις των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων από το φορολογητέο εισόδημα, ενώ ταυτόχρονα ο μισθωτής μπορεί να εμφανίζει τα μισθώματα σαν λειτουργικά έξοδα και μ' αυτόν τον τρόπο τα τελευταία να εκπίπτονται. Εάν για παράδειγμα, ο μισθωτής πληρώνει μικρό ή καθόλου φόρο, μπορεί να "περάσει" τις αποσβέσεις στον εκμισθωτή σε αντάλλαγμα μικρότερων μισθωμάτων. Με αυτόν τον τρόπο και καθώς οι μισθώτριες εταιρείες έχουν την δυνατότητα να πωλούν πλεονάζουσα φορολογική προστασία μέσω του leasing, αυξάνεται το φορολογικό πλεονέκτημα που προκύπτει από το συμβατικό δανεισμό και αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι leasing και δανεισμός μπορούν να συμπληρώνουν το ένα το άλλο και όχι να υποκαθίστανται. Ειδικότερα, μπορούμε να πούμε ότι στο μοντέλο τους οι φορολογικές εκπτώσεις που δεν προέρχονται από δανεισμό (non-debt) πωλούνται μέσω του leasing και μ' αυτόν τον τρόπο μειώνεται το τυχόν πλεόνασμα που προέρχεται από την έκπτωση των τόκων (interest deductions), καθιστώντας την οριακή αξία του χρέους θετική. Εν συνεχεία, ο εκμισθωτής ανταποκρίνεται εκδίδοντας επιπρόσθετο χρέος, γεγονός που ενισχύει την άποψη ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ χρηματοδότησης από leasing και δανεισμό (ότι είναι δηλαδή συμπληρωματικά). Επισημαίνουν δε, ότι το όφελος από το leasing σ' αυτό το μοντέλο πραγματοποιείται ακόμη και αν το οριακό ποσοστό φορολογίας (marginal tax rate) είναι το ίδιο για τον μισθωτή και τον εκμισθωτή.

Από την άλλη, οι **De Angelo & Masulis** (1980) υποστηρίζουν ότι το leasing μπορεί να αποτελέσει έναν μηχανισμό μεταφοράς ή πώλησης περίσσειας φορολογικών εκπτώσεων (tax deductions, πχ έξοδα αποσβέσεων) εκ των προτέρων. Αυτές οι ελαφρύνσεις είναι πιθανό να χαθούν στο τέλος μιας φτωχής από άποψη αποτελεσμάτων περιόδου. Έτσι, εάν η μισθώτρια εταιρεία μπορεί να εντοπίσει έναν αγοραστή (τον εκμισθωτή) που έχει μεγαλύτερες πιθανότητες να αξιοποιήσει αυτές τις φορολογικές ελαφρύνσεις, αυτός ο εκμισθωτής θα πληρώσει περισσότερο γι' αυτές τις εκπτώσεις από την αξία που αυτές έχουν για τον μισθωτή. Ο εκμισθωτής "αγοράζει" λοιπόν αυτές τις φορολογικές ασπίδες-εκπτώσεις (tax shields) συμφωνώντας σε μειωμένο μίσθωμα. Υποστηρίζουν δε οι ερευνητές ότι μειώνοντας την πιθανή υπερεπάρκεια μεταξύ φορολογικών εκπτώσεων που δεν προέρχονται από δανεισμό (non-debt tax deductions) και εκπτώσεων από έξοδα τόκων, αυξάνεται το οριακό φορολογικό πλεονέκτημα του δανεισμού. Έτσι, η εταιρεία μπορεί να μισθώνει για να αυξάνει την αξία της μεγιστοποιώντας την αναλογία κανονικού δανεισμού στην κεφαλαιακή της διάρθρωση σε σχέση με μια άλλη όμοια εταιρεία που δεν συνάπτει συμβόλαια leasing. Τα παραπάνω συνεπάγονται ότι η εταιρεία προβαίνει στην επιλογή της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης αντισταθμίζοντας τα φορολογικά πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης μέσω δανεισμού με το κόστος που συνεπάγεται η πιθανή περίσσεια άλλων φορολογικών ασπίδων (π.χ. έξοδα αποσβέσεων).

Επιπροσθέτως, οι **Graham, Lemmon & Schallheim** (1998) με την έρευνά τους παρέχουν αποδείξεις οι οποίες υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν χαμηλούς φορολογικούς συντελεστές χρησιμοποιούν περισσότερο ως μέσο χρηματοδότησης το leasing. Εισάγουν επίσης χρηματοοικονομικές μεταβλητές και βρίσκουν ότι εταιρείες με χαμηλότερο Altman Z-score (σημάδι υψηλότερης πιθανότητας χρεοκοπίας), αρνητική λογιστική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων και μεγαλύτερη μεταβλητότητα στα κέρδη προβαίνουν σε συνάψεις συμβολαίων leasing περισσότερο.

iii. Leasing και διοικητικά κόστη (agency costs)

Η τελευταία ομάδα επιχειρημάτων, κατά τους Lasfer & Levis (1998), εστιάζει τους ισχυρισμούς της στα διοικητικά και συμβατικά κόστη (agency & contracting costs).

Οι **Smith & Wakeman** (1985) παρέχουν μια λίστα χαρακτηριστικών των εκμισθωτών και των μισθωτών που επηρεάζουν την απόφαση για leasing, εξηγούν πολλούς συμβατικούς όρους των συμβολαίων leasing, καθώς επίσης εξετάζουν το πλεονέκτημα επανάκτησης (repossess) που προσφέρει αυτό σε περιπτώσεις χρεοκοπίας. Δεδομένου ότι εκτενής

αναφορά έγινε στην προηγούμενη ενότητα για τα αποτελέσματα της έρευνας των υπόψη ερευνητών, σημειώνεται εν συντομία ότι το σημαντικό στοιχείο με την εν λόγω έρευνα είναι ότι, ενώ πολυάριθμες έρευνες είχαν προτείνει διάφορα μη σχετιζόμενα με τη φορολογία κίνητρα για να προβεί κάποιος σε leasing, αυτοί παρουσίασαν την πρώτη συγκροτημένη πρόταση για τους διάφορους παράγοντες που φαίνεται να επηρεάζουν την απόφαση για leasing. Στα συμπεράσματά τους, λοιπόν, αναγνωρίζουν οκτώ παράγοντες επιρροής μη φορολογικής φύσης, ο οποίοι αναλύονται διεξοδικότερα στην ενότητα 3, ενώ συνοπτικά είναι οι εξής:

1. Η ευαισθησία του υποψήφιου για χρήση περιουσιακού στοιχείου
2. Ο βαθμός στον οποίο το περιουσιακό στοιχείο προορίζεται ειδικά για την εταιρεία (specialize)
3. Η προσδοκώμενη περίοδος χρήσης σε σχέση με την ωφέλιμη ζωή του στοιχείου
4. Ο βαθμός αγοραστικής δύναμης (market power) του εκμισθωτή
5. Ο βαθμός στον οποίο ο εκμισθωτής διατηρεί το πλεονέκτημα στη διάθεση του στοιχείου
6. Η ύπαρξη συγκεκριμένων περιοριστικών εμποδίων στα συμβόλαια δανεισμού
7. Η ύπαρξη όρων στα συμβόλαια για αποζημίωση της διοίκησης με βάση την απόδοση στο επενδυμένο κεφάλαιο.
8. Ο βαθμός συγκέντρωσης των μετοχών της εταιρείας.

Σημαντικό επίσης στοιχείο στην έρευνά τους συνιστά η έμφαση που προσδίδουν στους διοικητικούς παράγοντες (agency factors) που επηρεάζουν την απόφαση για leasing. Το leasing μπορεί να θεωρηθεί σαν η απόλυτη μορφή εξασφαλισμένου δανεισμού (secured debt), καθώς η εταιρεία-μισθωτής δεν κατέχει πραγματικά το περιουσιακό στοιχείο παρά μόνο το χρησιμοποιεί. Η μείωση του διοικητικού κόστους θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της μακροχρόνιας, μη δυνάμενης να ακυρωθεί σύμβασης leasing (long-term, non-cancellable leasing). Επεσήμαναν επίσης ότι, το leasing δίνει στην εταιρεία ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο, παρά μετρητά για να επενδύσει όπως συμβαίνει με τον δανεισμό. Μ' αυτόν τον τρόπο, καθίσταται λιγότερη πιθανή για την εταιρεία η υποεπένδυση (underinvestment) ή η επένδυση των περιουσιακών στοιχείων σε πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις. Τέλος, οι εταιρείες που χρησιμοποιούν υπερβολικό βαθμό μόχλευσης αναμένεται να αντιμετωπίζουν και υψηλότερα διοικητικά έξοδα και αυτό συνεπάγεται μεγαλύτερα επίπεδα χρηματοδότησης μέσω leasing.

Μια ακόμη παράμετρος που εξετάστηκε στα πλαίσια της απόφασης μιας επιχείρησης να προβεί σε leasing ήταν η διάρθρωση της ιδιοκτησίας των εταιρειών (ownership structure). Οι **Mehran et al.** (1997), χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων και συμβαδίζοντας με τους θεωρητικούς ισχυρισμούς, βρήκαν ότι η κατοχή μετοχών από τους CEO των εταιρειών σχετίζεται θετικά με την απόφαση για leasing. Επίσης, τα αποτελέσματα της έρευνάς τους παρέχουν ανάμεικτα στοιχεία για τη σχέση μεταξύ δανεισμού και leasing, καθώς η OLS παλινδρόμηση υποδεικνύει μια σχέση συμπληρωματικότητας μεταξύ δανεισμού και χρηματοδοτικών μισθώσεων (capitalized leases), όμως η ανάλυση Logit δείχνει στην αντίθετη κατεύθυνση της υποκατάστασης μεταξύ των δύο. Επίσης, δεν βρήκαν καμία αλληλεπίδραση μεταξύ δανεισμού και λειτουργικών μισθώσεων (operating leases).

Στα πλαίσια των ανωτέρω, ο **Yan** (2006) ισχυρίζεται ότι το leasing και ο δανεισμός μπορεί στην πραγματικότητα να είναι υποκατάστατα, συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε μέσω ελέγχου για την ύπαρξη προβλημάτων ενδογένειας (endogeneity problems). Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο GMM (Generalized Method of Moments), καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ενώ μπορεί να απορρίψει την υπόθεση της συμπληρωματικότητας μεταξύ leasing και δανεισμού, δεν μπορεί να απορρίψει την υπόθεση ότι είναι υποκατάστατα. Επιπροσθέτως, βρίσκει ότι ο βαθμός υποκατάστασης είναι μεγαλύτερος για εταιρείες που δεν πληρώνουν μερίσματα (περισσότερη ασύμμετρη πληροφόρηση), που έχουν περισσότερες επενδυτικές επιλογές (μεγαλύτερα διοικητικά κόστη από πιθανή υποεπένδυση), ή που έχουν μεγαλύτερους οριακούς φορολογικούς συντελεστές (η μεταφορά-πώληση φορολογικών ασπίδων έχει μικρότερη αξία).

Τέλος, οι **Deloof & Verschueren** (1999) προκειμένου να εξετάσουν το ζήτημα της υποκατάστασης leasing-δανεισμού, χρησιμοποίησαν τα στοιχεία 1.066 μεγάλων μη-χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων του Βελγίου για την περίοδο 1992-1994, διαχωρίζοντας στην έρευνά τους επιμέρους κατηγορίες δανεισμού. Από τα αποτελέσματα της έρευνάς τους προκύπτουν τα κάτωθι αποτελέσματα για τον δείκτη leasing (lease ratio):

1. Υπάρχει στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ μακροχρόνιου δανεισμού που δεν προέρχεται από leasing (long term non-leasing debt) και του δείκτη leasing. Ωστόσο, δεν αποδεικνύεται μια σχέση υποκατάστασης 1:1, που σημαίνει ότι παρ'

όλο που τα δύο παραπάνω μεγέθη είναι υποκατάστατα δεν πρόκειται για τέλεια υποκατάστατα.

2. Η κερδοφορία (profitability) έχει στατιστικά σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο.

3. Το μέγεθος (size) έχει στατιστικά σημαντική θετική επίδραση.

4. Η ανάπτυξη (growth) δεν φαίνεται να έχει κάποια επίδραση.

5. Το Κυκλοφορούν Ενεργητικό (current assets) και τα Πάγια (fixed financial assets) έχουν στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση.

6. Η μεταβλητότητα (variability) εμφανίζει στατιστικά σημαντική θετική σχέση, το οποίο προσφέρει στήριξη στην υπόθεση ότι οι εταιρείες προτιμούν το leasing εάν μια πιο αυστηρή συμφωνία ενεχυρίασης απαιτείται λόγω του υψηλότερου ρίσκου της επιχείρησης, καθώς σε περίπτωση πτώχευσης είναι ευκολότερο για τον εκμισθωτή να επανακτήσει το περιουσιακό στοιχείο απ' ό,τι για έναν δανειστή που έχει ως εξασφάλιση κάποια υποθήκη να αποκτήσει το ενεχυριασμένο αγαθό.

Σε νεότερη παρόμοια μελέτη τους οι **Deloof-Lagaert-Verschueren** (2007) εξετάζουν αυτή τη φορά τη σχέση leasing-δανεισμού σε μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις του Βελγίου. Αναλύοντας, λοιπόν, το δείγμα 5.595 τέτοιων εταιρειών για την περίοδο 1995-1999, καταλήγουν σε ισχυρή στήριξη της υπόθεσης της υποκατάστασης για τις εν λόγω εταιρείες. Συναφώς, αναφέρουν ότι σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους μικρο-μεσαίες επιχειρήσεις με χαμηλά κέρδη και υψηλή ανάπτυξη τείνουν να συνάπτουν συμφωνίες leasing περισσότερο.

ΜΕΡΟΣ Β'

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

1.Εισαγωγή

Σ' αυτό το Μέρος καταβάλλεται προσπάθεια να διερευνηθούν εμπειρικά για την περίπτωση της Ελλάδας, πολλά από τα διαλαμβανόμενα στην προηγούμενη ενότητα, αυτή της βιβλιογραφικής επισκόπησης. Θα εφαρμοστούν μοντέλα σε εταιρείες του ΧΑΑ και θα αναλυθούν οι προσδιοριστικοί εκείνοι παράγοντες που διαδραματίζουν ξεχωριστό ρόλο στην λήψη απόφασης για leasing ή δανεισμό, όσον αφορά στις ελληνικές επιχειρήσεις. Επίσης, σε ξεχωριστό τμήμα θα εξετασθεί δευτερευόντως αν οι αποδόσεις και οι υπεραποδόσεις των μετοχών των εταιρειών του δείγματός μας επηρεάζονται από συνδυασμούς μεταβλητών, εκ των οποίων μια τουλάχιστον αφορά στις υποχρεώσεις leasing που αναλαμβάνει μια εταιρεία (Lease Ratio). Επισημαίνεται δε, ότι κατά την ανασκόπηση της υφιστάμενης βιβλιογραφίας-αρθρογραφίας δεν βρέθηκε ανάλογη έρευνα που να αφορά στο θέμα της υποκατάστασης-συμπληρωματικότητας του leasing με τον δανεισμό στον ελληνικό χώρο και αυτό προσδίδει ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην παρούσα, ως πρώτη απεικόνιση των σχετικών στοιχείων για την ελληνική πραγματικότητα.

Συναφώς, λοιπόν, με όσα έχουν προαναφερθεί στην εισαγωγή του πρώτου μέρους της παρούσας εργασίας αλλά και με βάση την προεκτεθείσα βιβλιογραφία επί του θέματος, καθίσταται σαφές ότι, τόσο το leasing, όσο και ο δανεισμός, αποτελούν σημαντικά χρηματοοικονομικά εργαλεία στην διάθεση των διοικήσεων των εταιρειών. Ωστόσο, όπως έγινε κατανοητό, ακόμη και σήμερα η σχέση μεταξύ των δύο δεν φαίνεται να είναι πλήρως ξεκάθαρη, αν δηλαδή πρόκειται για υποκατάστατα ή συμπληρωματικά εργαλεία, καθώς επίσης ποιοι είναι οι παράγοντες εκείνοι που κατά περίπτωση προκρίνουν την μια ή την άλλη λύση.

Συνδέοντας την παρούσα ενότητα με την προηγούμενη, παρατηρούμε στη βιβλιογραφία ότι για πολλά χρόνια η μίσθωση περιουσιακών στοιχείων συνδέονταν αποκλειστικά με το φορολογικό καθεστώς που αντιμετώπιζε η κάθε εταιρεία (Schall 1974, Myers, Dill & Bautista 1976, Miller & Upton 1976). Όταν δε απουσίαζαν οι φόροι, ούτε το leasing, ούτε ο δανεισμός έδειχναν να υπερισχύουν.

Αργότερα, στη δεκαετία του '80 η έρευνα άρχισε να μετατοπίζεται από τους παράγοντες φορολογικής φύσεως σε μη φορολογικής φύσεως κίνητρα για leasing (Schallheim, Johnson, Lease & McConnell (1987), Finucane (1988)), με πρωτοπόρα, όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα, την έρευνα των Smith & Wakeman (1985), η οποία αποτέλεσε την πρώτη συγκροτημένη πρόταση για παράγοντες (όχι μόνο φορολογικής φύσεως) που φαίνεται να επηρεάζουν την απόφαση για leasing, αναφέροντας συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εταιρειών ή των περιουσιακών στοιχείων που έδιναν προβάδισμα στον έναν ή στον άλλον τρόπο χρηματοδότησης.

Ακολούθησαν μελέτες, οι οποίες ερευνούσαν την επιλογή του leasing ως μέσου χρηματοδότησης στα πλαίσια της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών, όπως αυτή των Lewis & Schallheim (1992), οι οποίοι έδειξαν πως το leasing μπορεί στην πραγματικότητα να αυξήσει την ικανότητα δανεισμού των εταιρειών (debt capacity), καθώς και ότι τα δύο μέσα μπορούν να αποτελέσουν συμπληρωματικά προϊόντα στα πλαίσια της ανωτέρω άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης (optimal capital structure).

Ωστόσο, αναγνωρίζεται ότι τις δύο τελευταίες δεκαετίες σημαντική πρόοδος έχει σημειωθεί στην κατανόηση των παραγόντων εκείνων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών, με ιδιαίτερη έμφαση στην θεωρία των χρηματοοικονομικών συμβάσεων (Sharpe & Nguyen (1995), Mehran et al. (1997), Graham et al (1998)). Σύμφωνα, λοιπόν, με αυτή την θεωρία τα χαρακτηριστικά των εταιρειών, όπως ο επιχειρηματικός κίνδυνος και οι ευκαιρίες επένδυσης, επηρεάζουν τα συμβατικά κόστη, τα οποία με τη σειρά τους ασκούν την δικιά τους επίδραση στην επιλογή μεταξύ των διαφόρων σχημάτων χρηματοδότησης.

Και ενώ, λοιπόν, οι παραδοσιακές θεωρίες "αντιμετωπίζουν" το leasing και το δανεισμό ως υποκατάστατα, το οποίο σημαίνει ότι η αύξηση του ενός θα πρέπει να συνδέεται με τη μείωση του άλλου, τα εμπειρικά δεδομένα μάλλον είναι ανάμεικτα, όπως άλλωστε διαφαίνεται και από τη βιβλιογραφική επισκόπηση επί του θέματος που προηγήθηκε. Έτσι, ενώ από τη μια τα αποτελέσματα πολλών ερευνών (Yan (2006), Beattie et al. (2000), Deloof & Verchueren (1999), Adedeji & Stapleton (1996) κá) ενισχύουν την υπόθεση της υποκατάστασης, οι Ang & Peterson (1984) φαίνεται πως "αναγκάζουν" πολλούς ερευνητές ακόμη και σήμερα να προσπαθούν να λύσουν τον γρίφο-παζλ που αυτοί πρώτοι εισήγαγαν,

το γνωστό “leasing puzzle”, σύμφωνα με το οποίο τα δύο μέσα χρηματοδότησης είναι συμπληρωματικά παρά υποκατάστατα, δηλαδή περισσότερο leasing συνδέεται με μεγαλύτερο συμβατικό δανεισμό.

Προκειμένου όπως εξετασθεί το υπόψη ζήτημα, τρεις είναι οι μελέτες εκείνες που αποτέλεσαν τη βάση της έρευνας που διενεργήθηκε και οι οποίες θα αναλυθούν περισσότερο παρακάτω, ήτοι:

- Ang & Peterson (1984), οι οποίοι έθεσαν τον ως άνω προβληματισμό του “leasing puzzle”, το οποίο καλούμαστε να λύσουμε.
- Adedeji & Stapleton (1996), οι οποίοι βασιζόμενοι στην προαναφερόμενη μελέτη άσκησαν την κριτική τους και προσάρμοσαν το μοντέλο των Ang & Peterson στα δικά τους δεδομένα.
- Beattie-Goodacre-Thomson (2000), στηριζόμενοι στα μοντέλα που εισήγαγαν οι δύο παραπάνω εργασίες, εκτίμησαν το δικό τους μοντέλο παραγόντων που ενδεχομένως εξηγούν την απόφαση για leasing έναντι του δανεισμού.

Επομένως, η δομή του Β' Μέρους της παρούσας εργασίας διαμορφώνεται ως εξής:

- Στην ενότητα 2, παρουσιάζεται αναλυτικά η μεθοδολογία και το μοντέλο που χρησιμοποίησαν οι Ang & Peterson (1984) οι τροποποιήσεις που επέφεραν σ' αυτό οι Adedeji & Stapleton (1996) και τέλος η διαμόρφωσή του από τους Beattie et al. (2000).
- Στο επόμενο κομμάτι (ενότητα 3) παρουσιάζονται τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν στα πλαίσια της εμπειρικής διερεύνησης των δεδομένων μας, προσαρμοσμένα στη φύση και τις ανάγκες της ελληνικής πραγματικότητας, καθώς επίσης γίνεται ανάλυση των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν.
- Έπειτα (ενότητα 4), γίνεται αναφορά στην επιλογή του δείγματος και σε ορισμένα χαρακτηριστικά αυτού.
- Στην ενότητα 5, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της πρώτης (και κύριας) έρευνας, όσον αφορά στη σχέση συμπληρωματικότητας-υποκατάστασης.
- Στην ενότητα 6, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της δεύτερης έρευνας, όπου ερευνάται αν υφίσταται σχέση μεταξύ των αποδόσεων και υπεραποδόσεων των

εταιρειών και άλλων παραγόντων, μεταξύ των οποίων ένας αφορά στη χρήση leasing από τις υπόψη εταιρείες.

- Στην τελευταία ενότητα (7), εκθέτονται τα συμπεράσματα των διενεργηθεισών ερευνών, ως περιγράφονται ανωτέρω.

2.Μοντέλα ελέγχου της σχέσης leasing – δανεισμού

Όπως προαναφέρθηκε, η προσέγγιση που θα χρησιμοποιήσουμε για να εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ leasing και δανεισμού, βασίζεται στο μοντέλο που εισήγαγαν οι Ang & Peterson (1984) και κυρίως διάφορες παραλλαγές αυτού, όπως διαμορφώθηκε δηλαδή από άλλους ερευνητές που υιοθέτησαν ως βάση της έρευνάς τους αυτό το μοντέλο. Ιδιαίτερη, ωστόσο, αξία εκτιμάται ότι έχει η σύντομη ανασκόπηση των κυριοτέρων μοντέλων παλινδρόμησης που έχουν χρησιμοποιηθεί κατά καιρούς από διάφορους ερευνητές κατά τη διερεύνηση του υπόψη ζητήματος και παρατίθεται στον πίνακα του Παραρτήματος. Στον εν λόγω πίνακα, έχει κανείς τη δυνατότητα να δει, τόσο τα μοντέλα παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκαν, όσο και τους ορισμούς που έδιναν οι εμπνευστές τους στις μεταβλητές αυτών των μοντέλων. Μεταξύ των μοντέλων που στα πλαίσια της παρούσας εργασίας θα εφαρμοστούν είναι τα υπ' αριθμ. 2 (Adedeji & Stapleton, 1996) και 3 (Beattie et al., 2000) του υπόψη πίνακα, τα οποία αναλύονται παρακάτω.

Επισημαίνεται δε, ότι παρακάτω παρουσιάζονται οι τρεις κυριότερες εργασίες που αποτέλεσαν την βάση για την εμπειρική διερεύνηση του θέματος που πραγματεύεται η παρούσα εργασία, με ιδιαίτερη έμφαση στα μοντέλα και τη μεθοδολογία που ακολούθησαν οι εν λόγω ερευνητές, παρά την αναφορά σε αυτές τις έρευνες στην ενότητα της βιβλιογραφικής επισκόπησης, όπου έμφαση δόθηκε στα αποτελέσματα αυτών των ερευνών.

2.1 Ang & Peterson (1984)

Οι υπόψη συγγραφείς, προκειμένου όπως ελέγξουν τη σχέση μεταξύ leasing και δανεισμού και ορίσουν τον δείκτη υποκατάστασης δανεισμού-leasing (debt-to-lease displacement ratio), χρησιμοποίησαν την παρακάτω εξίσωση:

$$DR_{NL} = DR_L + aLR_L \quad (1)$$

όπου DR_{NL} είναι ο δείκτης δανεισμού μιας εταιρείας που δεν προβαίνει σε leasing (Non-leasing firm), DR_L είναι ο αντίστοιχος δείκτης δανεισμού μιας παρόμοιας εταιρείας που χρησιμοποιεί το leasing (Leasing firm) και LR_L είναι ο δείκτης leasing της τελευταίας εταιρείας. Το a ορίζεται ως ο δείκτης υποκατάστασης δανεισμού-leasing (debt-to-lease

displacement ratio). Σημειώνεται ότι όρισαν τον δείκτη leasing ως το κλάσμα : μισθώσεις (leases)⁴ προς την λογιστική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων (BV of equity), ενώ τον δείκτη δανεισμού ως το κλάσμα : δανεισμός (debt) προς την λογιστική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων (BV of equity).

Στην περίπτωση που τα δύο μέσα χρηματοδότησης είναι υποκατάστατα ισχύει $a > 0$, ενώ αν είναι συμπληρωματικά $a < 0$. Ωστόσο, όπως αναφέρουν και οι ίδιοι η πιο "διάσημη" περίπτωση στην βιβλιογραφία (αναφέρεται φυσικά στο 1984, έτος εκπόνησης της μελέτης τους) είναι το a να ισούται με τη μονάδα ($a=1$), το οποίο σημαίνει τέλεια υποκατάστατα. Στην προσπάθειά τους να ελέγξουν αυτήν την υπόθεση, αναγνωρίζουν ότι οι δείκτες δανεισμού (Debt Ratios) προσδιορίζονται από πολλούς παράγοντες (control variables). Γι' αυτό, αναδιατυπώνουν την εξίσωση (1) ως εξής:

$$\begin{aligned} DR_{NL} &= DR_L + aLR_L & (2) \\ &= C(x_1, x_2, \dots) \end{aligned}$$

όπου, $C(\dots)$ είναι μια γενική εξίσωση και x_1, x_2, \dots είναι μια ομάδα επεξηγηματικών μεταβλητών (control variables). Αναδιατάσσοντας την παραπάνω εξίσωση, προκύπτει ότι ο δείκτης leasing (Lease Ratio) ισούται με:

$$LR_L = (-1/a) DR_L + (1/a) C(x_1, x_2, \dots), \quad (3)$$

απ' όπου παρατηρείται ότι ο δείκτης leasing είναι μια αρνητική συνάρτηση του δείκτη δανεισμού και ο συντελεστής $(-1/a)$ μετράει τον βαθμό στον οποίο τα δύο αυτά μέσα χρηματοδότησης είναι υποκατάστατα.

Η εξίσωση (3) περαιτέρω μπορεί να πάρει την παρακάτω μορφή:

$$LR_L = \beta_0 + \beta_1 DR_L + \sum_i \beta_{i+1} control\ variable_i, \quad (4)$$

⁴ Η έννοια των μισθώσεων (leases) στα πλαίσια της εργασίας των Ang & Peterson περιορίζεται στις κεφαλαιοποιημένες-χρηματοδοτικές μισθώσεις (finance leases), αιτιολογώντας το στη βάση ότι η συντριπτική υπεροχή των μισθώσεων αυτών έναντι των λειτουργικών (operating) περιορίζει σημαντικά την επίδραση των τελευταίων στο αποτέλεσμα (με βάση στοιχεία HB περιόδου 1976-1981).

οπότε, αν είναι υποκατάστατα, το α θα είναι θετικό και το β_1 αρνητικό, ενώ αν είναι συμπληρωματικά, το α θα είναι αρνητικό και το β_1 θετικό.

Εξειδικεύοντας την τελευταία εξίσωση, οι Ang & Peterson επέλεξαν ως μεταβλητές x_1, x_2, \dots την λειτουργική μόχλευση (Operating Leverage-OL), τη μεταβλητότητα των πωλήσεων (Sales Variability-SV), την κερδοφορία (Profitability-RET), την προσδοκώμενη ανάπτυξη (expected growth) για την οποία ως μέσο μέτρησης χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης Price-Earnings Ratio (PE), το μέγεθος (Size) το οποίο μετρήθηκε από το σύνολο του ενεργητικού των εταιρειών (total assets) και τέλος την ρευστότητα (Liquidity)⁵. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω συνάγεται ότι η εξίσωση (4) παίρνει την τελική της μορφή ως εξής:

$$LR = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(OL) + \beta_3(SV) + \beta_4(RET) + \beta_5(PE) + \beta_6(SIZE) + \beta_7(LIQ) + \varepsilon \quad (5)$$

Για να συνδέσουν, λοιπόν, τα κομμάτια αυτού του πάζλ χρησιμοποίησαν στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 600 εταιρειών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1976-1981, τα οποία ανέλυσαν χρησιμοποιώντας την Tobit ανάλυση (Tobit regression), η οποία κρίθηκε ως η πλέον κατάλληλη δεδομένου ότι το 45% των εταιρειών του δείγματος δεν είχε καθόλου συμβάσεις leasing και επομένως είχαν μηδενικό δείκτη δανεισμού (LR).

Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησής τους, προκύπτει ότι στα έτη που κάλυπτε η έρευνα ο δείκτης δανεισμού είχε θετικό παρά αρνητικό πρόσημο, ωστόσο ήταν στατιστικά σημαντικός μόνο σε ένα από αυτά, υποδηλώνοντας τη σχέση συμπληρωματικότητας μεταξύ των δεικτών leasing και δανεισμού. Συναφώς, αναφέρεται εν συντομία ότι από τις υπόλοιπες μεταβλητές στατιστικά σημαντικές αποδείχθηκαν μόνο η λειτουργική μόχλευση και η κερδοφορία (με αρνητικό πρόσημο), καθώς επίσης και η ρευστότητα (με θετικό πρόσημο) όταν γινόταν προσαρμογή για ετεροσκεδαστικότητα.

2.2 Adedeji & Stapleton (1996)

Οι συγκεκριμένοι ερευνητές βασίστηκαν στο μοντέλο (4) των Ang & Peterson, εγείροντας ωστόσο σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη μεθοδολογία που οι τελευταίοι

⁵ Για τον τρόπο υπολογισμού όλων των μεταβλητών (συστατικά) που θα αναφερθούν στην υποενότητα 2 βλ. πίνακα Παραρτήματος

χρησιμοποίησαν. Οι κυριότερες ενστάσεις εκθέτονται στο μέρος II της μελέτης τους (σελ 73) και εδράζονται στα κάτωθι:

- Ο ορισμός της λογιστικής αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων (BV Equity) ως παρονομαστή στους δείκτες leasing (Leasing/BV Equity) και δανεισμού (Debt/BV Equity), έχει σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία τάσης (bias) υπέρ της θετικής σχέσης μεταξύ των υπόψη δεικτών (lease and debt ratio). Ωστόσο, σημειώνουν ότι αυτό εύκολα επιλύεται ορίζοντας εκ νέου ως παρονομαστή το σύνολο του ενεργητικού (total assets).

- Δεν καθίσταται ξεκάθαρο πως ορίζεται ο δανεισμός (debt), ο οποίος χρησιμοποιείται στον αριθμητή του δείκτη δανεισμού, και συγκεκριμένα αν οι μισθώσεις (leases) περιλαμβάνονται σ' αυτόν. Επιπροσθέτως, όπως επισημαίνουν οι συγγραφείς με σχετική υποσημείωση (σελ. 73, υποσημ. 6), ο ορισμός αυτών των μεταβλητών είναι σημαντικός, καθώς σε περίπτωση που οι μισθώσεις δεν αφαιρέθηκαν από το συνολικό δανεισμό κατά την εκτίμηση του δείκτη δανεισμού, οι δύο δείκτες (leasing και δανεισμού) δεν θα ήταν ανεξάρτητοι, αντιθέτως θα ήταν θετικά αλληλοεξαρτώμενοι και αυτό ίσως εξηγεί γιατί η σχέση τους αποδείχτηκε από τα στοιχεία της έρευνας ότι ήταν θετική και όχι αρνητική.

- Σημαντικότατο γεγονός, ωστόσο, που θα μπορούσε να εξηγήσει την παρατηρούμενη θετική σχέση μεταξύ leasing και δανεισμού είναι το γεγονός ότι 45% από τις εταιρείες του δείγματος είχαν μηδενικό δείκτη leasing (LR), ενώ ήταν αυτές οι εταιρείες που είχαν κατά μέσο όρο μικρότερο δείκτη δανεισμού σε σχέση με τις εταιρείες που ανέφεραν μισθώσεις στις οικονομικές τους καταστάσεις (leasing firms). Αυτό, σύμφωνα με τους Adedeji & Stapleton, σημαίνει ότι ίσως οι Ang & Peterson να μην έκαναν καλό έλεγχο των διαφορών στην ικανότητα δανεισμού (debt capacity) και στον βαθμό χρήσης αυτού μεταξύ των εταιρειών.

- Αναφέρουν, τέλος, ως σοβαρότατη παράλειψη το γεγονός ότι μεταξύ των μεταβλητών ελέγχου δεν υπάρχει κανείς που να εξετάζει την φορολογία, ενώ όπως έχει αναφερθεί και παραπάνω δεν είναι λίγες οι έρευνες εκείνες που υποστηρίζουν ότι το φορολογικό καθεστώς μπορεί, έστω μερικώς, να αναδειχτεί σε σημαντικό παράγοντα για την επιλογή του leasing ως μέσου χρηματοδότησης (βλ. Schall 1974, Myers, Dill & Bautista 1976, Miller & Upton 1976).

Πέραν των ανωτέρω, οι Adedeji & Stapleton προσπαθούν, αφενός να συμπληρώσουν την έρευνα των Ang & Peterson, χρησιμοποιώντας δεδομένα 550 εταιρειών από το HB για την

περίοδο 1990-92, αφετέρου να προτείνουν μια λύση στο γρίφο των τελευταίων μέσω της ανάλυσης του υποδείγματος των εταιρειών που εμφάνιζαν υποχρεώσεις από leasing (leasing firms), ξεπερνώντας μερικώς τουλάχιστον προβλήματα που ενδεχομένως προκαλούνται από τις διαφορές στην ικανότητα δανεισμού των εταιρειών και τον βαθμό χρήσης-εξάντλησης αυτής από κάθε εταιρεία.

Έτσι, λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς που προέρχονται κυρίως από τον ορισμό και τη διαθεσιμότητα των δεδομένων που συνέλεξαν, παραμετροποιούν το μοντέλο (5) των Ang & Peterson ως εξής:

$$LR^6 = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(PE) + \beta_3(LIQ) + \beta_4(\ln(SZ)) + \beta_5(TR) + \varepsilon \quad (6)$$

Όπως φαίνεται παραπάνω, οι μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποιήθηκαν ήταν ο δείκτης P/E (Price/Earnings ratio), η ρευστότητα (liquidity), το μέγεθος (size) και το ποσοστό φορολογίας (tax rate). Η διαφορά σε σύγκριση με τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν από τους Ang and Peterson είναι ότι η λειτουργική μόχλευση (OL), η μεταβλητότητα των πωλήσεων (SV) και η κερδοφορία (RET) παραλείπονται, όμως το ποσοστό φορολογίας συμπεριλαμβάνεται στο μοντέλο (για τη σύσταση των μεταβλητών βλ. Παράρτημα).

Ακολούθως, οι Adedeji & Stapleton έτρεξαν το παραπάνω μοντέλο δύο φορές, ως εξής:

- Πρώτα για το σύνολο του δείγματος, χρησιμοποιώντας Tobit ανάλυση, καθώς και στο δικό τους δείγμα όπως και σ' αυτό των Ang & Peterson το ποσοστό των εταιρειών χωρίς leasing ήταν πολύ μεγάλο (44%), καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο δείκτης leasing (LR) σχετίζεται γενικά θετικά αλλά στατιστικά ασήμαντα με το δανεισμό (DR), την προσδοκώμενη ανάπτυξη (PE) και το μέγεθος (lnSZ). Επιπροσθέτως, η ρευστότητα (LIQ) και το ποσοστό φορολογίας (TR) έχουν την αναμενόμενη αρνητική σχέση με το leasing (LR), όμως μόνο η ρευστότητα (LIQ) είναι γενικά στατιστικά σημαντική. Ελέγχουν, επίσης, αν ο κλάδος της εταιρείας διαδραματίζει κάποιο ρόλο στην απόφαση για leasing καταλήγοντας, ωστόσο, σε αρνητικό αποτέλεσμα.

⁶ Κατ' αντιστοιχία με τους Ang & Peterson, η έννοια των μισθώσεων (leases) στα πλαίσια της εργασίας των Adedeji & Stapleton περιορίζεται στις κεφαλαιοποιημένες-χρηματοδοτικές μισθώσεις (finance leases), στη βάση ωστόσο του επιχειρήματος ότι μόνο αυτό το είδος των συμβάσεων leasing δύναται να είναι πλήρες υποκατάστατο του δανεισμού, που σημαίνει ότι και τα δύο έχουν άμεσο αντίκτυπο στην ικανότητα δανεισμού.

• Έπειτα, για το υποσύνολο εκείνο που αποτελείται μόνο από τις εταιρείες του δείγματος που είχαν συμβάσεις leasing χρησιμοποίησαν την OLS παλινδρόμηση καταλήγοντας σε διαφορετικά συμπεράσματα, ήτοι:

○ Παρόλο που οι τιμές R^2 είναι χαμηλές, όλες οι μεταβλητές πλέον καθίστανται στατιστικά σημαντικές, εκτός από τη μεταβλητή του μεγέθους ($\ln SZ$) που γενικά εμφανίζεται στατιστικά ασήμαντη.

○ Παρέχει ισχυρή στήριξη στην θεωρία της υποκατάστασης καθώς αποδεικνύεται ότι οι δύο μεταβλητές συνδέονται αντίστροφα (η αύξηση της μιας συνδέεται με μείωση της άλλης), ενώ το φορολογικό καθεστώς (TR) αναδεικνύεται σε στατιστικά σημαντικό αρνητικό παράγοντα, όπως επίσης η προσδοκώμενη ανάπτυξη (PE) και η ρευστότητα (LIQ). Ακόμη, ασθενής είναι η υπόθεση ότι το μέγεθος ($\ln SZ$) επιδρά αρνητικά, ενώ και ο κλάδος δραστηριότητας εξακολουθεί να μην διαδραματίζει σημαντικό ρόλο.

Τέλος, οι Adedeji & Stapleton χρησιμοποίησαν την αντιστροφή της εξίσωσης (6) ως προς τους δείκτες leasing και δανεισμού, καθιστώντας πλέον τον δεύτερο ως εξαρτημένη μεταβλητή, για να εκτιμήσουν τον δείκτη υποκατάστασης δανεισμού-leasing (debt-to-lease displacement ratio), ως εξής:

$$DR = \gamma_0 + \gamma_1(LR) + \gamma_2(PE) + \gamma_3(LIQ) + \gamma_4(\ln(SZ)) + \gamma_5(TR) + \varepsilon, \quad (7)$$

αποφαινόμενοι ότι κατά μέσο όρο £1 leasing εκτοπίζει-υποκαθιστά £0,55 δανεισμού για την περίοδο 1990-1992.

2.3 Beattie-Goodacre-Thomson (2000)

Οι παραπάνω ερευνητές βασίστηκαν στο μοντέλο (6) των Ang & Peterson, εισάγοντας ωστόσο τρεις νέες μεταβλητές και διαμορφώνοντας τελικά το παρακάτω μοντέλο:

$$LR = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(PE) + \beta_3(LIQ) + \beta_4(\ln(SZ)) + \beta_5(TR) + \beta_6(PROF) + \beta_7(TAGROW) + \beta_8(FAPROP) + \varepsilon \quad (8)$$

Οι διαφορές, λοιπόν, εντοπίζονται στην κερδοφορία ($PROF$) (η οποία υπήρχε στο μοντέλο των Ang & Peterson), στην διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων (asset structure-FAPROP) και σε έναν εναλλακτικό για την προσδοκώμενη ανάπτυξη δείκτη που αφορούσε τη γεωμετρική μέση αύξηση του συνόλου του Ενεργητικού στην τετραετία

(TAGROW) (περαιτέρω ανάλυση των μεταβλητών παρατίθεται στην επόμενη ενότητα (3)).

Ωστόσο, η μεγάλη διαφορά της συγκεκριμένης εργασίας έγκειται στον συνυπολογισμό στο μέγεθος του leasing και των λειτουργικών μισθώσεων (operating leases). Αυτό προκύπτει καθώς, όπως οι ίδιοι συγγραφείς αναφέρουν, σύμφωνα με μελέτη που έλαβε χώρα στο ΗΒ (Beattie et al., 1998) αποδείχτηκε ότι οι λειτουργικές μισθώσεις αποτελούσαν δεκατρείς (13) φορές μεγαλύτερο κομμάτι σε σχέση με τις χρηματοοικονομικές μισθώσεις. Από αυτό συνάγεται ότι ο ρόλος τους είναι σημαντικότερος και δεν θα μπορούσε να παραβλεφθεί σε μια διερεύνηση του διλήμματος leasing-δανεισμός. Χρησιμοποιώντας, επομένως, την μέθοδο της "εποικοδομητικής κεφαλαιοποίησης" (constructive capitalization) κεφαλαιοποίησαν τις λειτουργικές μισθώσεις, προκειμένου όπως υπάρχει ένας εκτενής-περιεκτικός (comprehensive) ορισμός των μισθώσεων.

Στη συνέχεια, χρησιμοποίησαν κατά περίπτωση, όπως φαίνεται παρακάτω, την παλινδρόμηση Tobit όταν η διερεύνηση αφορούσε όλο το δείγμα (εκείνο δηλαδή που περιείχε τα εκτενή-περιεκτικά στοιχεία leasing-comprehensive sample) και την OLS παλινδρόμηση όταν εξέταζαν το υπο-δείγμα που αποτελούνταν από τις εταιρείες που είχαν μόνο χρηματοδοτικές μισθώσεις (partial sample).

Από τα αποτελέσματα των παραπάνω εξήχθησαν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Όσον αφορά στον "μερικό" δείκτη leasing (partial lease ratio-περιλαμβάνει μόνο τις χρηματοδοτικές μισθώσεις), εφαρμόζοντας ως άνω Tobit ανάλυση για το σύνολο του δείγματος (comprehensive sample) και OLS για εκείνες τις εταιρείες που είχαν χρηματοδοτικές μισθώσεις, καταλήγουν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Η σχέση των δεικτών leasing και δανεισμού ήταν γενικά θετική (συμπληρωματικότητα) αλλά στατιστικά ασήμαντη.

- Η ρευστότητα (LIQ) και το μέγεθος (lnSIZE) στην παλινδρόμηση Tobit και η μεταβλητή που αφορούσε την διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων (FAPROP) στην OLS παλινδρόμηση, ήταν στατιστικά σημαντικές με αρνητικό πρόσημο οι πρώτες και θετικό η επόμενη, ενώ η συμμετοχή του κλάδου δραστηριότητας δεν φάνηκε να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο.

- Όσο δε αφορά στον "εκτενή" δείκτη leasing (comprehensive lease ratio- περιλαμβάνει και τις κεφαλαιοποιημένες λειτουργικές μισθώσεις), καταλήγουν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Η σχέση των δεικτών leasing και δανεισμού ήταν ξεκάθαρα αρνητική και σημαντική οδηγώντας στο συμπέρασμα της υποκατάστασης.

- Οι μεταβλητές της ρευστότητας (LIQ) και της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων (FAPROP) καθίστανται πλέον στατιστικά σημαντικές με αρνητικό πρόσημο.

- Ενώ, οι μεταβλητές της προσδοκώμενης ανάπτυξης (PE), του ποσοστού φορολογίας (TR) και της αύξησης του Ενεργητικού (TAGROW) εμφανίζονται γενικά στατιστικά σημαντικές με θετικό πρόσημο.

3.Μοντέλα ελέγχου της σχέσης leasing – δανεισμού και της σχέσης leasing με υπεραποδόσεις εταιρειών για την περίπτωση της Ελλάδας και ορισμός των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών

Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή του Μέρους Β' (ενότητα 1), στα πλαίσια της εμπειρικής διερεύνησης της παρούσας εργασίας εξετάζεται κυρίως το θέμα της υποκατάστασης του leasing με τον δανεισμό και δευτερευόντως αν οι αποδόσεις και υπεραποδόσεις των μετοχών των εταιρειών του δείγματός μας επηρεάζονται από συνδυασμούς μεταβλητών, εκ των οποίων μια τουλάχιστον αφορά στις υποχρεώσεις leasing που αναλαμβάνει μια εταιρεία (Lease Ratio). Επομένως, διαφορετικά είναι τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται για την εξέταση του πρώτου ζητήματος από αυτά που χρησιμοποιούνται για την εξέταση του δεύτερου.

3.1 Έλεγχος σχέσης leasing – δανεισμού στην Ελλάδα

Τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν για την εξέταση του υπόψη ζητήματος στηρίζονται στα μοντέλα (6) των Adedeji & Stapleton (1984) και (8) των Beattie et al. (2000), όπως αναλύονται στην υποενότητα 2.2 και 2.3 αντίστοιχα και παρατίθενται ως κάτωθι:

$$1A. \quad LR = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(LIQ) + \beta_3(\ln(SZ)) + \beta_4(TR) + \varepsilon \quad (9)$$

$$2A. \quad LR = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(LIQ) + \beta_3(\ln(SZ)) + \beta_4(TR) + \beta_5(PROF) + \beta_6(TAGROW) + \beta_7(FAPROP) + \varepsilon \quad (10)$$

Συγκρίνοντας τα παραπάνω μοντέλα με τα μοντέλα (6) και (8), παρατηρείται η απουσία της μεταβλητής (PE). Η συγκεκριμένη μεταβλητή προτείνεται από διάφορους ερευνητές όπως έχουμε δει παραπάνω (βλ. για παράδειγμα Ang & Peterson (1984), Adedeji & Stapleton (1996) και Beattie et al. (2000)) ως μέτρο της προσδοκώμενης/αναμενόμενης ανάπτυξης, ωστόσο δεν συμπεριλήφθη τελικά στα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν στα πλαίσια της παρούσας εργασίας σωρευτικά για τους παρακάτω λόγους:

- Από τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν από την βάση Datastream, αρκετά μεγάλο (42% περίπου) ήταν το ποσοστό των εταιρειών του δείγματος για τις οποίες δεν αναφερόταν ο δείκτης P/E (N/A:Not Available), ενώ τα κέρδη ανά μετοχή (EPS)

εμφανίζονταν μηδενικά γεγονός που πάλι δεν επέτρεπε την εξαγωγή του συγκεκριμένου δείκτη ($PE=P/EPS$).

- Εν συντομία, αναφέρεται ότι σε τεστ ευαισθησίας (robustness tests) που έλαβαν χώρα, τα οποία θα αναλυθούν περαιτέρω σε επόμενη ενότητα, αποδείχτηκε ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή ήταν στατιστικά ασήμαντη, ενώ η αφαίρεσή της δεν άλλαζε σημαντικά τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, με εξαίρεση μικρής έκτασης (από πλευράς αριθμού μεταβλητών) αλλαγές προσήμων σε στατιστικά μη σημαντικές μεταβλητές και γενικά την περιορισμένου βαθμού μείωση των συντελεστών προσαρμογής (goodness of fit) των υποδειγμάτων (R^2).

- Πολλές είναι οι περιπτώσεις των μελετών εκείνων (βλ. Deloof & Verschueren (1999)) όπου η συγκεκριμένη μεταβλητή αποδεικνύεται στατιστικά ασήμαντη, ενώ και σε εκείνες τις περιπτώσεις που εμφανίζεται ως στατιστικά σημαντική παράμετρος αυτό δεν συμβαίνει με συνέπεια για όλα τα έτη (βλ. Adedeji & Stapleton (1996) και Beattie et al. (2000)).

- Όπως θα αναφερθεί και παρακάτω στην ίδια υποενότητα, στο μοντέλο 2A υπάρχει και άλλη μεταβλητή (TAGROW) που χρησιμοποιείται για την μέτρηση της επίδρασης της προσδοκώμενης ανάπτυξης στην απόφαση για leasing, με τη διαφορά ωστόσο να εντοπίζεται στο γεγονός ότι ο δείκτης P/E ενσωματώνει και τις μελλοντικές προσδοκίες για την πορεία της μετοχής.

Συναφώς, λοιπόν, με τα ανωτέρω και προκειμένου να μην αφαιρεθεί ένα σημαντικό μεγάλο μέρος του δείγματος που επιλέχθηκε, εξαιτίας μάλιστα μιας γενικά στατιστικά μη σημαντικής μεταβλητής, αποφασίσθηκε η μη συμπερίληψη της μεταβλητής αυτής στα μοντέλα παλινδρόμησης.

Επιπροσθέτως, σε συνδυασμό με τα διαλαμβανόμενα στην εισαγωγή της ενότητας 2 και αποσκοπώντας στο να αποφευχθεί σ' αυτό το σημείο η παράθεση δεκάδων ορισμών και συμβόλων που μόνο σύγχυση θα προκαλούσαν, παραπέμπεται οποιοσδήποτε ενδιαφερόμενος στο Παράρτημα, όπου μπορεί κανείς να δει τα συστατικά της κάθε μεταβλητής των παραπάνω υποδειγμάτων, έτσι όπως τα όρισαν οι εμπνευστές-δημιουργοί τους.

Ωστόσο, επισημαίνεται ότι δεν υφίστανται μεγάλες διαφορές από αυτά που παραθέτουμε στη συνέχεια και αφορούν στο πως στα πλαίσια της παρούσας εργασίας ορίστηκαν οι

ανωτέρω μεταβλητές, ενώ όπου υφίστανται διαφορές θα αιτιολογούνται. Σημειώνεται ότι τα συστατικά στοιχεία των μεταβλητών παρατίθενται αρχικά στα αγγλικά, καθώς τα δεδομένα προέρχονται από την βάση Datastream και μ' αυτόν τον τρόπο εκτιμάται ότι θα διευκόλυναν οποιονδήποτε θα ήθελε να χρησιμοποιήσει τα μοντέλα για περαιτέρω έρευνα. Επομένως έχουμε:

- **Lease Ratio (LR)**

$$LR = \frac{\text{Capitalized value of finance leases}}{\text{Total assets}}$$

Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, χρησιμοποιήσαμε για τον ορισμό και υπολογισμό του δείκτη leasing μόνο τις κεφαλαιοποιημένες χρηματοδοτικές μισθώσεις. Αντίθετα, λοιπόν, με τους Marston & Harris (1988), τους Sharpe & Nguyen (1995) και τους Beattie et al. (2000), οι οποίοι πρόκριναν τη λύση της ενσωμάτωσης/συνυπολογισμού των λειτουργικών μισθώσεων στο σχετικό δείκτη (με διαφορετική μέθοδο η κάθε ομάδα) επιχειρηματολογώντας στη βάση ερευνών που έδειχναν το μεγάλο μέρος των μισθώσεων γενικά που κάλυπταν οι λειτουργικές μισθώσεις⁷, προκρίθηκε στα πλαίσια της παρούσας εργασίας η επιλογή της συμμετοχής μόνο των κεφαλαιοποιημένων λειτουργικών μισθώσεων για τους παρακάτω λόγους:

- ο Είναι πολλές οι περιπτώσεις των ερευνών εκείνων⁸, μεταξύ των οποίων των Ang & Peterson (1984) και Adedeji & Stapleton (1996) που αποτελούν και τη βάση αυτής της εργασίας, οι οποίες επιχειρηματολογούν υπέρ της υπόψη άποψης στη βάση του επιχειρήματος ότι μόνο οι μη-ακυρώσιμες, μακροχρόνιες χρηματοδοτικές μισθώσεις (finance leases) δύναται να αποτελέσουν πλήρη υποκατάστατα για τον δανεισμό.

- ο Τόσο από την έρευνα των Beattie et al. (2000), όσο και από αυτήν των Luckerath & DeBos (2009), συνάγεται ότι για να γίνει κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων απαιτούνται πληροφορίες οι οποίες τις περισσότερες φορές δεν δημοσιεύονται από τις εταιρείες (μη συμμόρφωση με τις γνωστοποιήσεις των προτύπων), ενώ και στις περιπτώσεις εκείνες που μετά από έρευνα συγκεντρωθούν οι εν λόγω πληροφορίες άποψη των τελευταίων είναι ότι η ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων θα πρέπει να γίνεται από τους συντάκτες των καταστάσεων και όχι από τους χρήστες αυτών, καθόσον απαιτείται να γίνουν υποθέσεις από τους χρήστες χωρίς να έχουν την κατάλληλη

⁷ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι Beattie et al. (2000) υπολόγισαν ότι οι λειτουργικές μισθώσεις ήταν στο σύνολο των μισθώσεων δεκατρείς φορές μεγαλύτερες από τις χρηματοδοτικές, για την περίοδο 1990-1994.

⁸ Βλ. Krishnan & Moyer (1994), Lasfer & Levis (1998), Adedeji & Stapleton (1996) κá

εσωτερική πληροφόρηση, Επίσης, επί του θέματος αναφέρεται ότι ακόμη και οι υποθέσεις που προτείνουν διάφοροι συγγραφείς (βλ. Imhoff et al., 1991) σχετικά με το προεξοφλητικό επιτόκιο, την υπολειπόμενη ωφέλιμη ζωή, το αποτελεσματικό ποσοστό φορολογίας κλπ που υιοθετούν οι συγγραφείς που προβαίνουν σε κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, βασίζονται σε έρευνες που έχουν γίνει σε άλλες χώρες (HB) και άλλες τελείως διαφορετικές χρονικές περιόδους (δεκαετία '80 και '90).

ο Τελευταίος και βασικότερος λόγος που προκρίνουμε την συμμετοχή μόνο των χρηματοδοτικών μισθώσεων στον δείκτη είναι τα στοιχεία που συγκεντρώσαμε για τον κλάδο των «Κατασκευών & Υλικών Κατασκευών» (θα αναλυθεί στην επόμενη ενότητα οι λόγοι επιλογής αυτού του κλάδου) σχετικά με τα δύο είδη μισθώσεων, τα οποία παραθέτουμε στον παρακάτω πίνακα:

ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	M.O.
Κεφαλαιοποιημένες Χρηματοδοτικές Μισθώσεις (Capitalized Finance Leases)	86%	79%	76%	72%	74%	76%	77%
Λειτουργικές Μισθώσεις (Operating Leases)	14%	21%	24%	28%	26%	24%	23%

Από τον πίνακα εύλογα συνάγεται το συμπέρασμα ότι η κατηγορία των χρηματοδοτικών μισθώσεων συμμετέχει σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από αυτήν των λειτουργικών στις χρηματοδοτικές επιλογές των εταιρειών του κλάδου⁹.

Ακόμη, όπως επισημαίνεται στην υποενότητα 2.2., η επιλογή του συνόλου του Ενεργητικού (Total assets) στον παρονομαστή, αντί της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων (BV Equity) που χρησιμοποίησαν οι Ang & Peterson (1984), θεωρείται καλύτερη λύση, καθώς με αυτόν τον τρόπο αποφεύγεται η δημιουργία τάσης (bias) υπέρ της θετικής σχέσης μεταξύ των δεικτών leasing και δανεισμού.

- **Debt Ratio (DR)**

$$DR = \frac{(\text{Long-term debt} + \text{Short-term debt \& current portion of long-term debt}) - (\text{Capitalized value of finance lease} + \text{Short-term investments})}{\text{Total assets}}$$

⁹ Αν αφαιρέσουμε τις ακραίες τιμές από κάθε κατηγορία, τα ποσοστά συμμετοχής διαμορφώνονται ως εξής: Χρηματοδοτικές μισθώσεις (93%) και Λειτουργικές μισθώσεις (7%).

Για τη μέτρηση του δείκτη δανεισμού χρησιμοποιήθηκε η προσέγγιση των Adedeji & Stapleton (1996), με το ποσό του leasing να αφαιρείται από το συνολικό ποσό του δανεισμού και το σύνολο του Ενεργητικού να τοποθετείται στον παρονομαστή, για τους λόγους που αναφέρονται και παραπάνω. Σημειώνεται δε, ότι σύμφωνα με την επεξήγηση της μεταβλητής "Short-term debt & current portion of long-term debt" στην Datastream, οι υπερβάσεις πιστωτικών ορίων-υπεραναλήψεις (overdrafts) που φαίνονται στο υπόδειγμα των Adedeji & Stapleton (1996) και Beattie et al. (2000) συμπεριλαμβάνονται στην παραπάνω μεταβλητή.

- **Price Earnings Ratio (PE)**

$$PE = \frac{\text{Share Price}}{\text{Earnings per share}}$$

Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε ως μέτρο της προσδοκώμενης/αναμενόμενης ανάπτυξης και πως αυτή η παράμετρος συνδέεται με την απόφαση για leasing, ενώ η μέτρησή της έγινε σύμφωνα με τον παραπάνω τύπο, όπως δηλαδή προτείνουν και οι ερευνητές των οποίων τα μοντέλα υιοθετήθηκαν ως βάση για την έρευνα. Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, η συγκεκριμένη μεταβλητή δεν συμπεριλήφθηκε τελικά στα μοντέλα παλινδρόμησης, ωστόσο χρησιμοποιήθηκε στα τεστ ευαισθησίας που πραγματοποιήθηκαν και γι' αυτόν τον λόγο παρατίθεται η επεξήγησή της σε αυτό το σημείο.

- **Liquidity (LIQ)**

$$LIQ = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Ως μέτρο αυτού του δείκτη χρησιμοποιήθηκε, σε συνάφεια και με τους άλλους ερευνητές, ο Δείκτης Γενικής (Κυκλοφοριακής) Ρευστότητας (Current Ratio), ο οποίος ορίζεται από την παραπάνω εξίσωση. Παρατηρώντας τα αποτελέσματα άλλων ερευνών¹⁰ αναμένεται γενικά αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και leasing.

- **lnSIZE (ln(SZ))**

$$\ln(SZ) = \ln(\text{Total assets})$$

¹⁰ Βλ. Drury & Braund (1990), Adedeji & Stapleton (1996) και Beattie et al. (2000)

Σε αρμονία με τις μελέτες στις οποίες βασίστηκε η εργασία αυτή, αλλά και με άλλες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν το παρόν θέμα¹¹, ως μέτρο του μεγέθους αυτής επιλέχθηκε ο φυσικός λογάριθμος του συνόλου του Ενεργητικού (οι Ang & Peterson (1984) χρησιμοποίησαν τον απόλυτο αριθμό του συνόλου του Ενεργητικού, όχι τον φυσικό λογάριθμο). Παρά ωστόσο τα αποτελέσματα των Ang & Peterson (1984) και Adedeji & Stapleton (1996), τα οποία δεν προβλέπουν στατιστικά σημαντική σχέση του μεγέθους των εταιρειών με το leasing, είναι πολλές οι έρευνες¹² εκείνες που καταλήγουν σε στατιστικά σημαντική και μάλιστα αρνητική σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών.

- **Tax Rate (TR)**

$$TR = \frac{\text{Income taxes}}{\text{Pretax income}}$$

Το καθεστώς φορολογίας των εταιρειών προσεγγίστηκε από τον πραγματικό φορολογικό συντελεστή (effective tax rate), ο οποίος υπολογίζεται ως άνω. Επί του εν λόγω μεγέθους τα αποτελέσματα των προηγούμενων ερευνών ποικίλουν, καθόσον ερευνητές όπως οι Ang & Peterson (1984), ο Finucane (1988) και οι Beattie et al. (2000) καταλήγουν σε μη στατιστικά σημαντική σχέση, όπου αλλού έπαιρνε θετικό και αλλού αρνητικό πρόσημο, ενώ ερευνητές όπως οι Adedeji & Stapleton (1996), οι Sharpe & Nguyen (1995) και οι Graham, Lemon & Schallheim (1998) καταλήγουν σε στατιστικά σημαντική σχέση με αρνητικό πρόσημο.

- **Profitability (PROF)**

$$\text{PROF} = \text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average shareholders' equity}}$$

Οι εταιρείες με μεγαλύτερη κερδοφορία γενικά αναμένεται όπως έχουν την δυνατότητα να κάνουν μεγαλύτερη χρήση των "φορολογικών πλεονεκτημάτων" (tax shield) που προσφέρει ο δανεισμός, ενώ χαρακτηρίζονται και από μικρότερο ρίσκο χρεοκοπίας (bankruptcy risk), επομένως αναμένεται να έχουν υψηλότερα επίπεδα δανεισμού και εφόσον ισχύει τελικά η θεωρία της υποκατάστασης χαμηλότερα επίπεδα leasing. Ωστόσο, αναφέρεται ότι ως δείκτης μέτρησης του συγκεκριμένου δείκτη χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης Return On Equity (ROE), έναντι του δείκτη Return On Capital Employed (ROCE). Όπως,

¹¹ Βλ. Deloof & Verschuere (1999) και Deloof, Lagaert & Verschuere (2007)

¹² Βλ. Erickson (1993), Sharpe & Nguyen (1995), Lasfer & Levis (1998), Eisfeldt & Rampini (2009) κλπ

όμως θα αναλυθεί στα τεστ ευαισθησίας καμία αλλαγή δεν επιφέρει η ως άνω επιλογή στα αποτελέσματά μας.

- **Total asset growth (TAGROW)**

$$\text{TAGROW} = \text{Geometric mean growth in total assets over 3 yr} = \left(\frac{\text{TA}_t}{\text{TA}_{t-3}} \right)^{(1/3)} - 1$$

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, στους λόγους αποκλεισμού της μεταβλητής (P/E) από τα μοντέλα, υφίσταται στο μοντέλο που προτείνουν οι Beattie et al. (2000) ακόμη μια μεταβλητή που εξυπηρετεί την μέτρηση της επίδρασης της προσδοκώμενης ανάπτυξης στην απόφαση για leasing (TAGROW), η οποία συνιστά την μέση ποσοστιαία μεταβολή του συνόλου του ενεργητικού την τελευταία τετραετία. Αναφέρεται δε ότι οι Beattie et al. (2000) καταλήγουν σε θετική συσχέτιση του υπόψη μεγέθους με το leasing.

- **Asset structure (FAPROP)**

$$\text{FAPROP} = \frac{\text{Fixed assets}}{\text{Total assets}}$$

Στην προσπάθεια ελέγχου του ισχυρισμού εκείνου διαφόρων θεωριών¹³, ότι εταιρείες που έχουν περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να αποτελέσουν ασφάλεια/ενέχυρο για τον δανειστή είναι πιθανότερο να προσφύγουν περισσότερο σε δανεισμό (επομένως λιγότερο σε leasing), επιλέχθηκε ως προσήκων μέτρο ο λόγος των παγίων στοιχείων (fixed assets) των εταιρειών ως προς το σύνολο του ενεργητικού (Total assets). Τα αποτελέσματα δε των ερευνών για το συγκεκριμένο μέγεθος είναι διφορούμενα

3.2 Έλεγχος σχέσης leasing-υπεραποδόσεων μετοχών στην Ελλάδα

Όπως έχει αναφερθεί σχετικά και στην εισαγωγή της παρούσας υποενότητας, το δεύτερο μέρος της εμπειρικής διερεύνησης της παρούσας εργασίας ερευνά αν οι αποδόσεις και οι υπεραποδόσεις των μετοχών των εταιρειών του δείγματός μας επηρεάζονται από συνδυασμούς μεταβλητών, εκ των οποίων μια τουλάχιστον αφορά στις υποχρεώσεις leasing που αναλαμβάνει μια εταιρεία (Lease Ratio).

¹³ Βλ. Beattie et al. (2000) και Deloof & Verschuere (1999)

Πρόκειται, δηλαδή, για μια προσπάθεια συνδυασμού μεταβλητών οι συσχετισμοί των οποίων θα μπορέσουν να οδηγήσουν στη δημιουργία οικονομετρικών μοντέλων ικανών να δώσουν μια εικόνα της κατεύθυνσης προς την οποία πιθανολογείται η κίνηση μιας εξαρτημένης μεταβλητής (στην προκειμένη περίπτωση της απόδοσης της μετοχής (SR) ή της υπεραπόδοσης (AR) αυτής) ανάλογα με τις κινήσεις διαφόρων ανεξάρτητων μεταβλητών.

Τα μοντέλα στα οποία θα καταφύγουμε για την εμπειρική διερεύνηση των ανωτέρω παρουσιάζονται παρακάτω:

$$1B. \quad SR = \beta_0 + \beta_1(EPS) + \beta_2(BV) + \beta_3(LR) + \varepsilon \quad (11)$$

$$2B. \quad SR = \beta_0 + \beta_1(LR) + \beta_2(LIQ) + \beta_3(\ln(SZ)) + \beta_4(TR) + \beta_5(PROF) + \beta_6(TAGROW) + \beta_7(FAPROP) + \varepsilon \quad (12)$$

$$3B. \quad AR = \beta_0 + \beta_1(EPS) + \beta_2(BV) + \beta_3(LR) + \varepsilon \quad (13)$$

$$4B. \quad AR = \beta_0 + \beta_1(LR) + \beta_2(LIQ) + \beta_3(\ln(SZ)) + \beta_4(TR) + \beta_5(PROF) + \beta_6(TAGROW) + \beta_7(FAPROP) + \varepsilon \quad (14)$$

Οι νέες μεταβλητές που εισάγονται εδώ, πέραν των διαλαμβανομένων στην υποενότητα 3.1, είναι:

- **Stock Return (SR)**

$$SR_{xx} = \frac{P_{31/12/xx} - P_{01/01/xx}}{P_{01/01/xx}}$$

Για να υπολογιστεί η απόδοση κάθε μετοχής του δείγματος, συλλέχθηκαν οι τιμές των μετοχών με 01/01/XXX και 31/12/XXX και υπολογίστηκε ως άνω η ετήσια απόδοση της κάθε μετοχής, όπου $P_{01/01/xx}$ και $P_{31/12/xx}$ οι τιμές μιας μετοχής την 01/01/XX και 31/12/XX, αντίστοιχα.

- **Abnormal Return (AR)**

$$AR_t = SR_t - RI_t$$

Ο δείκτης αυτός καταγράφει τις υπερκανονικές αποδόσεις μιας μετοχής. Αφού υπολογίστηκαν, δηλαδή, οι ετήσιες αποδόσεις των μετοχών κατ' έτος, αφαιρέθηκαν από

τις υπόψη τιμές οι ετήσιες αποδόσεις του κλαδικού δείκτη («Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών»), οι οποίες υπολογίστηκαν κατ' αντιστοιχία με τον ίδιο τρόπο που υπολογίστηκαν και οι αποδόσεις των μεμονωμένων μετοχών ως άνω.

- **Earnings per share (EPS)**

Ο συγκεκριμένος δείκτης αφορά στα κέρδη ανά μετοχή και τα αντίστοιχα στοιχεία συγκεντρώθηκαν από την Datastream ως είχαν για κάθε εταιρεία.

- **Book Value per share (BV)**

Τα στοιχεία και γι' αυτόν τον δείκτη συγκεντρώθηκαν από την Datastream ως είχαν για κάθε εταιρεία και αφορούν στην λογιστική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων εκφρασμένη ανά μετοχή.

4.Επιλογή δείγματος και συλλογή των δεδομένων

4.1 Επιλογή Δείγματος

Κατ' αρχήν, θα πρέπει να επισημανθεί ότι για την εμπειρική διερεύνηση τόσο του ζητήματος της υποκατάστασης, όσο και των υπεραποδόσεων, αναζητήθηκαν στοιχεία από το ΧΑΑ για την περίοδο 2005-2010 (συμπεριλαμβανομένων), καθώς από το έτος 2005 τέθηκε σε υποχρεωτική εφαρμογή η αναφορά των οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), μεταξύ των οποίων και του ΔΛΠ 17 που αφορά στις Μισθώσεις. Εν συντομία, αναφέρεται ότι από το υπόψη έτος οι εταιρείες ήταν υποχρεωμένες να κεφαλαιοποιούν τις χρηματοδοτικές μισθώσεις (finance leases) και να αναφέρουν τα έξοδα που προκύπτουν από τις λειτουργικές μισθώσεις (operating leases), προβαίνοντας, ωστόσο, απαρέγκλιτα στις γνωστοποιήσεις που προβλέπει το Πρότυπο.

Για το δείγμα, λοιπόν, με βάση το οποίο θα διερευνηθούν για την ελληνική πραγματικότητα όσα προαναφέρονται επί του υπόψη ζητήματος από άλλους ερευνητές, επιλέχθηκε να αναλυθεί ένας κλάδος του ΧΑΑ που θα πληρούσε την εν λόγω περίοδο, κατά το δυνατόν, τα ακόλουθα κριτήρια:

- Ο αριθμός των εταιρειών του κλάδου να είναι τέτοιος που να προκύπτει ικανός αριθμός παρατηρήσεων στο σύνολο για να τρέξουν αξιόπιστα οι σχετικές παλινδρομήσεις. Το όριο αυτό εκτιμήθηκε σε κατ' ελάχιστον εκατό (100) παρατηρήσεις.
- Δεδομένου ότι υπήρχε πρόθεση να εξεταστεί για πληροφοριακούς λόγους ξεχωριστά το δείγμα των εταιρειών εκείνων που είχαν leasing (leasing firms), ορίστηκε αντίστοιχο όριο σε εκατό (100) παρατηρήσεις για τη συγκεκριμένη υποκατηγορία εταιρειών.
- Οι εταιρείες του κλάδου να έχουν συνάψει συμβάσεις leasing, το ύψος των οποίων να αντιπροσωπεύει ένα "σεβαστό" μέρος της συνολικής αξίας των συμβάσεων leasing.

Αφού συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων Datastream τα δεδομένα που αφορούσαν στις κεφαλαιοποιημένες μισθώσεις leasing για όλες τις "ενεργές" εταιρείες του ΧΑΑ, ακολούθησε η ομαδοποίησή των 195 εταιρειών που προέκυψαν σε κλάδους, όπως αυτοί έχουν καθοριστεί από την Datastream και αναφέρονται παράλληλα και στο ΧΑΑ

(www.ase.gr). Το αποτέλεσμα της ανωτέρω επεξεργασίας, παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας Στοιχείων Leasing Εταιρειών ΧΑΑ (2005-2010)
και Σύνοψη Περιγραφικών Στατιστικών Δεδομένων

ποσά σε εκατ. €

ΚΛΑΔΟΣ	Μ.Ο. Εταιρειών με Leasing κατ' έτος	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ	ΕΤΟΣ					
			2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	18	Μέσος	3,3838	3,1765	3,6377	3,9396	4,3169	3,9700
		Τυπικό σφάλμα	1,3396	1,0758	1,1519	1,3155	1,8126	1,6282
	67%	Διάμεσος	0,11	0,14	0,205	1,115	1,085	1,05
		Άθροισμα	87,98	82,59	94,58	102,43	112,24	103,22
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1	Μέσος	4,1358	4,1375	0,0000	0,0000	17,6933	19,2558
		Τυπικό σφάλμα	4,1358	4,1375	0,0000	0,0000	17,6933	19,2558
	6%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0
		Άθροισμα	49,63	49,65	0	0	212,32	231,07
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ	6	Μέσος	3,6372	8,8167	8,3017	9,2817	7,9439	6,7467
		Τυπικό σφάλμα	2,7832	6,5606	6,2798	7,3948	5,1693	5,3311
	31%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0
		Άθροισμα	65,47	158,7	149,43	167,07	142,99	121,44
ΧΗΜΙΚΑ	2	Μέσος	1,6750	0,6567	0,1950	0,2267	0,4417	1,0450
		Τυπικό σφάλμα	1,6373	0,5714	0,1423	0,1445	0,3726	0,7298
	36%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0,12
		Άθροισμα	10,05	3,94	1,17	1,36	2,65	6,27
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	0	Μέσος	0	0	0	0	0	0
		Τυπικό σφάλμα	0	0	0	0	0	0
	0%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0
		Άθροισμα	0	0	0	0	0	0
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	13	Μέσος	0,7710	0,5408	0,7115	0,6108	0,3083	0,4663
		Τυπικό σφάλμα	0,3424	0,2608	0,3160	0,2382	0,1158	0,2559
	32%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0
		Άθροισμα	30,84	21,63	28,46	24,43	12,33	18,65
ΕΜΠΟΡΙΟ	4	Μέσος	3,2956	3,1044	2,4456	4,0656	7,0689	7,5989
		Τυπικό σφάλμα	2,0916	2,2185	1,4850	2,2086	5,5788	6,0113
	46%	Διάμεσος	0	0	0	0,24	0,05	0
		Άθροισμα	29,66	27,94	22,01	36,59	63,62	68,39
ΧΡΗΜΑΤ/ΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1	Μέσος	2,2275	2,0900	9,6025	7,4025	7,2375	0,3575
		Τυπικό σφάλμα	2,2275	2,0900	7,1850	7,3925	7,2375	0,3575
	33%	Διάμεσος	0	0	4,005	0,015	0	0
		Άθροισμα	8,91	8,36	38,41	29,61	28,95	1,43
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	0	Μέσος	0	0	0	0	0	0
		Τυπικό σφάλμα	0	0	0	0	0	0
	0%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0
		Άθροισμα	0	0	0	0	0	0
ΥΓΕΙΑ	6	Μέσος	4,9200	4,2614	11,3743	12,4414	15,0443	17,6471
		Τυπικό σφάλμα	2,0566	1,7388	3,9857	4,1042	5,0758	6,4787
	81%	Διάμεσος	2,4	2,65	7,67	15,18	13,05	13,71
		Άθροισμα	34,44	29,83	79,62	87,09	105,31	123,53

ΚΛΑΔΟΣ	Μ.Ο. Εταιρειών με Leasing κατ' έτος	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ	ΕΤΟΣ					
			2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	11	Μέσος	2,2759	2,5293	1,8381	2,3493	3,4185	3,2133
		Τυπικό σφάλμα	1,1986	1,1059	0,6527	0,8793	1,9595	2,0432
	40%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0
		Άθροισμα	61,45	68,29	49,63	63,43	92,3	86,76
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	2	Μέσος	1,2700	2,0250	1,6563	1,2738	1,2613	3,5813
		Τυπικό σφάλμα	1,2084	2,0051	1,6563	1,2581	1,2370	2,5516
	27%	Διάμεσος	0	0	0	0	0	0
		Άθροισμα	10,16	16,2	13,25	10,19	10,09	28,65
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ	1	Μέσος	0	0	0,84	0,65	0,44	0,01
		Τυπικό σφάλμα	0	0	0	0	0	0
	0%	Διάμεσος	0	0	0,84	0,65	0,44	0,01
		Άθροισμα	0	0	0,84	0,65	0,44	0,01
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	4	Μέσος	47,5900	51,9425	56,2588	62,7750	66,4300	66,0600
		Τυπικό σφάλμα	37,8618	45,0147	49,3459	58,0281	61,7532	60,4982
	50%	Διάμεσος	6,16	0,535	0,485	0,435	1,745	4,115
		Άθροισμα	380,72	415,54	450,07	502,2	531,44	528,48
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	6	Μέσος	0,4815	0,3654	0,6523	6,4192	12,0838	12,1531
		Τυπικό σφάλμα	0,2407	0,1901	0,3786	4,7269	8,6561	9,9588
	53%	Διάμεσος	0	0	0	0	1,05	0
		Άθροισμα	6,26	4,75	8,48	83,45	157,09	157,99
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ	4	Μέσος	2,1040	1,5460	0,1810	5,6640	8,3080	9,5890
		Τυπικό σφάλμα	2,0486	1,4124	0,1531	4,2963	6,3103	7,5394
	40%	Διάμεσος	0	0	0	0	0,02	0
		Άθροισμα	21,04	15,46	1,81	56,64	83,08	95,89

Από τα στοιχεία του υπόψη πίνακα, εκτιμάται ότι αξίζουν επισήμανσης τα κάτωθι:

- Από τους 17 κλάδους του ΧΑΑ στοιχεία μας έδωσε η Datastream για τους 16, μην αναφέροντας σχετικά στοιχεία για τον κλάδο των «Ασφαλειών», ο οποίος ωστόσο παρόλο που οι εταιρείες που τον συγκροτούν έχουν συμβάσεις leasing (διερευνήθηκε δειγματοληπτικά από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών) είναι μόνο 3 σε αριθμό, επομένως εκ των πραγμάτων δεν θα μπορούσε να είναι κλάδος προς επιλογή.

- Οι κλάδοι εκείνοι που σωρευτικά ικανοποιούν τα κριτήρια που προαναφέρθηκαν φαίνεται πως είναι μόνο δύο, οι εξής:

- Ο κλάδος «Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών», ο οποίος παρατηρείται ότι εξασφαλίζει ικανό αριθμό παρατηρήσεων για την εμπειρική διερεύνηση του θέματός μας, παρουσιάζει μη μηδενικό διάμεσο (από τους λίγους), η αξία των υποχρεώσεων από συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης αντιπροσωπεύει το 10% περίπου της συνολικής αξίας χρηματοδοτικών μισθώσεων κατ' έτος, παρουσιάζει σταθερότητα (όχι μεγάλα скаμπανεβάσματα που δημιουργούν ερωτηματικά) όσον αφορά στην εξέλιξη της αξίας των υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις κατ' έτος και τέλος το ποσοστό των

εταιρειών του κλάδου που αναφέρει υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις είναι το υψηλότερο μεταξύ όλων των κλάδων και μάλιστα σε ικανοποιητικό ποσοστό.

- ο Ο κλάδος «Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες», ο οποίος έχει μεν σχετικά ικανοποιητικό αριθμό παρατηρήσεων, εμφανίζει ωστόσο πολύ χαμηλό μέσο, μηδενικό διάμεσο, χαμηλή αξία συνολικών υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις, ενώ το ποσοστό των εταιρειών με leasing παρουσιάζεται αρκετά χαμηλό.

- Από τους υπόλοιπους κλάδους, σημεία ενδιαφέροντος άξια προσοχής είναι:

- ο Στον κλάδο των Τραπεζών προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι μόνο μια τράπεζα ανέφερε συμβάσεις leasing τα έτη 2005-2006, καμία την περίοδο 2007-2008 και άλλη μια την περίοδο 2009-2010.

- ο Αλματώδης είναι η αύξηση στα συμβόλαια leasing στον κλάδο των «Τροφίμων & Ποτών», όπως και σ' αυτόν του «Εμπορίου», ενώ ακόμη μεγαλύτερη είναι στον κλάδο της «Υγείας», συναφώς και με τα στοιχεία των ερευνών που αναφέρονται στο Μέρος Α' της παρούσας εργασίας και εμφανίζουν ως πρωταγωνιστές τους κλάδους των Υπηρεσιών και του Εμπορίου.

- ο Μεγάλη μεταβλητότητα παρατηρείται στον κλάδο των «Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών».

- ο Το μεγαλύτερο με διαφορά κομμάτι της αγοράς εμφανίζεται στον κλάδο της «Ακίνητης Περιουσίας» με ποσοστό κατά μέσο όρο που ανέρχεται σε 45% περίπου, συναφώς επίσης με τα στοιχεία που αναφέρονται στο Μέρος Α' της παρούσας.

Από τα παραπάνω, σαφώς συνάγεται το συμπέρασμα ότι ο πλέον κατάλληλος κλάδος που πληροί τα κριτήρια που ετέθησαν αρχικά είναι αυτός των «Κατασκευών & Υλικών Κατασκευής», ο οποίος αποτελείται από 26 εταιρείες, το 67% των οποίων ετησίως ανέφερε στις οικονομικές του καταστάσεις υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις (στοιχεία περιόδου 2005-2010). Επίσης, αν λάβουμε υπόψη μας τα αποτελέσματα των Adedeji & Stapleton (1996) και των Beattie et al. (2000) όσον αφορά στην ασήμαντη γενικά επίδραση που έχει ο κλάδος δραστηριότητας της επιχείρησης στην απόφαση για leasing, τα αποτελέσματα στα οποία θα καταλήξουμε εκτιμάται ότι θα είναι ενδεικτικά του συνόλου της ελληνικής πραγματικότητας και όχι μόνο των εταιρειών του συγκεκριμένου κλάδου, υπόθεση βεβαίως που θα πρέπει να επιβεβαιωθεί από σχετική έρευνα επί του συνόλου των κλάδων του ΧΑΑ.

4.2 Συλλογή Δεδομένων και χαρακτηριστικά αυτών

Για την συλλογή των δεδομένων που απαιτήθηκαν για την εμπειρική διερεύνηση των δύο θεμάτων (υποκατάσταση-συμπληρωματικότητα και αποδόσεις-υπεραποδόσεις) που πραγματεύεται η παρούσα εργασία, χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων Datastream για το σύνολο των μεταβλητών, ενώ ειδικά για την περίπτωση των λειτουργικών μισθώσεων, πέρα από ορισμένα στοιχεία που έδινε η υπόψη βάση δεδομένων απαιτήθηκε η αναζήτηση πληροφοριών από τις δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και τα οικονομικά δελτία των εταιρειών του δείγματος, καθώς οι εν λόγω πληροφορίες περιλαμβάνονται στις γνωστοποιήσεις (disclosures) των καταστάσεων αυτών.

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για όλες τις μεταβλητές που παρουσιάστηκαν στην ενότητα 3 και αφορούν:

- Πίνακας 1 : Σε στοιχεία που λαμβάνουν υπόψη όλες τις παρατηρήσεις του δείγματος (full sample).
- Πίνακας 2 : Σε δεδομένα μόνο για το επιμέρους δείγμα το οποίο συγκροτείται από τις εταιρείες που αναφέρουν υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης την υπό διερεύνηση περίοδο (sub-sample of leasing firms).
- Πίνακας 3 : Σε δεδομένα σχετικά με το μέρος εκείνο των εταιρειών που δεν ανέφεραν υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης την περίοδο 2005-2010.

Παρατηρώντας τα στοιχεία των τριών πινάκων και ειδικά του πρώτου, αφού θα τρέξουμε παρακάτω τις παλινδρομήσεις με όλα τα δεδομένα του δείγματος (full sample), έλκουν την προσοχή του αναγνώστη τα εξής κυρίως σημεία:

- Οι χρηματοδοτικές μισθώσεις φαίνεται πως αποτελούν ένα πολύ περιορισμένης σημασίας κομμάτι σε σχέση με το σύνολο του Ενεργητικού (LR) των εταιρειών, καθώς αφενός έχει μέση τιμή 1,6% περίπου, αφετέρου η διάμεσος βρίσκεται πολύ κοντά στο 0 (0,001541 για την ακρίβεια). Σημειώνεται δε, ότι τα αποτελέσματα αυτά είναι αρκετά κοντά στα αντίστοιχα αποτελέσματα των Adedeji & Stapleton (1996) για ένα δείγμα Βρετανικών εταιρειών, καθώς και των Dellof & Verschueren (1999) για αντίστοιχο δείγμα Βέλγικων εταιρειών.
- Το μέγιστο που εμφανίζεται να έχει χρηματοδοτήσει εταιρεία του κλάδου με leasing ανέρχεται σε χαμηλά επίπεδα, της τάξης του 13,64%.
- Ο δανεισμός εμφανίζεται αυξημένος στο δείγμα μας με μέσο όρο και διάμεσο

περίπου 26%, όταν σε άλλες έρευνες¹⁴ κινείται σε γενικές γραμμές σε επίπεδα της τάξεως του 15%, το οποίο ενδεχομένως εξηγείται από την πιστωτική επέκταση και τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που χαρακτήρισαν την ελληνική οικονομία την περίοδο που ακολούθησε την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ.

- Ωστόσο, παρά την αρκετά μεγαλύτερη πιστωτική επέκταση, ενδιαφέρον προκαλεί η υστέρηση στον αντίστοιχο δείκτη (TAGROW) που αφορά στην ανάπτυξη του Ενεργητικού των εταιρειών (Total Asset Growth), καθώς εδώ εμφανίζεται με μέση τιμή και διάμεσο περίξ του 8%, όταν στην αντίστοιχη μελέτη των Beattie et al.(2000) κινείται σε επίπεδα της τάξης του 10,5%, εγείροντας ίσως ερωτηματικά σχετικά με τον προορισμό-αξιοποίηση των παραπάνω δανείων.

- Οι εταιρείες εκείνες που ανέφεραν υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης την υπόψη περίοδο, εμφανίζουν γενικά αρκετά χαμηλότερες δανειακές υποχρεώσεις (μέσος 23,82% και διάμεσος 23,89%), σε σχέση με τις εταιρείες της άλλης ομάδας που εμφάνιζε μηδενικές υποχρεώσεις από leasing στις οικονομικές τους καταστάσεις (μέσος 31,5% και διάμεσος 32,96%).

Επιπροσθέτως, στον Πίνακα 4 παρατίθεται η μήτρα συσχετισμών (Correlation Matrix) Pearson όλων των μεταβλητών ανεξαρτήτως υποδείγματος. Από τα στοιχεία του υπόψη πίνακα ιδιαίτερης αναφοράς εκτιμάται ότι αξίζουν τα κάτωθι:

- Η στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% αρνητική συσχέτιση του δείκτη leasing (LR) και του δείκτη δανεισμού (DR), υποδηλώνοντας τη σχέση υποκατάστασης.

- Δεν υφίσταται περίπτωση πολυσυγγραμμικότητας (multicollinearity) στα μοντέλα που θα χρησιμοποιηθούν παρακάτω, καθώς η μοναδική περίπτωση που δημιουργεί υποψίες πολυσυγγραμμικότητας είναι αυτή μεταξύ αποδόσεων (SR) και υπεραποδόσεων (AP), ωστόσο οι μεταβλητές αυτές δεν συνυπάρχουν σε κάποιο από τα υποδείγματα.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι έγινε έλεγχος για ακραίες τιμές (θα αναφερθεί παρακάτω στα τεστ ευαισθησίας), ωστόσο οι αλλαγές που παρατηρήθηκαν μετά την αφαίρεσή τους αφορούσαν σε μικρής έκτασης αλλαγή στα πρόσημα ορισμένων μεταβλητών οι οποίοι όμως, τόσο πριν, όσο και μετά την αφαίρεση των τιμών αυτών εξακολουθούσαν να είναι στατιστικά ασήμαντες, επομένως προτιμήθηκε τελικά η συμμετοχή των τιμών αυτών στο δείγμα, κατά την εμπειρική διερεύνηση του θέματος.

¹⁴ Βλ. Adedeji & Stapleton (1996), Deloof & Verschueren (2007) και Beattie et al. (2000)

ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
(SUMMARY DESCRIPTIVE STATISTICS)

1.Όλο το δείγμα (Full Sample)

<i>Descriptive Statistics</i>	<u>LR</u>	<u>DR</u>	<u>LIQ</u>	<u>lnSIZE</u>	<u>TR</u>	<u>PROF</u>	<u>TAGROW</u>	<u>FAPROP</u>	<u>SR</u>	<u>AR</u>	<u>EPS</u>	<u>BV/SHARE</u>
Μέσος	0,01637	0,26336	1,54008	12,0956	0,69627	-3,34561	0,08929695	0,32885	0,016296	0,027085	0,25622	3,863705128
Τυπικό σφάλμα	0,00214	0,01137	0,04691	0,10798	0,472	2,861128	0,01431612	0,013888	0,049068	0,038709	0,04429	0,33546213
Διάμεσος	0,00154	0,26304	1,39046	11,9708	0,27051	2	0,0772285	0,3078477	-0,07898	-0,07495	0,04	2,252
Διακύμανση	0,00072	0,02018	0,34334	1,81906	34,7542	1268,838	0,03197242	0,0300887	0,375593	0,233744	0,30605	17,55543515
Ελάχιστο	0	-0,0127	0,33535	9,65471	-9,7248	-289,01	-0,5662985	0,0086237	-0,87037	-0,81915	0	-2,134
Μέγιστο	0,13641	0,72099	4,34805	15,2698	71,3143	67,92	0,89833806	0,710164	2,347826	2,01352	3,18	19,293
Άθροισμα	2,55317	41,0844	240,253	1886,92	108,619	-518,57	13,9303237	51,300593	2,542178	4,225222	39,97	602,738
Πλήθος	156	156	156	156	156	155	156	156	156	156	156	156

2.Υπο-δείγμα εταιρειών leasing (Leasing Sub-sample)

<i>Descriptive Statistics</i>	<u>LR</u>	<u>DR</u>	<u>LIQ</u>	<u>lnSIZE</u>	<u>TR</u>	<u>PROF</u>	<u>TAGROW</u>	<u>FAPROP</u>	<u>SR</u>	<u>AR</u>	<u>EPS</u>	<u>BV/SHARE</u>
Μέσος	0,02432	0,23825	1,55793	12,3579	0,88816	-4,03144	0,096476	0,3244512	-0,031078	0,016979	0,34038	4,635428571
Τυπικό σφάλμα	0,00288	0,01411	0,05573	0,12966	0,69876	4,165547	0,01937619	0,0176974	0,060287	0,044148	0,06344	0,45981056
Διάμεσος	0,01346	0,23899	1,45244	12,0757	0,28564	2,27	0,09317476	0,2988652	-0,111111	-0,06012	0,07	2,387
Διακύμανση	0,00087	0,02091	0,32606	1,76519	51,2681	1804,585	0,03942086	0,0328857	0,381622	0,204648	0,42259	22,19970384
Ελάχιστο	3,2E-05	-0,0127	0,33535	10,3309	-9,7248	-289,01	-0,5662985	0,0714737	-0,87037	-0,81915	0	-2,134
Μέγιστο	0,13641	0,72099	4,34805	15,2698	71,3143	67,92	0,89833806	0,710164	2,2375	1,903194	3,18	19,293
Άθροισμα	2,55317	25,0166	163,583	1297,58	93,2566	-419,27	10,1299804	34,067377	-3,263164	1,782772	35,74	486,72
Πλήθος	105	105	105	105	105	104	105	105	105	105	105	105

3.Υπο-δείγμα εταιρειών που δεν ανέφεραν leasing (Non-Leasing Sub-sample)

<i>Descriptive Statistics</i>	<i>LR</i>	<i>DR</i>	<i>LIQ</i>	<i>lnSIZE</i>	<i>TR</i>	<i>PROF</i>	<i>TAGROW</i>	<i>FAPROP</i>	<i>SR</i>	<i>AR</i>	<i>EPS</i>	<i>BV/SHARE</i>
Μέσος	0	0,31506	1,50333	11,5557	0,30122	-1,94706	0,07451654	0,3379062	0,11383	0,047891	0,08294	2,274862745
Τυπικό σφάλμα	0	0,01717	0,08678	0,17296	0,13014	1,91794	0,01814325	0,0220286	0,083566	0,076477	0,02181	0,294421553
Διάμεσος	0	0,32968	1,28227	11,3406	0,2418	0,98	0,05405217	0,349078	-0,026667	-0,07538	0,02	1,638
Διακύμανση	0	0,01503	0,3841	1,52574	0,86382	187,6032	0,01678806	0,0247483	0,356148	0,298282	0,02427	4,420886601
Ελάχιστο	0	0,04448	0,64407	9,65471	-1,4301	-54,58	-0,2825196	0,0086237	-0,854545	-0,68021	0	0,17
Μέγιστο	0	0,57818	3,48964	14,1255	5,69361	24,02	0,41537472	0,6452947	2,347826	2,01352	0,8	13,185
Άθροισμα	0	16,0678	76,6697	589,341	15,3621	-99,3	3,80034332	17,233216	5,805342	2,442451	4,23	116,018
Πλήθος	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51

4.Μήτρα Συσχετίσεων Pearson (Correlation Matrix)

	<i>LR</i>	<i>DR</i>	<i>LIQ</i>	<i>lnSIZE</i>	<i>TR</i>	<i>PROF</i>	<i>TAGROW</i>	<i>FAPROP</i>	<i>SR</i>	<i>AR</i>	<i>EPS</i>	<i>BV_SHARE</i>
LR	1,00											
DR	***-0,22	1,00										
LIQ	0,07	***-0,40	1,00									
lnSIZE	*-0,14	-0,04	0,11	1,00								
TR	0,05	-0,11	-0,01	-0,05	1,00							
PROF	0,04	-0,10	**0,18	0,10	0,13	1,00						
TAGROW	-0,09	0,09	0,03	***0,40	***-0,24	***0,34	1,00					
FAPROP	**0,18	*0,14	0,00	-0,03	-0,07	0,06	0,03	1,00				
SR	-0,06	-0,06	**0,20	-0,05	0,04	***0,22	*0,16	**0,17	1,00			
AR	-0,03	-0,06	***0,25	-0,03	-0,03	**0,18	0,12	0,12	*0,82	1,00		
EPS	-0,06	***-0,22	**0,17	***0,49	-0,03	***0,22	**0,18	***0,26	0,05	0,04	1,00	
BV_SHARE	-0,12	**0,18	0,07	***0,56	-0,05	**0,16	0,11	*0,14	-0,05	-0,06	***0,62	1,00

*Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

**Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

***Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

5.Εμπειρική διερεύνηση της σχέσης leasing – δανεισμού στην Ελλάδα

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενες ενότητες, στα πλαίσια της εμπειρικής διερεύνησης της παρούσας εργασίας εξετάζεται κυρίως το θέμα της υποκατάστασης του leasing με τον δανεισμό. Συναφώς, επίσης, με τα διαλαμβανόμενα στην υποενότητα 3.1, τα μοντέλα που θα χρησιμοποιηθούν για το έλεγχο της υπόψη σχέσης στην ελληνική αγορά είναι τα κάτωθι:

$$1A. \quad LR = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(LIQ) + \beta_3(\ln(SZ)) + \beta_4(TR) + \varepsilon$$

$$2A. \quad LR = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(LIQ) + \beta_3(\ln(SZ)) + \beta_4(TR) + \beta_5(PROF) + \beta_6(TAGROW) + \beta_7(FAPROP) + \varepsilon$$

Σ' αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι, τόσο οι Ang & Peterson (1984), όσο και οι Adedeji & Stapleton (1996) βασιζόμενοι στο επιχείρημα ότι το ποσοστό των εταιρειών του δείγματός τους που εμφάνιζαν μηδενικές υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις ήταν πολύ μεγάλο (45% και 44% αντίστοιχα), υποστήριξαν αφενός μεν ότι η OLS παλινδρόμηση δεν θα έδινε ορθά αποτελέσματα, αφετέρου δε ότι η πιο κατάλληλη μέθοδος για την αντιμετώπιση αυτού του ζητήματος ήταν η ανάλυση με παλινδρόμηση Tobit. Ωστόσο, οι Beattie et al. (2000), παρόλο που στην αρχή εφαρμόσαν Tobit παλινδρόμηση σε όλο το δείγμα, στο τέλος εφαρμόζοντας παλινδρόμηση OLS στο περιορισμένο δείγμα μόνο των εταιρειών εκείνων που εμφάνιζαν υποχρεώσεις από leasing κατέληξαν στα ίδια σχεδόν συμπεράσματα με αυτά που έδινε η OLS παλινδρόμηση.

Ακολουθώντας, λοιπόν, την πρακτική των παραπάνω ερευνών όπου οι εταιρείες που δεν εμφάνιζαν καθόλου υποχρεώσεις από leasing συνιστούσαν μεγάλο μέρος (44-45%) του συνολικού δείγματος και συνυπολογίζοντας παράλληλα το γεγονός ότι στο δείγμα που επιλέχθηκε στα πλαίσια της παρούσας εργασίας το αντίστοιχο ποσοστό εταιρειών ανέρχεται σε 33%, προτιμήθηκε η παλινδρόμηση Tobit για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων, ενώ αποτελέσματα εξήχθησαν πληροφοριακά επίσης και με OLS παλινδρόμηση (δεν παρατίθενται), τα οποία αναφέρονται κατά περίπτωση παρακάτω. Σε κάθε περίπτωση, ωστόσο, όπου αναφέρεται η εφαρμογή των παλινδρομήσεων στα υπο-δείγματα (sub-sample of leasing firms) που συγκροτούνταν από τις εταιρείες εκείνες που εμφάνιζαν υποχρεώσεις leasing στις οικονομικές τους καταστάσεις, τα αποτελέσματα εξήχθησαν με OLS παλινδρόμηση.

Επιπροσθέτως, αναφέρεται ότι για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα Stata 12, όσον αφορά στα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων Tobit, ενώ τα αντίστοιχα αποτελέσματα που αναφέρονται από την OLS ανάλυση προήλθαν από το πρόγραμμα e-Views 7.

5.1 Η εφαρμογή του μοντέλου παλινδρόμησης 1A

5.1.1 Αποτελέσματα

Τρέχοντας την παλινδρόμηση 1A, όπως αυτό παρουσιάζεται ανωτέρω, λαμβάνουμε τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

1A -Tobit Regression

```

Number of obs   =          156
F(   4,    152) =          7.42
Prob > F        =          0.0000
Pseudo R2       =         -0.0392

Log pseudolikelihood = 161.12503

```

lr	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dr	-.0763085	.0269353	-2.83	0.005	-.1295245	-.0230925
liq	-.0030183	.0073098	-0.41	0.680	-.0174603	.0114237
lnsize	-.000536	.0020022	-0.27	0.789	-.0044918	.0034198
tr	.0001319	.0001257	1.05	0.295	-.0001164	.0003802
_cons	.0383719	.0294805	1.30	0.195	-.0198726	.0966163
/sigma	.0347143	.0036062			.0275896	.041839

Τα κυριότερα συμπεράσματα από την μελέτη του ανωτέρω πίνακα, εντοπίζονται στα κάτωθι:

- Το πρώτο ουσιαστικό συμπέρασμα που συνάγεται από τα παραπάνω αποτελέσματα, είναι η αρνητική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% σχέση που συνδέει τους δείκτες leasing (LR) και δανεισμού (DR), οδηγώντας με σαφήνεια στο συμπέρασμα ότι για την περίπτωση της χώρας μας η σχέση μεταξύ των δύο υπό εξέταση μέσω χρηματοδότησης είναι σχέση υποκατάστατων παρά συμπληρωματικών. Επισημαίνεται δε, ότι και η OLS παλινδρόμηση οδήγησε ακριβώς στο ίδιο αποτέλεσμα.

- Παρατηρώντας την τιμή F-Statistic μπορούμε να πούμε ότι το μοντέλο συνολικά μπορεί να θεωρηθεί στατιστικά σημαντικό.

- Επίσης, προκύπτει ότι το φορολογικό καθεστώς (TR), συναφώς και με τα αποτελέσματα των Finucane (1988) και Beattie et al. (2000), εμφανίζεται να έχει θετική συσχέτιση αλλά στατιστικά ασήμαντη με τον δείκτη δανεισμού (LR), ενώ σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των Drury & Braund (1990) και Adedeji & Stapleton (1996) η ρευστότητα (LIQ) στην περίπτωσή μας δεν φαίνεται να έχει στατιστικά σημαντική σχέση με τον υπόψη δείκτη, διατηρώντας ωστόσο το αρνητικό πρόσημο όπως προβλέπουν και οι υπόψη έρευνες.

- Τέλος, παρόλο που όταν εφαρμόζουμε την Tobit ανάλυση το μέγεθος της εταιρείας (lnSIZE) δεν συμπεριλαμβάνεται στους στατιστικά σημαντικούς παράγοντες για το leasing, παρατηρούμε ότι είναι αρνητικά συσχετισμένος με το δείκτη leasing συναφώς και με τη σχετική αρθρογραφία¹⁵, ενώ όταν εφαρμόζεται η OLS παλινδρόμηση είναι και στατιστικά σημαντικός παράγοντας σε επίπεδο σημαντικότητας 5%¹⁶. Από τα προαναφερθέντα, δεν προκύπτει με ασφάλεια το γεγονός ότι οι μικρότερες εταιρείες, οι οποίες άλλωστε χαρακτηρίζονται από πιο δύσκολη πρόσβαση στο δανεισμό, προσφεύγουν με μεγαλύτερη ευκολία στο leasing για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους, ωστόσο απορρέουν από τα αποτελέσματα ενδείξεις για την αρνητική συσχέτιση των υπόψη παραμέτρων, συναφώς και με την πρόσφατη ευρωπαϊκή εμπειρία όπως αποτυπώνεται στη σχετική έρευνα της Leaseurope για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις¹⁷.

5.1.2 Τεστ ευαισθησίας (Robustness tests)

Για τον έλεγχο της ευαισθησίας του ανωτέρω μοντέλου σε διάφορες υποθέσεις και ισχυρισμούς που προκάλεσαν την περιέργεια του συγγραφέως, διενεργήθηκαν μια σειρά από τεστ ευαισθησίας, τα αποτελέσματα των οποίων παρατίθενται σύντομα παρακάτω.

Πρωτίστως, παρατίθενται εκείνα τα τεστ ευαισθησίας τα οποία δεν αφορούν μόνο στο συγκεκριμένο υπόδειγμα, αλλά αφορούν γενικά στους ελέγχους όλων των υποδειγμάτων που αναλύονται στην παρούσα εργασία. Επομένως έχουμε:

- Αφαιρέθηκαν οι ακραίες τιμές (outliers) από το δείγμα, ωστόσο οι αλλαγές που παρατηρήθηκαν αφορούσαν σε μικρής έκτασης αλλαγή στα πρόσημα ορισμένων μεταβλητών οι οποίες όμως τόσο πριν, όσο και μετά την αφαίρεση των τιμών αυτών

¹⁵ Βλ. Erickson (1993), Sharpe & Nguyen (1995), Lasfer & Levis (1998) Beattie et al. (2000) και Eisfeldt & Rampini (2009)

¹⁶ Όπως θα αναφερθεί και παρακάτω, κατά την εφαρμογή της παλινδρόμησης στο επιμέρους δείγμα των εταιρειών που εμφανίζουν υποχρεώσεις από leasing (leasing sub-sample) το μέγεθος καθίσταται στατιστικά σημαντική αρνητική παράμετρος

¹⁷ OXFORD ECONOMICS, “The use of Leasing Amongst European SMEs”, November 2011

εξακολουθούσαν να είναι στατιστικά ασήμαντες. Επίσης, όπως ήταν λογικό παρατηρήθηκε η ελαφρά αύξηση των συντελεστών προσαρμογής (R^2) των υποδειγμάτων. Βασιζόμενοι, λοιπόν, στους λόγους που αναφέρονται εδώ, προτιμήθηκε τελικά η συμμετοχή των outliers στο δείγμα.

- Συναφώς με τα διαλαμβανόμενα στην ενότητα 3.1, αναφέρεται ότι όλες οι παλινδρομήσεις έτρεξαν με τη συμπερίληψη της μεταβλητής P/E ratio στα μοντέλα, ωστόσο αποδείχτηκε ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή ήταν στατιστικά ασήμαντη, ενώ η αφαίρεσή της δεν άλλαζε σημαντικά τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, με εξαίρεση μικρής έκτασης (από πλευράς αριθμού μεταβλητών) αλλαγές προσήμων σε στατιστικά μη σημαντικές μεταβλητές και γενικά την μη αξιοσημείωτη μείωση των συντελεστών προσαρμογής (goodness of fit) των υποδειγμάτων (R^2). Υπενθυμίζεται ότι αυτό, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η συμμετοχή της υπόψη μεταβλητής στερούσε από την έρευνα ένα πολύ μεγάλο κομμάτι του δείγματος (περίπου 42%), οδήγησε στην απόφαση για την αφαίρεσή της από τα αρχικά μοντέλα.

- Ενώ οι Adedeji & Stapleton (1996) ορίζουν ως μεταβλητή μέτρησης της κερδοφορίας (PROF) τον δείκτη : EBIT/Capital Employed, στην παρούσα χρησιμοποιήθηκε για τη σχετική μέτρηση ο δείκτης ROE (Return On Equity), ωστόσο καμία αλλαγή δεν παρατηρήθηκε όσον αφορά στην κατεύθυνση και τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων.

Περαιτέρω, ειδικά για το υπόδειγμα 1A, κρίθηκε σκόπιμο να τρέξει η παλινδρόμηση για το επιμέρους δείγμα το οποίο συγκροτούνταν από τις εταιρείες εκείνες που αναφέρουν υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης την υπό διερεύνηση περίοδο (sub-sample of leasing firms), τα αποτελέσματα της οποίας παρατίθενται παρακάτω, κατ' αναλογία της πρακτικής που ακολούθησαν αρκετοί ερευνητές μέχρι σήμερα, όπως οι Adedeji & Stapleton (1996) και Beattie et al. (2000). Ωστόσο, ενώ στις προαναφερθείσες έρευνες τα εν λόγω αποτελέσματα ενίσχυαν την υπόθεση της υποκατάστασης στην περίπτωση μας παρατηρείται από τη μια μεριά ότι η σχέση leasing – δανεισμού αφενός παραμένει αρνητική, από την άλλη όμως ο συντελεστής (DR) καθίσταται στατιστικά ασήμαντος (t-stat=-1,1920). Κατ' αντιστοιχία με τη σχετική παρατήρηση (σελ. 78) των Adedeji & Stapleton (1996), σύμφωνα με την οποία η θετική σχέση μεταξύ leasing και δανεισμού μετατράπηκε σε στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση, με πιθανή αιτιολογία την υψηλή συμμετοχή (44%) στο δείγμα εταιρειών που εμφάνιζαν μηδενικό leasing και είχαν επίσης χαμηλά επίπεδα δανεισμού, στην περίπτωση που εξετάζεται εδώ συμβαίνει το

αντίθετο καθώς οι εταιρείες που εμφανίζουν μηδενικές υποχρεώσεις από leasing εμφανίζουν υψηλά επίπεδα δανεισμού, με αποτέλεσμα όταν αφαιρούνται από το δείγμα να αποδυναμώνεται η υπόθεση της αρνητικής συσχέτισης των εν λόγω μεταβλητών. Επιπροσθέτως, παρατηρείται ότι για το συγκεκριμένο υπο-δείγμα η μεταβλητή του μεγέθους (lnSize) καθίσταται στατιστικά σημαντική παράμετρος με αρνητικό, όπως και πριν (full sample), πρόσημο.

1A -OLS Regression (Leasing sub-sample)

Dependent Variable: LR

Method: Least Squares

Sample: 1 105

Included observations: 105

LR=C(1)+C(2)*DR+C(3)*LIQ+C(4)*LNSIZE+C(5)*TR+ε

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.130509	0.026472	4.930129	0.0000
C(2)	-0.025249	0.021182	-1.192042	0.2361
C(3)	0.006053	0.005467	1.107201	0.2709
C(4)	-0.008866	0.002094	-4.234004	0.0001
C(5)	-5.39E-05	0.000381	-0.141500	0.8878
R-squared	0.171820	Mean dependent var		0.024316
Adjusted R-squared	0.138693	S.D. dependent var		0.029530
S.E. of regression	0.027406	Akaike info criterion		-4.309679
Sum squared resid	0.075108	Schwarz criterion		-4.183300
Log likelihood	231.2581	Hannan-Quinn criter.		-4.258468
F-statistic	5.186680	Durbin-Watson stat		2.129884
Prob(F-statistic)	0.000773			

Τέλος, οι Adedeji & Stapleton (1996) (σελ. 75-76) αναφέρουν χωρίς να δικαιολογούν με κάποιο τρόπο, ότι όσον αφορά στο δείγμα προβαίνουν στις παρακάτω "προσαρμογές":

- Οι τιμές του φορολογικού συντελεστή (TR) που είναι αρνητικές, αντικαθίστώνται με το μηδέν.
- Όπου παρατηρείται τιμή της μεταβλητής (PE) αρνητική ή μεγαλύτερη από εκατό (100), αντικαθίσταται με το εκατό (100).

Παρόλο που οι υπόψη προσαρμογές του δείγματος φαίνονται κάπως αυθαίρετες, προσαρμόστηκε και το παρόν δείγμα ως περιγράφεται ανωτέρω, ωστόσο οι αλλαγές που επήλθαν στα αποτελέσματα ήταν ήσσονος σημασίας.

5.2 Η εφαρμογή του μοντέλου παλινδρόμησης 2Α

5.2.1 Αποτελέσματα

Στη συνέχεια, από την παλινδρόμηση 2Α όπως αυτή παρουσιάζεται ανωτέρω, προκύπτουν τα αποτελέσματα που εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

2Α -Tobit Regression

```
Log pseudolikelihood = 160.96812
```

Number of obs	=	155
F(7, 148)	=	5.28
Prob > F	=	0.0000
Pseudo R2	=	-0.0538

lr	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dr	-.0788101	.0286839	-2.75	0.007	-.135493	-.0221273
liq	-.0018127	.0071917	-0.25	0.801	-.0160244	.012399
lnsize	-.0005239	.0023595	-0.22	0.825	-.0051866	.0041389
tr	.0000728	.0002203	0.33	0.742	-.0003626	.0005082
prof	-8.63e-07	.0000969	-0.01	0.993	-.0001924	.0001907
tagrow	-.0005212	.021431	-0.02	0.981	-.0428714	.0418291
faprop	-.0265999	.0173075	-1.54	0.126	-.0608017	.0076018
_cons	.0455779	.0332656	1.37	0.173	-.020159	.1113148
/sigma	.0342445	.0034894			.027349	.0411401

Από την μελέτη του ανωτέρω πίνακα, παρατηρούνται κυρίως τα εξής:

- Το πρώτο ουσιαστικό συμπέρασμα που συνάγεται από τα παραπάνω αποτελέσματα, είναι και πάλι η αρνητική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% σχέση που συνδέει τους δείκτες leasing (LR) και δανεισμού (DR), οδηγώντας με σαφήνεια στο συμπέρασμα ότι για την περίπτωση της χώρας μας η σχέση μεταξύ των δύο υπό εξέταση μέσω χρηματοδότησης είναι σχέση υποκατάστατων παρά συμπληρωματικών (στο ίδιο αποτέλεσμα οδηγεί και η OLS παλινδρόμηση).

- Παρατηρώντας την τιμή F-Statistic του υποδείγματος μπορούμε να ισχυριστούμε με ασφάλεια ότι και το μοντέλο αυτό συνολικά μπορεί να θεωρηθεί στατιστικά σημαντικό.

- Τα ευρήματα που αφορούν στο φορολογικό καθεστώς (TR), την ρευστότητα (LIQ) και το μέγεθος (lnSIZE) παραμένουν ακριβώς τα ίδια με την ανάλυση που προηγήθηκε για το μοντέλο 1Α, πρόκειται δηλαδή για στατιστικά μη σημαντικές μεταβλητές με την πρώτη να σχετίζεται θετικά με τον δείκτη leasing και τις επόμενες δύο αρνητικά.

- Επίσης, τόσο η κερδοφορία (PROF),όσο και η ανάπτυξη (TAGROW), η οποία προσεγγίζεται από την αύξηση του συνολικού Ενεργητικού, εμφανίζουν γενικά αρνητική

και ταυτόχρονα στατιστικά μη σημαντική σχέση με τον δείκτη leasing, συναφώς εν μέρει με τα αποτελέσματα των Beattie et al. (2000) για την πρώτη μεταβλητή, σε αντίθεση όμως με αυτά για την δεύτερη.

- Τέλος, συναφώς με τους προαναφερθέντες ερευνητές αλλά και τους Deloof & Verschueren (1999), η διάρθρωση του Ενεργητικού των εταιρειών (FAPROP-Asset structure), όπως προσδιορίζεται από την συμμετοχή των παγίων στο σύνολο αυτού, εμφανίζεται να έχει αρνητική πλην όμως οριακά στατιστικά ασήμαντη σχέση με τον δείκτη leasing (LR), γεγονός που εν μέρει συνάδει με την άποψη που διατυπώνουν οι Beattie et al. (2000), σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες που έχουν περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγυήσεις/υποθήκες είναι πιο πιθανό να καταφύγουν σε δανεισμό, δεδομένου ότι και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από την πλευρά τους θα είναι πιο πρόθυμα να τις δανείσουν αφού θα «διασφαλίζουν» με τις υποθήκες τα δάνειά τους¹⁸.

5.2.2 Τεστ ευαισθησίας (Robustness tests)

Πέρα από τα τεστ ευαισθησίας που αφορούν όλα τα υποδείγματα και περιγράφηκαν στην υποενότητα 5.1.3, ειδικά για το συγκεκριμένο μοντέλο διερευνήθηκε η συσχέτιση των μεταβλητών και για την περίπτωση εκείνη του επιμέρους δείγματος των εταιρειών που εμφάνιζαν υποχρεώσεις από συμβάσεις leasing στις οικονομικές τους καταστάσεις, κατ'αντιστοιχία με ότι έγινε για το προηγούμενο μοντέλο, λαμβάνοντας τα παρακάτω αποτελέσματα.

2A -OLS Regression (Leasing sub-sample)

Dependent Variable: LR

Method: Least Squares

Sample: 1 105

Included observations: 104

LR=C(1)+C(2)*DR+C(3)*LIQ+C(4)*LNSIZE+C(5)*TR+C(6)*PROF+C(7)
*TAGROW+C(8)*FAPROP

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.140745	0.028617	4.918313	0.0000
C(2)	-0.022212	0.022202	-1.000469	0.3196
C(3)	0.007104	0.005562	1.277235	0.2046
C(4)	-0.009032	0.002317	-3.898422	0.0002
C(5)	-0.000136	0.000404	-0.337765	0.7363
C(6)	5.06E-05	7.18E-05	0.704539	0.4828
C(7)	0.003397	0.017074	0.198956	0.8427
C(8)	-0.033149	0.015010	-2.208466	0.0296

¹⁸ Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της OLS η συγκεκριμένη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική

R-squared	0.218318	Mean dependent var	0.024325
Adjusted R-squared	0.161320	S.D. dependent var	0.029673
S.E. of regression	0.027174	Akaike info criterion	-4.299293
Sum squared resid	0.070890	Schwarz criterion	-4.095878
Log likelihood	231.5632	Hannan-Quinn criter.	-4.216884
F-statistic	3.830287	Durbin-Watson stat	2.181091
Prob(F-statistic)	0.001032		

Εξακολουθεί, όπως φαίνεται ανωτέρω, και σ' αυτήν την περίπτωση να ισχύει το γεγονός, ότι ενώ από τα αποτελέσματα του εν λόγω υπο-δείγματος θα περιμέναμε να ενισχυθεί η υπόθεση της υποκατάστασης, εν προκειμένω παρατηρείται από τη μια μεριά ότι η σχέση leasing – δανεισμού αφενός παραμένει αρνητική, από την άλλη όμως ο συντελεστής (DR) καθίσταται στατιστικά ασήμαντος (t-stat=-1,0004). Κατά τα υπόλοιπα, η διαφορά έγκειται στην ενίσχυση της στατιστικά σημαντικής και αρνητικής σχέσης που συνδέει τον δείκτη leasing (LR) με το μέγεθος (lnSIZE), συναφώς με τα αποτελέσματα ερευνητών όπως των Erickson (1993), Sharpe & Nguyen (1995) και Lasfer & Levis (1998), καθώς και με την συμμετοχή των παγίων στο σύνολο του Ενεργητικού (FAPROP), όπως περιγράφεται ανωτέρω (Deloof & Verschueren (1999) και Beattie et al. (2000)).

6.Εμπειρική διερεύνηση της σχέσης leasing με αποδόσεις και υπεραποδόσεις εταιρειών για την περίπτωση της Ελλάδας

Στην υποενότητα αυτή, όπως έχει προαναφερθεί, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της δεύτερης έρευνας που διενεργήθηκε, όπου εξετάζεται στα πλαίσια της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς αν υφίσταται σχέση μεταξύ των αποδόσεων και υπεραποδόσεων των εταιρειών με άλλους παράγοντες, μεταξύ των οποίων ένας αφορά στη χρήση leasing από τις υπόψη εταιρείες.

Πρόκειται, δηλαδή, για μια προσπάθεια συνδυασμού μεταβλητών οι συσχετισμοί των οποίων θα μπορέσουν να οδηγήσουν στη δημιουργία οικονομετρικών μοντέλων ικανών να δώσουν μια εικόνα της κατεύθυνσης προς την οποία πιθανολογείται η κίνηση μιας εξαρτημένης μεταβλητής (στην προκειμένη περίπτωση της απόδοσης της μετοχής (SR) ή της υπεραπόδοσης (AR) αυτής) ανάλογα με τις κινήσεις διαφόρων ανεξάρτητων μεταβλητών.

Εν συντομία, αναφέρεται ότι σύμφωνα με την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (efficient market hypothesis), η οποία αποτελεί τη βάση της σύγχρονης Χρηματοοικονομικής Θεωρίας, δεν μπορούν να πραγματοποιηθούν προβλέψεις των αποδόσεων των μετοχών και επομένως να επιτευχθούν υπερκανονικά κέρδη. Συναφώς, ο Fama (1970) υποστηρίζει ότι υπάρχουν τρεις μορφές αποτελεσματικότητας της αγοράς:

- Η ασθενής μορφή, όπου οι τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως τις τιμές των αξιογράφων.
- Η ημι-ισχυρή μορφή, όπου οι τιμές αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τις ιστορικές τιμές των αξιογράφων, αλλά και όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες.
- Η ισχυρή μορφή, στην οποία οι τιμές ενσωματώνουν ακόμη και την ιδιωτική πληροφόρηση.

Συναφώς, με τα διαλαμβανόμενα στην ενότητα 3, τα μοντέλα στα οποία θα καταφύγουμε για την εμπειρική διερεύνηση των ανωτέρω παρουσιάζονται παρακάτω:

$$1B. \quad SR = \beta_0 + \beta_1(EPS) + \beta_2(BV) + \beta_3(LR) + \varepsilon$$

$$2B. \quad SR = \beta_0 + \beta_1(LR) + \beta_2(LIQ) + \beta_3(\ln(SZ)) + \beta_4(TR) + \beta_5(PROF) + \beta_6(TAGROW) +$$

$$+\beta_7(FAPROP)+\varepsilon$$

$$3B. \quad AR=\beta_0+\beta_1(EPS)+\beta_2(BV)+\beta_3(LR)+\varepsilon$$

$$4B. \quad AR=\beta_0+\beta_1(LR)+\beta_2(LIQ)+\beta_3(\ln(SZ))+\beta_4(TR)+\beta_5(PROF)+\beta_6(TAGROW)+\beta_7(FAPROP)+\varepsilon$$

Δεδομένου ότι, όπως παρατηρείται ανωτέρω, ο δείκτης leasing (LR) παύει να αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή και ως εκ τούτου δεν δημιουργείται πρόβλημα από το υψηλό ποσοστό των εταιρειών (33%) που δεν εμφανίζουν υποχρεώσεις από leasing στις οικονομικές τους καταστάσεις, η εξαγωγή των αποτελεσμάτων διενεργείται με τη βοήθεια της OLS παλινδρόμησης και του προγράμματος e-Views 7.

6.1 Η εφαρμογή του μοντέλου παλινδρόμησης 1B

Τα αποτελέσματα που μας δίνει το πρόγραμμα e-Views για την συγκεκριμένη παλινδρόμηση αποτυπώνονται στον παρακάτω πίνακα:

1B -OLS Regression

Dependent Variable: SR

Method: Least Squares

Sample: 1 156

Included observations: 156

SR=C(1)+C(2)*EPS+C(3)*BV_SHARE+C(4)*LR+ε

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.082244	0.076155	1.079965	0.2819
C(2)	0.152503	0.113628	1.342132	0.1816
C(3)	-0.020528	0.015077	-1.361555	0.1754
C(4)	-1.570791	1.853431	-0.847505	0.3980
R-squared	0.018271	Mean dependent var		0.016296
Adjusted R-squared	-0.001105	S.D. dependent var		0.612856
S.E. of regression	0.613195	Akaike info criterion		1.885038
Sum squared resid	57.15319	Schwarz criterion		1.963240
Log likelihood	-143.0330	Hannan-Quinn criter.		1.916800
F-statistic	0.942975	Durbin-Watson stat		1.307661
Prob(F-statistic)	0.421512			

Παρατηρώντας τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της παλινδρόμησης, όπως για παράδειγμα το R² και το F-statistic, συνάγεται μεταξύ άλλων το συμπέρασμα ότι το υπόδειγμα στο σύνολό του είναι στατιστικά μη σημαντικό και έχει μηδενική επεξηγηματική ικανότητα, με

όλες τις μεταβλητές να είναι στατιστικά μη σημαντικά συσχετισμένες με τις αποδόσεις της μετοχής.

Επιπροσθέτως, σε τεστ ευαισθησίας που διενεργήθηκε τρέχοντας την εν λόγω παλινδρόμηση μόνο για το επιμέρους δείγμα των εταιρειών που εμφάνιζαν υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, τα αποτελέσματα ήταν σχεδόν πανομοιότυπα.

6.2 Η εφαρμογή του μοντέλου παλινδρόμησης 2B

Τρέχοντας την υπόψη παλινδρόμηση με το πρόγραμμα e-Views εξάγονται τα αποτελέσματα του παρακάτω πίνακα:

2B -OLS Regression

Dependent Variable: SR

Method: Least Squares

Sample: 1 156

Included observations: 155

SR=C(1)+C(2)*LR+C(3)*LIQ+C(4)*LNSIZE+C(5)*TR+C(6)*PROF+C(7)
*TAGROW+C(8)*FAPROP+ε

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.355241	0.483459	0.734791	0.4636
C(2)	-1.374218	1.824335	-0.753271	0.4525
C(3)	0.193901	0.084101	2.305568	0.0225
C(4)	-0.069511	0.039010	-1.781903	0.0768
C(5)	0.008320	0.008542	0.974080	0.3316
C(6)	0.002039	0.001493	1.365400	0.1742
C(7)	0.625968	0.325320	1.924163	0.0563
C(8)	0.525058	0.278136	1.887773	0.0610
R-squared	0.127914	Mean dependent var		0.020272
Adjusted R-squared	0.086386	S.D. dependent var		0.612821
S.E. of regression	0.585753	Akaike info criterion		1.818398
Sum squared resid	50.43674	Schwarz criterion		1.975478
Log likelihood	-132.9258	Hannan-Quinn criter.		1.882200
F-statistic	3.080201	Durbin-Watson stat		1.269317
Prob(F-statistic)	0.004664			

Από τον πίνακα αυτόν δεν προκύπτει στατιστικά σημαντικά σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών και των αποφάσεων των διοικήσεων για χρηματοδότηση μέσω leasing. Ωστόσο, φαίνεται ότι εταιρείες με μεγαλύτερη ρευστότητα (LIQ), μεγαλύτερη ανάπτυξη όπως αυτή αποτυπώνεται στην αύξηση του Ενεργητικού τους (TAGROW) και μεγαλύτερη συμμετοχή των παγίων στο Ενεργητικό τους (FAPROP) εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις, ενώ το μοντέλο μπορεί να θεωρηθεί στατιστικά σημαντικό.

Τέλος, σε αντίστοιχο, ως προηγούμενη περίπτωση, τεστ ευαισθησίας που διενεργήθηκε τρέχοντας την εν λόγω παλινδρόμηση μόνο για το επιμέρους δείγμα των εταιρειών που εμφάνιζαν υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, η διαφορά περιοριζόταν στη μη στατιστική σημαντικότητα της μεταβλητής που αφορά στην διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων (FAPROP).

6.3 Η εφαρμογή του μοντέλου παλινδρόμησης 3B

Τα αποτελέσματα της υπόψη παλινδρόμησης φαίνονται στον πίνακα που παρατίθεται παρακάτω:

3B -OLS Regression

Dependent Variable: AR

Method: Least Squares

Sample: 1 156

Included observations: 156

AR=C(1)+C(2)*EPS+C(3)*BV_SHARE+C(4)*LR+ε

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.073602	0.060176	1.223112	0.2232
C(2)	0.112555	0.089787	1.253576	0.2119
C(3)	-0.016535	0.011914	-1.387922	0.1672
C(4)	-0.700805	1.464558	-0.478509	0.6330
R-squared	0.015018	Mean dependent var		0.027085
Adjusted R-squared	-0.004423	S.D. dependent var		0.483471
S.E. of regression	0.484539	Akaike info criterion		1.414069
Sum squared resid	35.68627	Schwarz criterion		1.492271
Log likelihood	-106.2974	Hannan-Quinn criter.		1.445831
F-statistic	0.772492	Durbin-Watson stat		2.030196
Prob(F-statistic)	0.511081			

Τα αποτελέσματα της παρούσας παλινδρόμησης δεν διαφέρουν σχεδόν σε τίποτα από τα διαλαμβανόμενα στην υποενότητα 6.1, τα οποία αφορούν στην παλινδρόμηση 1B, παρουσιάζοντας πολύ χαμηλά ποιοτικά χαρακτηριστικά για το μοντέλο στο σύνολό του, ενώ ταυτόχρονα το σύνολο των μεταβλητών είναι στατιστικά ασήμαντες σε σχέση με τις υπεραποδόσεις (ή υπερκανονικές αποδόσεις) που εμφανίζει μια μετοχή.

Επίσης, για ακόμη μια φορά το τεστ ευαισθησίας που διενεργήθηκε τρέχοντας την εν λόγω παλινδρόμηση μόνο για το επιμέρους δείγμα των εταιρειών που εμφάνιζαν υποχρεώσεις

από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, δεν επηρέασε στο ελάχιστο την κατεύθυνση και τη σημαντικότητα των αποτελεσμάτων..

6.4 Η εφαρμογή του μοντέλου παλινδρόμησης 4B

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται τα αποτελέσματα της τελευταίας παλινδρόμησης:

4B -OLS Regression

Dependent Variable: AR

Method: Least Squares

Sample: 1 156

Included observations: 155

AR=C(1)+C(2)*LR+C(3)*LIQ+C(4)*LNSIZE+C(5)*TR+C(6)*PROF+C(7)
*TAGROW+C(8)*FAPROP+ε

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.137205	0.386937	0.354592	0.7234
C(2)	-0.709233	1.460109	-0.485740	0.6279
C(3)	0.195967	0.067310	2.911397	0.0042
C(4)	-0.042316	0.031221	-1.355335	0.1774
C(5)	-0.000617	0.006836	-0.090188	0.9283
C(6)	0.001401	0.001195	1.171793	0.2432
C(7)	0.323042	0.260370	1.240704	0.2167
C(8)	0.268138	0.222607	1.204535	0.2303
R-squared	0.105338	Mean dependent var		0.029299
Adjusted R-squared	0.062735	S.D. dependent var		0.484244
S.E. of regression	0.468809	Akaike info criterion		1.372989
Sum squared resid	32.30787	Schwarz criterion		1.530069
Log likelihood	-98.40662	Hannan-Quinn criter.		1.436791
F-statistic	2.472549	Durbin-Watson stat		1.965185
Prob(F-statistic)	0.019895			

Από τον υπόψη πίνακα δεν προκύπτει στατιστικά σημαντικά σχέση μεταξύ των υπερκανονικών αποδόσεων (υπεραποδόσεων) των μετοχών των εταιρειών και των αποφάσεων των διοικήσεων για χρηματοδότηση των επενδύσεων μέσω leasing. Ωστόσο, φαίνεται ότι εταιρείες με μεγαλύτερη ρευστότητα (LIQ) συνδέονται στατιστικά σημαντικά με πιθανές υπεραποδόσεις των μετοχών, ενδεχομένως διότι η μεγάλη ρευστότητα παρέχει την ευχέρεια στην εταιρεία για εκμετάλλευση ευκαιριών που αποδίδουν πέραν του κανονικού.

Επίσης, στο συναφές τεστ ευαισθησίας όσον αφορά στο μέρος εκείνο των εταιρειών του δείγματος που αναφέρει υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις, η μοναδική

διαφοροποίηση έγκειται στην μη σημαντικότητα της μοναδικής στατιστικά σημαντικής μεταβλητής, δηλαδή της ρευστότητας (LIQ).

6.5 Σύνοψη αποτελεσμάτων δεύτερης έρευνας

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα που περιγράφονται ανωτέρω και συναφώς με το γεγονός ότι το ενδιαφέρον της παρούσας εργασίας είναι προσανατολισμένο στο leasing, εκτιμάται ότι έχει βάση ο ισχυρισμός ότι η απόφαση των διοικήσεων των εταιρειών για χρηματοδότηση αγοράς εξοπλισμού, υπηρεσιών κλπ μέσω leasing δεν σχετίζεται στατιστικά σημαντικά με τις αποδόσεις και υπεραποδόσεις που ενδεχομένως εμφανίζουν οι μετοχές των υπόψη εταιρειών, επιβεβαιώνοντας σχετικά την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς.

Ωστόσο, φαίνεται πως υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση των υπερκανονικών αποδόσεων με την ρευστότητα που χαρακτηρίζει τις εταιρείες αυτές, όπως αναφέρεται και παραπάνω, ένεκα ίσως της ευχέρειας που προσπορίζει στις υπόψη εταιρείες η υψηλή ρευστότητα, να εκμεταλλεύονται δηλαδή αυτή την ρευστότητα για την επένδυση σε τομείς που αποφέρουν τελικά αυτές τις υπερκανονικές αποδόσεις.

7.Συμπεράσματα

Είναι γεγονός πως ειδικά στις μέρες μας που οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας, ενώ ταυτόχρονα βρίσκονται σε μια διαρκή διαδικασία αναζήτησης εναλλακτικών μεθόδων χρηματοδότησης χαμηλότερου κόστους, τόσο των επενδύσεων τους, όσο και των καθημερινών τους δραστηριοτήτων, εξέχοντα ρόλο διαδραματίζει το leasing. Το υπόψη, ωστόσο, μέσο χρηματοδότησης έχει αποτελέσει πολλές φορές αντικείμενο έρευνας της διεθνούς βιβλιογραφίας όχι μεμονωμένα, αλλά στα πλαίσια διερεύνησης της συνολικής πολιτικής κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών. Συναφώς, λοιπόν, με τα ανωτέρω, ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει τη σχέση που διέπει το leasing σε σχέση με τον συμβατικό δανεισμό.

Και ενώ η επικρατούσα στη χρηματοοικονομική θεωρία άποψη υποστηρίζει ότι τα δύο εν λόγω μέσα χρηματοδότησης είναι υποκατάστατα, ήτοι η αύξηση της χρήσης του ενός συνεπάγεται τη μείωση του άλλου, ο "γρίφος του leasing" (leasing puzzle) που εισήγαγαν στην δεκαετία του '80 οι Ang & Peterson προκάλεσε αναστάτωση, υποστηρίζοντας ότι η σχέση μεταξύ τους είναι μάλλον συμπληρωματική, παρά σχέση υποκατάστασης.

Στα πλαίσια της εν λόγω προσπάθειας διερεύνησης της υπόψη σχέσης, όσον αφορά στην ελληνική πραγματικότητα, χρησιμοποιήθηκαν σχετικά δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία εταιρειών του ΧΑΑ και συγκεκριμένα από τον κλάδο «Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών». Πέραν, ωστόσο, της παραπάνω σχέσης, εξετάζεται επίσης ο ρόλος που διαδραματίζουν αρκετές ακόμη μεταβλητές στην απόφαση μιας εταιρείας να προβεί σε σύναψη συμβολαίου leasing ή όχι, οι οποίες συνοψίζονται στις κάτωθι: *ρευστότητα, μέγεθος, φορολογικός συντελεστής, κερδοφορία, ανάπτυξη και διάρθρωση στοιχείων Ενεργητικού (συμμετοχή των παγίων στο σύνολο του Ενεργητικού)*.

Αναλύοντας τα δεδομένα με τη βοήθεια της ανάλυσης Tobit, προκύπτει ότι και για την περίπτωση της Ελλάδας η σχέση μεταξύ του leasing και του δανεισμού είναι σχέση υποκατάστατων παρά συμπληρωματικών χρηματοδοτικών μέσων, εν αντιθέσει με τα αποτελέσματα των Ang & Peterson (1984), συναφώς ωστόσο με τα αποτελέσματα δεκάδων άλλων ερευνών (Marston & Harris (1986), Erickson (1993), Adedeji & Stapleton (1996), Deloof & Verschueren (1999), Beattie et al. (2000) κλπ). Ωστόσο, η στατιστική σημαντικότητα της υπόψη σχέσης φαίνεται πως εξασθενεί, όταν η διερεύνηση περιορίζεται

στο επιμέρους εκείνο δείγμα που αποτελείται μόνο από εταιρείες που εμφανίζουν υποχρεώσεις από συμβάσεις leasing στις οικονομικές τους καταστάσεις (leasing sub-sample).

Από τους λοιπούς δε παράγοντες που αναφέρονται παραπάνω, προκύπτει σε συμφωνία με διεθνείς μελέτες αρνητική όμως όχι στατιστικά σημαντική σχέση της απόφασης για leasing με τη *ρευστότητα* (βλ. Drury & Braund (1990)), το *μέγεθος* (βλ. Ang & Peterson (1984) και Adedeji & Stapleton (1996)), την *κερδοφορία* (βλ. Beattie et al. (2000)), την *ανάπτυξη* (βλ. Beattie et al. (2000) και Deloof & Verschueren (1999)) και τη *διάρθρωση των στοιχείων του Ενεργητικού* (βλ. εν μέρει Beattie et al. (2000)), ενώ η *φορολογία* είναι η μοναδική παράμετρος που σχετίζεται θετικά με την παραπάνω απόφαση, ομοίως όμως με στατιστικά μη σημαντική σχέση (βλ. Ang & Peterson (1984), Finucane (1988) και Beattie et al. (2000)). Στην περίπτωση όμως εκείνη που εξετάζεται το επιμέρους δείγμα μόνο των εταιρειών που εμφανίζουν υποχρεώσεις από συμβάσεις leasing στις οικονομικές τους καταστάσεις, το *μέγεθος* όπως και η *διάρθρωση των στοιχείων του Ενεργητικού* εμφανίζεται να έχει στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση με την απόφαση για leasing (βλ. Beattie et al. (2000)).

Από τα τελευταία συμπεράσματα ουσιαστικά υποδηλώνεται ότι οι μικρότερες εταιρείες οι οποίες συνήθως χαρακτηρίζονται από πιο δύσκολη πρόσβαση στον δανεισμό προσφεύγουν περισσότερο στη λύση του leasing, ενώ οι εταιρείες εκείνες που τα πάγια στοιχεία τους συνιστούν μεγάλο κομμάτι του συνόλου του Ενεργητικού τους έχουν την δυνατότητα χρησιμοποιώντας αυτά τα στοιχεία ως εξασφαλίσεις στα δάνεια να καταφύγουν στη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού και όχι μέσω leasing.

Πέραν των ανωτέρω που αφορούν στη σχέση υποκατάστασης-συμπληρωματικότητας leasing-δανεισμού, διερευνήθηκε επιπροσθέτως αν η απόφαση για leasing, όπως και οι υπόλοιποι παράγοντες που αναφέρονται παραπάνω, σχετίζονται με τις *αποδόσεις* και *υπεραποδόσεις* (*υπερκανονικές αποδόσεις*) των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών, στα πλαίσια της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς. Προκύπτει, λοιπόν, από την υπόψη διερεύνηση ότι το leasing δεν σχετίζεται στατιστικά σημαντικά με τις προαναφερόμενες αποδόσεις, ενώ η επίδραση της *ρευστότητας*, της *ανάπτυξης* και της *διάρθρωσης των στοιχείων του Ενεργητικού* είναι θετική και στατιστικά σημαντική για τις *αποδόσεις* των μετοχών, σε αντίθεση με το *μέγεθος* που είναι στατιστικά σημαντική παράμετρος με

αντίθετο πρόσημο. Επιπροσθέτως, η μοναδική παράμετρος που εμφανίζεται να έχει στατιστικά σημαντική σχέση με τις *υπεραποδόσεις* των μετοχών των εταιρειών είναι η *ρευστότητα*, γεγονός που απορρέει ενδεχομένως από τις αυξημένες δυνατότητες που έχουν οι εταιρείες με πλεονάζουσα ρευστότητα να εκμεταλλευτούν περισσότερες ευκαιρίες στον επενδυτικό τομέα αποκομίζοντας και τις σχετικές *υπεραποδόσεις*.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

α/α	ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΕΙΣ
1a		$DR_{NL}=DR_L+\alpha LR_L \Rightarrow LR_L=-1/\alpha DR_L+1/\alpha C(x_1,x_2,\dots)$	DR _{NL} =Debt Ratio (Total Debt/BV Equity) of a firm which does not lease
			DR _L =Debt Ratio (Total Debt/BV Equity) of a firm which does lease
			LR _L =Lease Ratio (Leases/BV Equity) of a firm which does lease
			α =Debt-to-Lease displacement ratio
			C(x ₁ ,x ₂ ,...)=General function and x ₁ ,x ₂ ,...are a set of explanatory variables
1b	Ang & Peterson (1984)	$LR=\beta_0+\beta_1(DR)+\beta_2(OL)+\beta_3(SV)+\beta_4(RET)+\beta_5(PE)+\beta_6(SIZE)+\beta_7(LIQ)+\varepsilon$	LR=Lease Ratio=Leases/BV Equity
			DR=Total Debt/BV Equity
			OL=Operating Leverage=Regression slope of operating earnings on sales over the previous 10 years
			SV=Sales Variability=Coefficient of variation of sales over the previous 10 years
			RET=Profitability=Return on net fixed plant
			PE=Expected growth=P/E ratio
			SIZE=Size=Total year-end assets
			LIQ=Liquidity=Current ratio
2	Adedeji & Stapleton (1996)	$LR=\beta_0+\beta_1(DR)+\beta_2(PE)+\beta_3(LIQ)+\beta_4(\ln(SZ))+\beta_5(TR)+\varepsilon$	LR=(Capitalized value of finance lease & hire purchase) / (Total assets)
			DR=(long-term+short-term loans & overdrafts-(finance leases+hire purchase+short-term investments))/(Total assets)
			PE=Expected growth=P/E ratio=(share price,time t)/(earnings per share,year t)
			LIQ=Liquidity=(Current assets, year t) / (Current liabilities, year t)
			SZ=Size=Total assets, in £ million, year t
			TR=Tax rate= (tax charge, year t) / (profit before tax, year t)
3	Beattie-Goodacre-Thompson (2000)	$LR=\beta_0+\beta_1(DR)+\beta_2(PE)+\beta_3(LQ)+\beta_4(\ln(SZ))+\beta_5(TR)+\beta_6(PROF)+\beta_7(TAGROW)+\beta_8(FAPROP)+\varepsilon$	LR=Lease Ratio=(Capitalised value of finance leases + Hire purchase) / (Total Assets)
			DR=Debt Ratio=(Long term+short term loans+overdrafts-(finance leases+hire purchase+short term investments)) / (Total assets)
			PE=Price Earnings ratio=Share price / Earnings per share
			LQ=Liquidity=(Current assets) / (Current liabilities)
			SZ=Size=Total assets
			TR=Tax rate= (tax charge) / (profit before tax)
			PROF=Profitability= (Earnings before interests & tax (EBIT)) / (Capital employed)
			TAGROW=Total asset growth=Geometric mean growth in TA over 3 yr

FAPROP=Asset structure=(Fixed assets) / (Total assets)

α/α	ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΕΙΣ
4	Deloof-Lagaert-Verchueren (2007)	$LR_L = \beta_0 + \beta_1 DR_L + \sum_i b_{1+i} \text{control variable}_i$	$LR = (\text{Financial leases}) / (\text{Total assets})$
			$DR = (\text{Long-term non leasing debt}) / (\text{Total assets})$
			$\text{Profitability} = (\text{Income before taxes, interest expenses and extraordinary items}) / (\text{Total assets})$
			Variability=Standard deviation of profitability over the examined period
			Size=Natural logarithm of assets
			Total assets growth (as a proxy for investment opportunities)
			$(\text{Current assets}) / (\text{Total assets})$
			$(\text{Financial assets}) / (\text{Total assets})$
5	Dellof & Verchueren (1999)	$LR_L = \beta_0 + \beta_1 DR_L + \sum_i b_{1+i} \text{control variable}_i$	Όπως ανωτέρω, με τη διαφορά ότι αναλύουν περαιτέρω το DR, ως εξής:
			Long-term (LT) non-leasing debt
			Long-term (LT) financial debt - Banks
			Long-term (LT) financial debt - Other loans (intra group loans mainly)
			Other LT financial debt
			LT trade debt
			Other LT debt
6	Krishnan & Moyer (1994)	$LRA = \beta_0 + \beta_1 (\text{ASSETGROW}) + \beta_2 (\text{RETEARN}) + \beta_3 (\text{EBITDOVR}) + \beta_4 (\text{EBIT/TA}) + \beta_5 (\text{LDA}) + \beta_6 (\text{EBITVAR}) + \beta_7 (\text{MBRATIO}) + \beta_8 (\text{MINING}) + \beta_9 (\text{TRANSPOR}) + \beta_{10} (\text{RETAIL}) + \beta_{11} (\text{WHOLESALE}) + \beta_{12} (\text{SERVICES}) + \varepsilon$	$LRA = \text{Lease ratio} = (\text{Capitalized lease}) / (\text{Total assets})$
			$\text{ASSETGROW} = \text{Geometric mean 5-year growth rate in fixed assets}$
			$\text{RETEARN} = (\text{Retained earnings}) / (\text{Total assets})$
			$\text{EBITCOVR} = \text{EBIT} / (\text{Total interest charges})$
			$\text{EBIT/TA} = \text{EBIT} / (\text{Total assets})$
			$\text{LDA} = (\text{Long-term debt}) / (\text{Total assets})$
			$\text{EBITVAR} = \text{Coefficient of variation of EBIT over the previous 10 years}$
			$\text{MBRATIO} = \text{Market-to-book ratio, gear end XXXX}$
			$\text{MINING, TRANSPORTATION, RETAIL, WHOLESALE, SERVICES} = \text{a dummy variable equal to 1 if the firm is in that industry otherwise it is set equal to 0 (MANUFACTURING is the omitted class)}$

α/α	ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΕΙΣ
7	Sharpe & Nguyen (1995)	$\text{TLS} = \beta_0 + \beta_1(\text{No Divident}) + \beta_2(\text{EBITDA}/\text{SALES}) + \beta_3(\text{S\&P RATING}) + \beta_4(\text{TAX RATE}) + \beta_5(\text{Tax Loss CF}) + \beta_6(\text{Firm Size}) + \beta_7(\text{Age of PPE}) + \varepsilon$	<p>TLS=Total lease share-logistic transformation of the total lease share: $\text{TLS} = \log[\text{TLS}/(1-\text{TLS})]$) (Total Lease Share=Sum of Operating Lease share & Capital Lease share</p> <p>No dividend=Equals 1 if firm paid no dividend that year and 0 otherwise</p> <p>EBITDA=Earnings before interest, taxes, depreciation and rent expense</p> <p>S&P Rating=Indicator of firm's senior debt rating (omitted category being unrated firms)</p> <p>Tax rate=(Tax expense) / (Pre-tax income)</p> <p>Tax-loss CF=Equals 1 if firm had a positive tax-loss carry forward exceeding (not-exceeding) current year EBITDA</p> <p>Size=Natural logarithm of the number of employees</p> <p>Age PPE=Age of property, plant & equipment</p>
8	Erickson (1993)	$\alpha_i = \beta_0 + \beta_1 \text{MV}_i + \beta_2 \text{Z}_i + \beta_3 \tau_i + \beta_4 \text{I}_i + \beta_5 \text{NDTS}_i + \beta_6 \text{DR} + \varepsilon$	<p>α=Lease ratio [square root of (Total leases/(LTD+Leases)) or (Total leases/assets)]</p> <p>MV=Market value</p> <p>Z=Altman's Z-score</p> <p>τ=Equals 0 if no taxes paid, 1 if lessee paid taxes</p> <p>I=dummy variable for 2 digit SIC industry classification</p> <p>NDTS=(non-debt tax shield) / (Total assets)</p> <p>DR=Debt ratio= (Long term debt-capitalised leases) / (Total assets)</p>
9	Kang & Long (2001)	$\text{LRATIO} = \alpha + \beta_1 \text{RES} + \beta_2 \text{TRD} + \beta_3 \text{LTA} + \beta_4 \text{MIN} + \beta_5 \text{CON} + \beta_6 \text{TRAN} + \beta_7 \text{WHOL} + \beta_8 \text{RET} + \beta_9 \text{SER}$	<p>LRATIO=(Present value of noncancelable leases) / (Total fixed financing obligations)</p> <p>RES=Residuals from predicting fixed financing ratio</p> <p>TRD=Simulated marginal tax rate-current statutory tax rate</p> <p>LTA=Log total assets</p> <p>MIN, CON, TRAN, WHOL, RET, SET=Dummy variables for Mining, Construction, Transportation, Wholesale, Retail & Services</p>

α/α	ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΑΛΙΝΑΡΟΜΗΣΗΣ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΕΙΣ
10	Finucane (1988)	$LR = \beta_1(DR) + \beta_2(TAX) + \beta_3(SUBDR) + \beta_4(ITC) + \beta_5(RATING) + \beta_6(MORT) + \beta_7(LREST) + \beta_8(NBOND) + \varepsilon$	LR=Financial (capitalized) leases / BV Equity or BV of Total assets
			DR=(Total debt) / (Total Assets)
			TAX=(Total payments) / (Before-tax income)
			SUBDR= (Subordinated Debt) / (Total assets)
			ITC=Current investment tax credit level
			RATING=Proxy variable for Moody's bond rating
			MORT=Dummy variable equals 1 if the firm uses mortgage-secured notes or bonds, 0 otherwise
			LREST=Dummy variable equals 1 if leasing restrictions are present in the firm's indentures, 0 otherwise
			NBOND=Number of separate debt issues present in the capital
11	Ezzell & Vora (2001)	$L = \beta_0 + \beta_1(TAX) + \beta_2(DIVIDENT) + \beta_3(INTCVG) + \beta_4(TYPE) + \beta_5(TAX*TYPE) + \beta_6(DIVIDENT*TYPE) + \beta_7(INTCVG*TYPE) + \varepsilon$	L=Lessee common equity abnormal returns for the days -1 & 0
			TAX= (Taxes paid) / (Operating income)
			DIVIDENT=Dummy variable equals 0 if firm paid dividend previous year, 1 otherwise
			TYPE=Dummy variable that accounts for whether the observation is a direct lease (TYPE=1) or a Sale-and-Leaseback (TYPE=0)
12	Branson (1995)	$LR = \beta_0 + \beta_1(DR) + \beta_2(OLBETA) + \beta_3(CVSALES) + \beta_4(RET) + \beta_5(EP) + \beta_6(SIZE) + \beta_7(LIQ) + \varepsilon$	LR=Lease / Book or Market value of equity
			DR=Debt / Book or Market value of equity
			OLBETA=Slope coefficient from an OLS regression of operating earnings on sales for the preceding 10-year period
			CVSALES=Coefficient of variation of the immediately preceding 10-year sales series
			RET-Return on net PPE
			EP=The inverted price/earnings ratio
			SIZE=Book value of year-end total assets
			LIQ=Current ratio

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλιογραφία

- Brealy, R.A. and Myers, S.C., 1984, Principles of corporate Finance, McGraw-Hill, 541-565.
- Brealy, R.A. and Myers, S.C., 2003, Principles of corporate Finance, McGraw-Hill, 7th edition, 729-737
- Αποστολόπουλος Ι., 2005, Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως, Επανάδοση, Εκδ. Σταμούλη, 375-440
- Γκίκας Δ., 2008, Χρηματοοικονομική Λογιστική:IFRS, Γ' Έκδοση, Εκδ. Μπένου, 379-381

Αρθρογραφία

- Adedeji, A. and R.C. Stapleton, 1996, Leases debt and taxable capacity, Applied Financial Economics 6, 71-83.
- Ang, J. and P.P. Peterson, 1984, The leasing puzzle, Journal of Finance 39, 1055-1065.
- Bayless, M.E., and J.D. Diltz, 1986, An empirical study of debt displacement effects of leasing, Financial Management 15, 53–60.
- Beattie, V.A., K.Edwards and A.Goodacre, 1998, The impact of constructive operating lease capitalisation on key accounting ratios, Accounting and Business Research 28, 233-254.
- Beattie, V., A. Goodacre, and S. Thomson, 2000, Operating leases and the assessment of lease-debt substitutality, Journal of Banking and Finance 24, 427–470.
- Branson, B., 1995, An empirical re-examination of the leasing puzzle, Quarterly Journal of Business and Economics 34, 3-18
- DeAngelo, H. and R.Masulis, 1980, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, Journal of Financial Economics 8, 3-29.
- Deloof, M., and I. Verschuere, 1999, Are leases and debt substitutes? Evidence from Belgian firms, Financial Management 28, 165–188.
- Deloof, M., I. Lagaert, and I. Verschuere, 2007, Leases and debt: complements or substitutes? evidence from Belgian SMEs, Journal of Small Business Management 45, 491–500.
- Drury, C. and S. Braund, 1990, The leasing decision: A comparison of theory and practice, Accounting and Business Research 20, 179-191.
- Eisfeldt, A., and A. Rampini, 2009, Leasing, ability to repossess, and debt capacity, Review of Financial Studies 22, 1621–1657.
- Erickson, S., 1993, An empirical investigation of the cross sectional determinants of lease use, Journal of Economics and Finance 17, No 3, 17-28.
- Ezzell, J.R., and P.P. Vora, 2001, Leasing versus purchasing: direct evidence on a corporation's motivations for leasing and consequences of leasing, Quarterly Review of Economics and Finance 41, 33–47.
- Fama, E., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance 25, 383-417.
- Fama, E. and M.Jensen, 1983, Agency problems and residual claims, Journal of Law and Economics 26, 327-349.
- Finucane, T.J., 1988, Some empirical evidence on the use of financial leases, Journal of Financial Research, 321–333.

- Graham, J., M. Lemmon, and J. Schallheim, 1998, Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status, *Journal of Finance* 53, 131–162.
- Imhoff, E.A., R.C. Lipe and D.W. Wright, 1991, Operating leases: Impact of constructive capitalization, *Accounting Horizons* 5, 51-63.
- Kang, S. and M.Long, 2001, The fixed payment financing decision :To borrow or lease, *Review of Financial Economics* 10, 41-55.
- Krishnan, V.S., and R.C., Moyer, 1994, Bankruptcy costs and the financial leasing decision, *Financial Management*, 23, 31–42.
- Lasfer, M.A. and M.Levis, 1998, The determinants of the leasing decision of small and large companies, *European Financial Management* 4, No. 2, 159–184.
- Lewellen, W., M.Long and J.McConnell, 1976, Asset leasing in competitive capital markets, *Journal of Finance* 31, 787-798.,
- Lewis, C.M. and J.S. Schallheim, 1992, Are debt and leases substitutes?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 497-512.
- Lückerath – Rovers, M. and Bos, A. de., 2009,. An Extensive comparison of operating-lease capitalisation approaches and their unavoidable assumptions:Are further disclosures desirable?, Rotterdam: Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Marston, F. and R.S. Harris, 1988, Substitutability of leases and debt in corporate capital structures, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 3, 147-164.
- Mehran, H., R.A. Taggart and D. Yermack, 1997, CEO ownership, leasing and debt financing, Working Paper.
- Miller, M.H., and C.W. Upton, 1976, Leasing, buying, and the cost of capital services, *Journal of Finance* 31, 761–786.
- Mukherjee, T.K., 1991, A survey of corporate leasing analysis, *Financial Management* 20, 96–107.
- Myers, S., D. Dill, and A. Bautista, 1976, Valuation of financial lease contracts, *Journal of Finance* 31, 799–819.
- Myers, S.C., 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-176.
- Schallheim, J.S., R.E. Johnson, R.C. Lease, and J.J. McConnell, 1987, The Determinants of Yields on Financial Leasing Contracts, *Journal of Financial Economics* 19, 45–67.
- Schall, L.D., 1974, The lease or buy and asset acquisition decisions, *Journal of Finance* 29, 1203-1214
- Sharpe, S., and H.H. Nguyen, 1995, Capital market imperfections and the incentive to lease, *Journal of Financial Economics* 39, 271–294.
- Smith, C., and L.M. Wakeman, 1985, Determinants of corporate leasing policy, *Journal of Finance* 40, 895–908.
- Smith, C. and J.Warner, 1979, On financial contracting:An analysis of bonds covenants, *Journal of Financial Economics* 7, 117-161.
- Smith, C., and R.Watts, 1982, Incentive and tax effects of US executive compensation plans, *Australian Journal of Management* 7, 139-157.
- Wells, K. and R.Whitby, 2011, Evidence of motives and market reactions to sale and leasebacks, *Journal of Applied Finance* 2, 1-14.
- Yan, A., 2006, Leasing and debt financing: Substitutes or complements? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 709–731.

Ηλεκτρονικές Πηγές (Ιστότοποι)

- www.aglc.gr
- www.ase.gr
- www.kathimerini.gr
- www.leaseurope.gr