



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**The Effect Of Lease Data in Accounting Numbers (Empirical Evidence From
Greece)**

ΚΑΡΑΝΤΖΟΥΛΗΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ

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

Αθήνα

Σεπτέμβριος, 2005



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ



A standard linear barcode is positioned vertically on the left side of the page. It consists of vertical black bars of varying widths on a white background. Below the barcode, the number "0 000000 571449" is printed.



Εγκρίνουμε την εργασία του

ΚΑΡΑΝΤΖΟΥΛΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
σισ. 79855
Αρ.
ταξ.

ΝΕΟΦΥΤΟΥ ΕΥΡΥΔΙΚΗ

.....*θεοφύτος*.....

ΜΠΑΛΛΑΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ

.....



[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]



The Effect Of Lease Data In Accounting Numbers (Empirical Evidence from Greece)



Περιεχόμενα

Περιεχόμενα	3
Περίληψη	5
Πρόλογος	7
Κεφάλαιο 1: Θεωρητικό Υπόβαθρο	9
1.1 Γενικά	9
1.2 Ορισμοί	9
1.3 Κατηγοριοποίηση του leasing	12
1.4 Λογιστικοποίηση του leasing σύμφωνα με το IAS 17	13
1.4.1 Operating Leasing.....	13
1.4.2 Finance Leasing	14
1.5 Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο	15
1.6 Η Διεθνής Εμπειρία	17
Κεφάλαιο 2: Η έρευνα στην ελληνική αγορά	21
2.1 Η υπάρχουσα κατάσταση	21
2.2 Οι Υποθέσεις	22
Κεφάλαιο 3: Λογιστική Ανάλυση	27
3.1 Δεδομένα	27
3.2 Οι Αναμορφώσεις.....	29
3.2 Υπολογισμός Αριθμοδεικτών	37
3.3 Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας.....	38
Κεφάλαιο 4: Συσχέτιση με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις.....	41
4.1 Οι μεταβλητές	41
4.2 Η παλινδρόμηση	43
Κεφάλαιο 5: Συμπέρασμα	49
Αρθρογραφία - Βιβλιογραφία	53
Παράτημα	57





Περίληψη

Η παρούσα εργασία ασχολείται με την επίδραση του IAS 17 στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εισιγμένων εταιρειών. Η παγκόσμια αρθρογραφία έχει δείξει ότι η κεφαλαιοποίηση του leasing σύμφωνα με το IAS 17 (και γενικότερα με τη σύγχρονη αντίληψη που επικρατεί στη λογιστικοποίηση των μισθώσεων) οδηγεί σε μια σειρά από μεταβολές στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και στους αριθμοδείκτες που υπολογίζονται με βάση τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία. Εν τούτοις όμως από έρευνες έχει φανεί ότι αυτή η μεταβολή στους αριθμοδείκτες είναι ήδη γνωστή από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων και αντικατροπτίζεται ήδη στις χρηματιστηριακές αποδόσεις των μετοχών. Το ενδιαφέρον λοιπόν της συγκεκριμένης έρευνας είναι πρωτίστως να δείξει τις μεταβολές που θα επιφέρει στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ελληνικών επιχειρήσεων και εν συνεχείᾳ να βρει αν η ελληνική κεφαλαιαγορά έχει προεξοφλήσει τις αλλαγές αυτές στις αποδόσεις των μετοχών.

Η έρευνα έγινε το χρονικό διάστημα Ιουλίου – Σεπτεμβρίου 2005 σε σύνολο 256 εταιρειών από τις οποίες επιλέχθηκαν 29, λόγω επαρκών πληροφοριών, προς μελέτη. Αρχικά συλλέχθηκαν πληροφορίες σχετικά με τα στοιχεία leasing που η κάθε μια από τις εταιρείες αυτές διέθετε. Ακολούθησε η αναμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων των εταιρειών αυτών σύμφωνα με το IAS 17 περί μισθώσεων για τα χρονικά έτη 2001 – 2004 καθώς και ο υπολογισμός αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης και αποδοτικότητας τόσο για τα δημοσιευμένα όσο και για τα αναμορφωμένα στοιχεία. Ο υπολογισμός αυτός φανέρωσε μια μεταβολή στους περισσότερους αριθμοδείκτες που επιβεβαιώθηκε από την εύρεση της στατιστικής σημαντικότητας των μεταβολών των αριθμοδεικτών και συγκεκριμένα για πέντε από τους επτά αριθμοδείκτες (ROA, ROCE, Assets Turnover, Debt To Equity, Assets to Equity), επαληθεύοντας την πρώτη υπόθεση περί σημαντικής μεταβολής των αριθμοδεικτών.

Το επόμενο στάδιο ήταν η εύρεση της συσχέτισης μεταξύ των αριθμοδεικτών και των χρηματιστηριακών αποδόσεων. Αρχικά βρέθηκε ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των αριθμοδεικτών ROA – ROCE και Assets Turnover – Assets To Equity και επιλέχθηκαν οι αριθμοδείκτες ROCE και Assets Turnover ώστε να μην επηρεαστούν τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης. Δημιουργήθηκαν λοιπόν δύο μοντέλα



συσχέτισης με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τη χρηματιστηριακή απόδοση του έτους και με ανεξάρτητες μεταβλητές, για το πρώτο μοντέλο, τους τρεις αριθμοδείκτες του προηγούμενου έτους (ROCE, Assets Turnover, Debt To Equity) καθώς και τις λειτουργικές ροές και τη μεταβολή των κερδών (σταθμισμένα με το σύνολο του ενεργητικού), ενώ για το δεύτερο μοντέλο τους αναμορφωμένους αριθμοδείκτες, με τις λειτουργικές ροές και τις μεταβολές των αναμορφωμένων κερδών.

Η συσχέτιση με την χρηματιστηριακή απόδοση απέδειξε πρωτίστως μικρή συσχέτιση και των δύο μοντέλων με τη χρηματιστηριακή απόδοση καθώς κανένα από τα δύο δεν επεξηγούσε σε σημαντικό βαθμό τη χρηματιστηριακή απόδοση. Εν συνεχεία διαπιστώθηκε μικρή μεταβολή στην επεξηγηματικότητα των δύο μοντέλων επιβεβαιώνοντας την αρχική υπόθεση πως η αγορά έχει προεξοφλήσει σε σημαντικό βαθμό τη χρήση των παγίων leasing από μια επιχείρηση και συνεπώς η αγορά είναι αρκετά αποτελεσματική ως προς την πληροφόρηση σε σχέση με το leasing.

Πρόλογος

To Leasing ή αλλιώς Χρηματοδοτική μίσθωση είναι μια από τις συνηθέστερες μεθόδους προμήθειας παγίων περιουσιακών στοιχείων στον σύγχρονο επιχειρηματικό κόσμο. Σαν είδος σύμβασης έχει κάποιες ιδιορρυθμίες καθώς σε πολλές περιπτώσεις με τη χρησιμοποίηση του παγίου μεταφέρονται τόσο οι κίνδυνοι όσο και οι ωφέλειες από τη χρήση του παγίου, οδηγώντας, ανά περίπτωση, σε διαφορετικό τρόπο λογιστικοποίησης και παρουσίασης από πλευράς επιχείρησης του παγίου, αλλά και των υποχρεώσεων που συνεπάγονται της συμβάσεως. Η διεθνής πρακτική σε αυτήν την περίπτωση είναι η κεφαλαιοποίηση σε περίπτωση μεταφοράς κινδύνου σε αντίθεση με το Ε.Γ.Λ.Σ που δεν προβλέπει τέτοιο διαχωρισμό αλλά αφήνει στη διακριτική ευχέρεια του χρήστη τον τρόπο με τον οποίο θα συμπεριλάβει τη σύμβαση στις οικονομικές του καταστάσεις.

Η υπάρχουσα κατάσταση μεταβάλλεται πλέον με την υιοθέτηση των I.A.S. και I.F.R.S. από πλευράς ελληνικών επιχειρήσεων και την εναρμόνιση των εταιρειών με τη διεθνή πρακτική. Αυτό θα έχει ως συνέπεια την αλλαγή και του τρόπου λογιστικού χειρισμού του Leasing, με ό,τι συνέπειες μπορεί αυτό να συνεπάγεται για τις οικονομικές καταστάσεις. Ποιες όμως είναι αυτές οι αλλαγές και κατά πόσο είναι αυτό σημαντικό για την εικόνα της οικονομικής θέσης; Η αγορά είναι ενήμερη για τις αλλαγές που θα επέλθουν στους Ισολογισμούς και τις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσεως ή οι αλλαγές αυτές θα οδηγήσουν σε διαφορετική αντίληψη για την εικόνα της επιχείρησης; Αυτά είναι τα δύο βασικά ερωτήματα που οδήγησαν στη δημιουργία της παρούσας εργασίας. Σαφέστατα η παγκόσμια αρθρογραφία έχει ασχοληθεί με παρομοίου είδους έρευνες, και με σημαντικά μάλιστα αποτελέσματα, όμως έχει πραγματικό ενδιαφέρον να διαπιστώσουμε κατά πόσο η ελληνική αγορά παρακολουθεί τις διεθνείς εξελίξεις.

Η έρευνα που ακολουθεί δεν μπορούσε να πραγματοποιηθεί χωρίς την πολύτιμη βοήθεια της καθηγήτριας κας Ευρυδίκης Νεοφύτου που όχι μόνο ενέπνευσε την αρχική ιδέα της εργασίας αυτής αλλά με συμβούλευσε σε πολλά σημεία δίνοντας κατευθυντήριες οδηγίες και επισημάνσεις.



Κεφάλαιο 1: Θεωρητικό Υπόβαθρο

1.1 Γενικά

Η μίσθωση αλλιώς Leasing είναι ένα είδος συμβάσεων «ενοικίασης» παντός είδους παγίων, από αυτοκίνητα και έπιπλα γραφείου μέχρι βαριά μηχανήματα, κτίρια και οικόπεδα. Η έννοια του leasing δεν είναι καινούρια καθώς χρονολογείται από τις δεκαετίες του 50' και του 60' αλλά γνώρισε ραγδαία αύξηση τα τελευταία 20 χρόνια όταν και ορισμένα από τα εμφανή του πλεονεκτήματα έγιναν γνωστά στο ευρύ επιχειρηματικό κοινό. Δεν πρόκειται να μπούμε σε μεγάλη λεπτομέρεια πάνω στα επιχειρηματικά οφέλη και πλεονεκτήματα που προσφέρει το συγκεκριμένο είδος μίσθωσης καθώς κάτι τέτοιο θα «παραστρατούσε» από το όλο νόημα της έρευνας αυτής. Αυτό όμως που μπορούμε να επισημάνουμε σαν πρώτο στοιχείο με την έννοια του leasing είναι ότι προσφέρει στην επιχείρηση μια δυνατότητα προμήθειας ακριβών παγίων χωρίς μεγάλη ταμειακή εκροή. Το IAS 17 ορίζει τη μίσθωση ως:

«...μια συμφωνία όπου ο εκμισθωτής μεταβιβάζει στο μισθωτή, με αντάλλαγμα μία πληρωμή, ή μια σειρά πληρωμών, το δικαίωμα χρήσης ενός περιουσιακού στοιχείου για μια συμφωνημένη χρονική περίοδο.»

Η έννοια του leasing που θα μας απασχολήσει είναι η αμιγώς λογιστική του διάκριση ανάλογα με τους όρους που απορρέουν από τη σύμβαση καθ εαυτή. Τα leasing λοιπόν μπορεί να χωριστεί σε δύο μεγάλες κατηγορίες από λογιστική (αλλά και επιχειρηματική άποψη):

- To Finance Leasing
- To Operating Leasing

1.2 Ορισμοί

Πριν μπούμε στη λογιστική ανάλυση και τη λογιστικοποίηση της κάθε μεθόδου πρέπει να ορίσουμε κάποιες έννοιες που θα είναι απαραίτητες καθ όλη την ανάλυση που θα ακολουθήσει, όπως αυτές δίνονται από το IAS 17:



Finance Leasing είναι μια μίσθωση με την οποία μεταβιβάζονται ουσιαστικά όλοι οι κίνδυνοι κατ οφέλη που ακολουθούν την κυριότητα ενός περιουσιακού στοιχείου, ανεξάρτητα από την τελική μεταβίβαση του τίτλου κυριότητας.

Operating Leasing είναι μια μίσθωση που δεν είναι finance.

Έναρξη της μισθώσεως είναι η ημερομηνία της μισθωτικής συμφωνίας ή, αν προηγείται, η ημερομηνία της δέσμευσης των μερών ως προς τους κύριους όρους της μισθώσεως.

Διάρκεια της μισθώσεως είναι η αμετάκλητη χρονική περίοδος για την οποία ο μισθωτής έχει συμβληθεί να μισθώσει το περιουσιακό στοιχείο, καθώς και κάθε παραπέρα περίοδος για την οποία ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να παρατείνει τη μίσθωση του περιουσιακού στοιχείου, με ή χωρίς αύξηση του μισθώματος, εφόσον είναι μάλλον βέβαιο κατά την έναρξη της μισθωτικής σχέσης, ότι ο μισθωτής θα ασκήσει το δικαίωμα αυτό.

Ελάχιστο σύνολο μισθωμάτων είναι το σύνολο των μισθωμάτων που ο μισθωτής οφείλει, ή μπορεί να υποχρεωθεί, να καταβάλει κατά τη διάρκεια της μίσθωσης, μη περιλαμβανόμενων του ενδεχόμενου μισθώματος, των δαπανών επισκευής και συντήρησης και των φόρων που καταβάλλονται από τον εκμισθωτή και επιστρέφονται σε αυτόν.

Πραγματική αξία είναι το ποσό για το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαγεί ή μια υποχρέωση να διακανονιστεί, μεταξύ δυο μερών που ενεργούν με τη θέλησή τους και με πλήρη γνώση, σε μία αντικειμενική ανταλλαγή.

Οικονομική ζωή είναι είτε:

- η περίοδος κατά τη διάρκεια της οποίας ένα περιουσιακό στοιχείο αναμένεται να είναι οικονομικά χρησιμοποιήσιμο από ένα ή περισσότερους χρήστες, ή
- ο αριθμός των μονάδων παραγωγής ή όμοιων μονάδων, τις οποίες ένας ή περισσότεροι χρήστες αναμένουν να λάβουν από το περιουσιακό στοιχείο.

Ωφέλιμη ζωή είναι η εκτιμώμενη απομένουσα χρονική περίοδος, μετά την έναρξη του χρόνου μισθώσεως, κατά τη διάρκεια της οποίας τα οικονομικά οφέλη που είναι ενσωματωμένα στο περιουσιακό στοιχείο αναμένονται να αναλωθούν από την επιχείρηση, εφόσον το επιτρέπει η διάρκεια της μισθώσεως.

Εγγυημένη υπολειμματική αξία είναι:



- από πλευράς του μισθωτή, το μέρος της υπολειμματικής αξίας το οποίο είναι εγγυημένο από το μισθωτή ή από τρίτο που συνδέεται με το μισθωτή
- από πλευράς εκμισθωτή, το μέρος της υπολειμματικής αξίας που είναι εγγυημένο από το μισθωτή ή από έναν τρίτο μη συνδεόμενο με τον εκμισθωτή, ο οποίος έχει την οικονομική δυνατότητα να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις σύμφωνα με την εγγύηση.

Μη εγγυημένη υπολειμματική αξία είναι το μέρος της υπολειμματικής αξίας του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου, η ρευστοποίηση του οποίου δεν είναι εξασφαλισμένη για τον εκμισθωτή ή είναι εγγυημένη μόνο από έναν τρίτο συνδεόμενο με τον εκμισθωτή.

Ακαθάριστη επένδυση στη μίσθωση είναι το σύνολο των ελάχιστων μισθωμάτων, σύμφωνα με τη χρηματοδοτική μίσθωση, από πλευράς εκμισθωτή και κάθε μη εγγυημένη υπολειμματική αξία που ανήκει στον εκμισθωτή

Μη δεδουλευμένο χρηματοοικονομικό έσοδο είναι η διαφορά μεταξύ:

- του συνόλου των ελαχίστων μισθωμάτων βάσει μιας χρηματοδοτικής μίσθωσης από απόψεως εκμισθωτή και κάθε μη εγγυημένη υπολειμματική αξία που ανήκει στον εκμισθωτή, και
- της παρούσας αξίας του ανωτέρω, με τεκμαρτό επιτόκιο της μίσθωσης.

Καθαρή επένδυση στη μίσθωση είναι η ακαθάριστη επένδυση στη μίσθωση μείον το μη δεδουλευμένο χρηματοοικονομικό έσοδο.

Το τεκμαρτό επιτόκιο της μίσθωσης είναι το προεξοφλητικό με βάση το οποίο, κατά την έναρξη της μισθώσεως, προκύπτει ισότητα μεταξύ της πραγματικής αξίας του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου και της συνολικής παρούσας αξίας:

- α) του ελάχιστου των μισθωμάτων, και
- β) της μη εγγυημένης υπολειμματικής αξίας

Οριακό επιτόκιο δανεισμού του μισθωτή είναι το επιτόκιο με το οποίο θα επιβαρυνόταν ο μισθωτής σε μία όμοια μισθωτική σχέση ή, αν αυτό δεν μπορεί να προσδιοριστεί, το επιτόκιο που, κατά την έναρξη της μισθώσεως, θα αποδεχόταν ο μισθωτής για να δανειστεί τα αναγκαία κεφάλαια, με παρόμοιους όρους και εξασφαλίσεις, για να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο.

Ενδεχόμενο μίσθωμα είναι το μέρος των μισθώματος που δεν έχει καθοριστεί σε συγκεκριμένο ποσό, αλλά που υπολογίζεται με κριτήρια διαφορετικά από την απλή παρέλευση του χρόνου (π.χ. ποσοστό επί των πωλήσεων, πλήθος χρησιμοποιήσεων, δείκτες τιμών, τρέχοντα επιτόκια).

1.3 Κατηγοριοποίηση του leasing

Τα leasing λογιστικοποιείται με διαφορετικό τρόπο ανάλογα με τον έχει χαρακτηριστεί ως operating ή finance leasing. Για να χαρακτηριστεί μια σύμβαση ως finance leasing θα πρέπει να τηρείται κάποιο από τα παρακάτω κριτήρια:

- Η μίσθωση μεταβιβάζει την κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου στο μισθωτή στο τέλος της σύμβασης
- Ο μισθωτής έχει το δικαίωμα αγοράς του περιουσιακού στοιχείου σε τιμή που αναμένεται να είναι επαρκώς χαμηλότερη από την πραγματική αξία κατά την ημερομηνία που το δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί, έτσι που, κατά την έναρξη της μίσθωσης, να θεωρείται μάλλον βέβαιο ότι το δικαίωμα θα ασκηθεί.
- Η διάρκεια της μισθώσεως εκτείνεται στο μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής ζωής του περιουσιακού στοιχείου, μολονότι ο τίτλος κυριότητας δεν μεταβιβάζεται.
- Κατά την έναρξη της μισθώσεως η παρούσα αξία των ελάχιστων μισθωμάτων συμποσούνται στο ελάχιστο ουσιαστικά σύνολο της πραγματικής αξίας του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου.
- Τα μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία είναι ειδικής φύσεως, ούτως ώστε μόνο ο μισθωτής μπορεί να χρησιμοποιεί αυτά χωρίς να γίνουν σοβαρές τροποποιήσεις.

Ενδείξεις καταστάσεων οι οποίες κατ' ιδία ή σε συνδυασμό θα μπορούσαν επίσης να συνεπάγονται την κατάταξη μιας μίσθωσης ως finance είναι:

- Αν ο μισθωτής μπορεί να ακυρώσει τη μίσθωση, οι ζημίες του εκμισθωτή που συνδέονται με την ακύρωση καλύπτονται από το μισθωτή.
- Κέρδη και ζημίες από τη διακύμανση της πραγματικής αξίας του υπολείμματος ανήκουν στο μισθωτή (για παράδειγμα με τη μορφή

εκπτώσεως μισθώματος που ισοσταθμίζει το μεγαλύτερο μέρος του προϊόντος της πωλήσεως κατά το τέλος της μισθώσεως).

- Ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα να συνεχίσει τη μίσθωση για μια περίοδο παράτασης, με μίσθωμα το οποίο είναι ουσιωδώς χαμηλότερο από το τρέχον.

Όταν κάποιο από τα παραπάνω κριτήρια ικανοποιείται τότε αυτόματα η μίσθωση χαρακτηρίζεται ως finance αλλιώς θεωρείται operating.

1.4 Λογιστικοποίηση του leasing σύμφωνα με το IAS 17

Ανάλογα με τον τρόπο που έχει αναγνωριστεί, το leasing, θα έχει και διαφορετικό τρόπο λογιστικής μεταχείρισης. Το IAS είναι ιδιαίτερα αναλυτικό και με παραδείγματα για τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η λογιστικοποίηση τόσο για τον lessee όσο και για το lessor. Καθώς σε αυτή τη μελέτη μας ενδιαφέρει η πλευρά του lessee θα ενδιαφερθούμε πιο πολύ για τη λογιστικοποίηση σε αυτήν την περίπτωση και πάλι, όμως, συνοπτικά ώστε να γίνουν κατανοητές οι αναμορφώσεις που ακολουθούν.

1.4.1 Operating Leasing

Από τη στιγμή που δεν υπάρχει μεταφορά κινδύνων και οφελών του παγίου, ο μισθωτής (lessee) πρέπει απλά να αναγνωρίσει το μίσθωμα σαν έξοδο στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Επιπλέον, οι μισθωτές θα πρέπει να γνωστοποιήσουν τα παρακάτω στοιχεία:

A) Το σύνολο των μελλοντικών ελάχιστων μισθωμάτων βάσει μη ακυρωτέων λειτουργικών μισθώσεων για κάθε μία από τις ακόλουθες περιόδους:

- Μέχρι ενός έτους
- Από ένα μέχρι πέντε έτη
- Ύστερα από πέντε έτη

B) Τα σύνολο των μελλοντικών ελάχιστων εισπράξεων υπομισθωμάτων που αναμένονται να γίνουν βάσει μη ακυρωτέας υπομίσθωσης κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού.

Γ) Πληρωμές μισθωμάτων και εισπράξεις υπομισθωμάτων που λογίστηκαν στα αποτελέσματα χρήσεως, με διαχωρισμό των πισών των ελάχιστων και των ενδεχόμενων μισθωμάτων και των εισπράξεων υπομισθωμάτων.

Δ) Μία γενική περιγραφή των σημαντικών μισθωτικών συμφωνιών του μισθωτή συμπεριλαμβανομένων, μεταξύ άλλων, των ακολούθων:

- Της βάσης στην οποία προσδιορίζονται ενδεχόμενα μισθώματα.
- Της ύπαρξης και των όρων δικαιωμάτων ανανεώσεως ή αγοράς ή των όρων κλιμακώσεως.
- Των περιορισμών που τίθενται από τις μισθωτικές συμφωνίες, όπως αυτοί που αφορούν σε μερίσματα, σε αύξηση χρεών και σε νέες μισθώσεις.

1.4.2 Finance Leasing

Οι μισθωτές πρέπει να καταχωρούν τις χρηματοδοτικές τους μισθώσεις ως περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις στους ισολογισμούς τους, με ποσό ίσο κατά την έναρξη της μισθώσεως με την πραγματική αξία της μισθούμενης ιδιοκτησίας ή, αν είναι χαμηλότερη, με την παρούσα αξία των ελάχιστων μισθωμάτων. Κατά τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ελάχιστων μισθωμάτων, ο προεξοφλητικός συντελεστής είναι το τεκμαρτό επιτόκιο της μίσθωσης, αν αυτό είναι πρακτικά εύκολο να προσδιοριστεί, διαφορετικά, πρέπει να χρησιμοποιείται το οριακό επιτόκιο δανεισμού.

Από τη στιγμή που τα πάγια θα εμφανιστούν στον ισολογισμό είναι αναγκαία και η διενέργεια αποσβέσεων. Ως προς τον υπολογισμό των αποσβέσεων υπολογίζονται με βάση τις διατάξεις του IAS 16 ή του IAS 38. Σε περίπτωση που στο τέλος της μίσθωσης δεν μεταφέρεται η κυριότητα του παγίου στοιχείου, τότε οι αποσβέσεις κατανέμονται στη μικρότερη περίοδο μεταξύ της διάρκειας της ωφέλιμης ζωής του παγίου στοιχείου του ενεργητικού.

Τα μισθώματα πρέπει να επιμερίζονται στα χρηματοοικονομικά έξοδα και σε μείωση της ανεξόφλητης υποχρέωσης. Το χρηματοοικονομικό βάρος πρέπει να κατανέμεται σε όσες χρήσεις διαρκεί η μίσθωση, ούτως ώστε να προκύπτει ένα σταθερό περιοδικό επιτόκιο πάνω στο απομένον υπόλοιπο της υποχρέωσης κάθε

χρήσεως. Οι μισθωτές πρέπει, επιπρόσθετα στις γνωστοποιήσεις του IAS 32 να προβαίνουν στις ακόλουθες γνωστοποιήσεις για το finance leasing:

A) Για κάθε κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, την καθαρή λογιστική αξία κατά την ημερομηνία του ισολογισμού.

B) Μία συμφωνία μεταξύ του συνόλου των ελάχιστων μισθωμάτων κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού και της παρούσας αξίας τους. Επιπρόσθετα, η επιχείρηση πρέπει να γνωστοποιεί το σύνολο των ελάχιστων μισθωμάτων κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού και την παρούσα αξία τους, για κάθε μία από τις ακόλουθες περιόδους:

- Μέχρι ένα έτος
- Από ένα μέχρι πέντε έτη
- Ύστερα από πέντε έτη

Γ) Ενδεχόμενα μισθώματα που καταχωρήθηκαν στα αποτελέσματα της χρήσεως.

Δ) Το σύνολο των μελλοντικών ελάχιστων εισπράξεων υπομισθωμάτων που αναμένεται να γίνουν, σύμφωνα με μη ακυρωτεές υπομισθώσεις κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού.

Ε) Μία γενική περιγραφή των σημαντικών μισθωτικών συμφωνιών του μισθωτή συμπεριλαμβανομένων, μεταξύ άλλων, των ακολούθων:

- Της βάσης στην οποία προσδιορίζονται ενδεχόμενα μισθώματα.
- Της ύπαρξης και των όρων δικαιωμάτων ανανεώσεως ή αγοράς ή των όρων κλιμακώσεως.
- Των περιορισμών που τίθενται από τις μισθωτικές συμφωνίες, όπως αυτοί που αφορούν σε μερίσματα, σε αύξηση χρεών και σε νέες μισθώσεις.

1.5 Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο

Το Ελληνικό Γενικό Σχέδιο είναι αρκετά ελλιπές ως προς τον τρόπο με τον οποίο λογιστικοποιεί το Leasing καθώς στην ουσία δεν ορίζει κάποιο συγκεκριμένο τρόπο αντιμετώπισης. Η συνήθης τακτική των επιχειρήσεων για τη λογιστικοποίηση των Leasing μισθώσεων ήταν η απλή αναφορά των παγίων σε λογαριασμούς τάξεως (συγκεκριμένα στον 01.xx «Αλλότρια Περιουσιακά Στοιχεία» στο Ενεργητικό και

στον 05.xx «Δικαιούχοι Αλλότριων Περιουσιακών Στοιχείων» στο Παθητικό), ενώ το μίσθωμα αντιμετωπίζετο ως έξοδο στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Η γνωστοποίηση στο προσάρτημα όριζε απλή αναφορά της αξίας του παγίου στην ανάλυση των λογαριασμών τάξεως, αν και πολλές επιχειρήσεις παρέλειπαν ακόμα και τις συγκεκριμένες γνωστοποιήσεις.

Σαφέστατα, οποιαδήποτε επιχείρηση μπορούσε να προχωρήσει σε κεφαλαιοποίηση των παγίων της και να εναρμονιστεί με τη διεθνή πρακτική. Το Ε.Γ.Λ.Σ είναι αρκετά ελαστικό σε τέτοια ζητήματα και η λογιστικοποίηση θα μπορούσε να γίνει μέσω των λογαριασμών Παγίων (ομάδα 1), Υποχρεώσεων (ομάδα 4), Εξόδων (ομάδα 6) και Αποτελεσμάτων (ομάδα 8). Η πραγματικότητα, όμως, είναι ότι σχεδόν καμία επιχείρηση δεν προχωρούσε σε κεφαλαιοποίηση των παγίων Leasing, καθώς η εταιρεία δεν αποκτούσε την κυριότητα των μηχανημάτων και συνεπώς δεν ήταν υποχρεωμένη να τα εμφανίσει στο Πάγιο Ενεργητικό της. Πέραν τούτου μια πιθανή κεφαλαιοποίηση θα οδηγούσε σε κάποια προβλήματα με την υπάρχουσα νομοθεσία.

Συγκεκριμένα, ο τρόπος λογιστικοποίησης του leasing καθορίζόταν από το νόμο 1665/1986 καθώς και από γνωματεύσεις του Συμβουλίου Λογιστικής Τυποποίησης όπως η 199/1994. Οι πιο πολλές διατάξεις όμως είναι διευθετήσεις για το φορολογικό χειρισμό και τις εκπτώσεις των μισθωμάτων παρά ακριβής τρόπος αντιμετώπισης του λογιστικού χειρισμού. Η λογιστικοποίηση του leasing σύμφωνα με το IAS 17, με τη χρήση λογαριασμών του Ε.Γ.Λ.Σ., θα οδηγούσε σε πολλά φορολογικά ζητήματα καθώς τα μισθώματα που καταβάλλει ο μισθωτής στις εταιρείες θεωρούνται λειτουργικές δαπάνες και εκπίπτονται από τα ακαθάριστα έσοδα του, ενώ η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης έχει δικαίωμα να ενεργεί αποσβέσεις στα μισθωμένα πάγια ίσες με το σύνολο των αποσβέσεων που θα είχε δικαίωμα να ενεργήσει ο μισθωτής, αν είχε προβεί στην αγορά τους. Δηλαδή, οι αποσβέσεις διενεργούνται από την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης και εκπίπτονται από τα φορολογητέα έσοδα της, ο δε υπολογισμός τους γίνεται με βάση τους ισχύοντες συντελεστές και όχι ανάλογα με το χρόνο της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Ένας πιθανός χειρισμός σύμφωνα με το IAS 17 θα οδηγούσε σε ποικίλες φορολογικές αναμορφώσεις, καθώς θα έπρεπε να γίνει η αντιστροφή των ανωτέρω χειρισμών.

1.6 Η Διεθνής Εμπειρία

Παρά το γεγονός ότι ο leasing αποτελεί μια επιχειρηματική πραγματικότητα από τη δεκαετία του 50' οι έρευνες και οι μελέτες που έχουν γίνει δεν είναι ενδεικτικές και ανάλογες της σημαντικότητας και της ευρείας χρήστης που έχει η συγκεκριμένη μέθοδος χρηματοδότησης. Οι κυριότερες έρευνες που έχουν γίνει αναφέρονται κυρίως στην επίπτωση του leasing στις οικονομικές καταστάσεις (με το αν κεφαλαιοποιείται ή όχι) αλλά και τα διαφορετικά συμπεράσματα που εξάγονται για μια επιχείρηση σχετικά με τον τρόπο που έχει λογιστικοποιήσει τα leasing πάγια της.

Οι Imhoff, Lipe και Wright (1991) αναφέρουν ότι η κεφαλαιοποίηση του leasing θα επιφέρει σημαντικές αλλαγές στους αριθμοδείκτες των οικονομικών καταστάσεων, ασχέτως αν οι συμβάσεις είναι «μεγάλες» ή «μικρές» σε αξία καθώς και του μεγέθους της επιχείρησης. Οι ίδιοι ερευνητές σε μια μελέτη τους το 1997 βρίσκουν ότι οι επιπτώσεις της κεφαλαιοποίησης των operating leasing παγίων στα καθαρά οικονομικά αποτελέσματα μια επιχείρησης είναι σημαντικές αλλά μη προσδιορήσιμες ως προς στη φορά της μεταβολής. Οι Dresdner, Kleinwort και Benson (1998) φτάνουν στο συμπέρασμα ότι η κεφαλαιοποίηση του leasing οδήγησε σε πολλές περιπτώσεις την αύξηση των υποχρεώσεων μέχρι και το 100% των ιδίων Κεφαλαίων οδηγώντας τους μετόχους σε αποδόσεις με υψηλό κίνδυνο. Στην ίδια έρευνα βρέθηκε υψηλή στατιστική σημαντικότητα στην μεταβολή τριών βασικών αριθμοδεικτών, του Return On Capital Employed (ROCE), Net Profit Margin και Debt To Equity (D/E).

Ως προς την πληροφόρηση της αγοράς σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση ή όχι κάποιων παγίων Leasing θεωρείται ότι η κεφαλαιοποίηση των παγίων είναι σε θέση να δώσει καινούριες και σημαντικές πληροφορίες στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων για την πραγματική κεφαλαιακή διάρθρωση και για τους κινδύνους που εμπεριέχει μια επιχείρηση (Wilkins, Zimmer 1983). Αντό όμως υφίσταται αν οι αναλυτές δεν έχουν ήδη λάβει υπόψιν τις πληροφορίες για την ύπαρξη leasing σε μια εταιρεία και έχουν θεωρήσει ασήμαντες κάποιες πληροφορίες που μπορούν να εξαχθούν από μια τέτοια δημοσιοποίηση. Ο Abhel-Khalik (1981) διαπίστωσε πως οι εξωτερικοί χρήστες (χρηματοοικονομικοί αναλυτές, τραπεζικοί σύμβουλοι κλπ) προτίμησαν επιχειρήσεις, που δημοσίευναν τα πάγια leasing τους σε υποσημειώσεις, παρά παρόμοιες που όμως τα είχαν συμπεριλάβει στις οικονομικές τους καταστάσεις,

σε αντίθεση με την πρωτύτερη δήλωσή τους πως δεν παίζει καμία διαφορά για αυτούς το αν η επιχείρηση έχει κεφαλαιοποιήσει ή όχι.

Οι Munter and Ratcliffe (1983) βρήκαν ότι οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονταν άμεσα από τον τρόπο λογιστικοποίησης του παγίου leasing ενώ οι Gopalakrishnan and Parkash (1996) αναφέρουν ότι είναι λιγότερο συνηθισμένο για κάποιους αναλυτές και managers να συσχετίζουν το finance leasing με εξωτερικό δανεισμό, σε σχέση με του δανειστές, οι οποίοι τείνουν να το αξιολογούν καθαρά σαν υποχρέωση. Οι Breton and Taffler (1995) διαπίστωσαν πως αρκετοί αναλυτές επηρεάζονταν από το αν το πάγιο leasing είχε συμπεριληφθεί στον ισολογισμό και δεν προχωρούν σε αναμορφώσεις κατά τον υπολογισμό διαφόρων αριθμοδεικτών.

Ως προς την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, έρευνες σε Η.Π.Α. και Αυστραλία έχουν δείξει ότι αυτή αλλάζει σημαντικά ανάλογα με τον έχουμε finance ή operating leasing (Abdel-khalik 1981, Godfrey and Warren, 1995) καθώς αλλάζει σημαντικά το ύψος των υποχρεώσεων. Πέραν τούτου πολλοί managers πιστεύουν ότι μπορούν να αυξήσουν την «δανειακή τους ικανότητα» με το να χρησιμοποιήσουν leasing (Drury and Braund 1990, Beattie, Goodacre και Thomson 2001, Gopalakrishnan και Parkash 1996), παρόλο που έχει αποδειχθεί ότι το leasing σε αρκετές περιπτώσεις θεωρείται ταυτόσημο ή και συμπληρωματικό με τη δανειακή επιβάρυνση (Marston και Harris 1988, Krishnan και Moyer 1994, Beattie Goodacre και Thomson 2000). Οι Whittred και Zimmer (1986) καταλήγουν στο ότι το leasing έχει σημαντική επίπτωση στους υπολογισμούς των αριθμοδεικτών καθώς η αύξηση των υποχρεώσεων μεγαλώνει το λόγο των ξένων προς τα Ιδια Κεφάλαια και, συνολικά, των αριθμοδεικτών που εκφράζουν τη μόχλευση.

Παρ όλα αυτά όμως οι έρευνες έχουν δείξει ότι η κεφαλαιαγορά δεν επηρεάζεται σε τόσο σημαντικό βαθμό από τον τρόπο λογιστικοποίησης του leasing και τις αλλαγές που αυτό επιφέρει στην χρηματοοικονομική εικόνα της επιχείρησης. Οι Beattie, Goodacre και Thomson, (2000) στο Ηνωμένο Βασίλειο καθώς και οι Ely (1995), Imhoff, Lipe και Wright (1993) στις Η.Π.Α διαπίστωσαν ότι η αγορά είχε ήδη συμπεριλάβει στις εκτιμήσεις της για το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων τις δημοσιεύσεις σχετικά με το operating leasing, χωρίς όμως να είναι άμεσα μετρήσιμο το κατά πόσο αυτές οι εκτιμήσεις είναι σωστές. Επιπροσθέτως υπάρχουν αρκετοί αναλυτές που αναμορφώνουν τις δημοσιευμένες καταστάσεις συμπεριλαμβάνοντας και το operating leasing στις αναμορφώσεις. Ο Bowman (1980) αναφέρει πως το leasing, ανεξαρτήτου μορφής, αντιμετωπίζεται σαν δανεισμός από την αγορά των Η.Π.Α. όπως η

κεφαλαιοποίηση των παγίων δεν επηρεάζει την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής αλλά και ότι η πορεία των μετοχών εξισώνει το finance leasing με δανεισμό.

Αξιοσημείωτο είναι πάντως το γεγονός ότι ενώ η αγορά προεξοφλεί τον τρόπο λογιστικοποίησης του leasing, οι managers δεν δείχνουν να πιστεύουν πως κάτι τέτοιο συμβαίνει και προτιμούν στην πλειοψηφία τους το operating leasing (Mayer-Sommer, 1979, Abdel-khalik, 1981, Taylor και Turley 1985, Beattie, Goodacre και Thomson, 2001). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η κρίση τους και οι αποφάσεις τους να επηρεάζονται άμεσα από τον τρόπο λογιστικοποίησης του leasing ως προς τον τρόπο προμήθειας και αποπληρωμής των παγίων τους (Prakash and Rappaport, 1977). Γενικότερα έχει παρατηρηθεί ότι οι managers αναζητούν συνεχώς τρόπους να διαμορφώσουν τα συμβόλαια leasing με τέτοιον τρόπο ώστε να μη χρειαστεί η κεφαλαιοποίηση του παγίου και αν αυτό δεν καταστεί δυνατό να μειώσουν όσο γίνεται τη χρήση του leasing. Οι Imhoff and Thomas (1988) αναφέρουν μια σημαντική μεταστροφή από finance σε operating leasing ή σε «μη-leasing» πηγές χρηματοδότησης.

Μελέτες έχουν γίνει και για την επίδραση του leasing στα διάφορα υποδείγματα συσχέτισης χρηματοοικονομικών δεδομένων και επιχειρησιακών καταστάσεων όπως από τον Elam (1974) που διαπίστωσε πως η κεφαλαιοποίηση του leasing δεν αυξάνει την επεξηγηματικότητα των αριθμοδεικτών στην πτωχευτική εικόνα μιας επιχείρησης. Αντίθετα παρατηρήθηκε μια αύξηση της προβλεπτικής ικανότητας του μοντέλου Zeta (Altman 1976).



Κεφάλαιο 2: Η έρευνα στην ελληνική αγορά

2.1 Η υπάρχουσα κατάσταση

Το κύριο μέλημα αυτής της εργασίας είναι πρωτίστως να διαπιστώσει αν η διαφορετική λογιστικοποίηση του leasing σύμφωνα με το IAS 17 αλλάζει σημαντικά τις οικονομικές καταστάσεις σε σχέση με το εφαρμοζόμενο Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο και αν αυτές οι αλλαγές αντικατροπτίζονται στους διάφορους αριθμοδείκτες που μπορούν να υπολογιστούν. Αν η ύπαρξη σημαντικών μεταβολών στους αριθμοδείκτες επαληθευτεί τότε παρουσιάζει ενδιαφέρον ποια η γνώση της αγοράς σε αυτές τις μεταβολές, μια γνώση που εκφράζεται από τις χρηματιστηριακές αποδόσεις των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών.

Όπως αναφέρθηκε εκτενέστερα προηγουμένως το IAS 17 προτείνει την κεφαλαιοποίηση των παγίων που εμπίπτουν στα πλαίσια της χρηματοδοτικής μίσθωσης σε αντίθεση με το Ε.Γ.Λ.Σ. Από τη στιγμή που οι εισηγμένες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να συμμορφωθούν με τα IAS από την οικονομική χρήση 2005, θα πρέπει να προχωρήσουν, πέραν των άλλων αλλαγών, στη λογιστικοποίηση των παγίων leasing με βάση το IAS 17. Οι αλλαγές που θα εμφανιστούν στις οικονομικές καταστάσεις είναι εμφανείς, καθώς θα πρέπει πλέον στο πάγιο ενεργητικό να παρουσιαστούν πάγια πού μέχρι τώρα δεν υπολογίζονταν. Πέραν τούτου, όπως είναι λογικό, θα παρουσιαστεί και στο παθητικό η αντίστοιχη υποχρέωση για τα πάγια ενώ η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως θα επιβαρύνεται με διαφορετικό έξοδο σε σχέση με το απλό μίσθωμα.

Μπορούμε να πούμε πως το IAS 17 κάνει πιο «αντικειμενική» και «αξιόπιστη» την εικόνα του ισολογισμού καθώς εμφανίζει όλα τα χρησιμοποιούμενα πάγια από πλευράς επιχείρησης και δίνει πληρέστερη πληροφόρηση στο χρήστη για την πραγματική εικόνα της επιχείρησης. Το ισχύον καθεστώς του Ε.Γ.Λ.Σ. άφηνε το χρήστη στη διακριτική ευχέρεια του για το πώς ακριβώς θα λογιστικοποιήσει το leasing πάγιό του με αποτέλεσμα, όπως αναφέρθηκε ήδη, σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις να μην εμφανίζουν τα ποσά αυτά στον ισολογισμό, παρά μόνο τα μισθώματα της σύμβασης στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Αυτόματα τεθόταν θέμα συγκριτισμότητας των οικονομικών καταστάσεων καθώς ένας ισολογισμός με leasing

σύμφωνα με τα IAS θα είχε διαφορές σε σχέση με έναν ισολογισμό που δεν κεφαλαιοποιούσε το leasing.

Οι αλλαγές, λοιπόν, που νιοθετούνται με βάση τα IAS σαφέστατα είναι αρκετά σημαντικές για μια επιχείρηση καθώς αλλάζει τελείως την κεφαλαιακή της διάρθρωση και το μέγεθος του ενεργητικού της, ενώ και τα αποτελέσματα της θα επηρεαστούν ανάλογα καθώς μαζί την εμφάνιση του παγίου είναι αναγκασμένη να προβεί στη δημιουργία αποσβέσεων. Δεν είναι τυχαίο άλλωστε ότι ένα από τα βασικά επιχειρήματα των εταιρειών leasing, στις διαφημίσεις τους, είναι η μη εμφάνιση των παγίων στον ισολογισμό και ο μη καταλογισμός αποσβέσεων για αυτά. Αυτός είναι και ο λόγος που το Leasing εθεωρείτο ως «φτηνή» πηγή δανείων με την έννοια ότι δεν αύξανε τις υποχρεώσεις τις εταιρείας και εμφάνιζε καλύτερους δείκτες Ιδίων προς Ξένων Κεφαλαίων, όπως είδαμε παραπάνω στην αρθρογραφική επισκόπηση. Το πιο πιθανό λοιπόν από την εφαρμογή των παραπάνω καταστάσεων είναι μια αλλαγή σε πολλά από τα πράγματα που επιχειρήσεις θεωρούσαν ως δεδομένα προτερήματα του leasing.

Οι διαφορές αυτές βέβαια δεν αφορούν μόνο το μισθωτή των παγίων (lessee) αλλά και τον εκμισθωτή των παγίων αυτών (lessor). Οι οικονομικές καταστάσεις των lessors αναμένεται να αλλάξουν άρδην καθώς κάποια πάγια που υπήρχαν στο ενεργητικό τους θα εξαφανιστούν και θα αντικατασταθούν από λογαριασμούς απαιτήσεων. Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως θα αλλάξει σημαντικά καθώς θα σταματήσουν να υφίστανται οι αποσβέσεις ενώ θα αλλάξει και ο τρόπος υπολογισμού του εσόδου. Πέραν αυτών είναι λογικό να μεταβληθεί και η κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών αυτών αλλά και οι δείκτες ρευστότητας και αποδοτικότητας των.

2.2 Οι Υποθέσεις

Η αλλαγή λοιπόν που πραγματοποιείται στις οικονομικές καταστάσεις είναι εμφανής και κατανοητή καθώς συγκεκριμένοι λογαριασμοί του ενεργητικού και του παθητικού θα επηρεαστούν με συγκεκριμένα ποσά τόσο στον lessee όσο και στον lessor. Το ζήτημα που τίθεται από ένα σημείο και ύστερα είναι στο ποια θα είναι η συμπεριφορά των αριθμοδεικτών καθώς επηρεάζονται τόσο οι αριθμητές όσο και οι παρανομαστές ορισμένων από αυτών. Η αύξηση υποχρεώσεων αναμένεται να

επιβαρύνει την εικόνα της επιχείρησης ως προς τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης καθώς πλέον τα ίδια Κεφάλαια θα αντιστοιχούν σε μεγαλύτερο ποσό «δανεισμού». Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας δεν επηρεάζονται διότι το κυκλοφορούν ενεργητικό και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παραμένουν ανέπαφα από μια πιθανή κεφαλαιοποίηση leasing. Αντίθετα οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας παγίων αναμένεται να μειωθούν καθώς η αύξηση των παγίων με δεδομένα κέρδη (τα οποία όπως θα δούμε δεν επηρεάζονται τόσο πολύ από το διαφορετικό τρόπο λογιστικοποίησης) οδηγεί σε χαμηλότερη αποδοτικότητα (Ingberman, M J Roben και G Sorter, 1979). Παρακάτω υπολογίζονται κάποιοι αριθμοδείκτες πριν και μετά την αναμόρφωση με βάση το IAS 17 και οι διαφορές αυτές είναι πλέον πιο εμφανείς. Η πρώτη υπόθεση, λοιπόν, που εξετάζεται είναι:

Η κεφαλαιοποίηση του leasing σύμφωνα με το IAS 17 θα επιφέρει σημαντικές μεταβολές στους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες.

(Να σημειώσουμε πως η ανάλυση αφορά μόνο τις εταιρείες που μισθώνουν τα πάγια).

Το ερώτημα πλέον που τίθεται είναι κατά πόσο η ελληνική αγορά έχει προεξοφλήσει τις μεταβολές αυτές και είναι αποτελεσματική στο να συμπεριλάβει τα παραπάνω δεδομένα στις εκτιμήσεις της για την πραγματική αξία μιας επιχείρησης, όπως αυτή αντικατροπτίζεται στη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της. Ένας έμπειρος αναλυτής θα πρέπει λογικά να λάβει υπόψιν του το δεδομένο ότι μια επιχείρηση, πέρα από τον τύπο, κατέχει και χρησιμοποιεί κάποια πάγια, παρόλο που δεν είναι υποχρεωμένη να τα εμφανίσει στις οικονομικές της καταστάσεις. Πέραν τούτου η ύπαρξη της υποχρέωσης για καταβολή συγκεκριμένων μισθωμάτων είναι υπαρκτή για μια επιχείρηση είτε εμφανίζεται στο παθητικό είτε όχι και πρέπει να ληφθεί υπόψιν στην διαδικασία αποτίμησης της εταιρείας αυτής. Ακόμα και το Ε.Γ.Λ.Σ προβλέπει κάποιες γνωστοποιήσεις σχετικά με τα πάγια leasing και είναι λογικό κάποιος ο οποίος κάνει εις βάθος ανάλυση σε μια εταιρεία να το έχει συμπεριλάβει στην αξιολόγησή του.

Μπορούμε να θεωρήσουμε και να υποθέσουμε ότι μια αγορά αρκετά αποτελεσματική, όπως η ελληνική, θα έχει λάβει υπόψιν της τα παραπάνω δεδομένα και η χρηματιστηριακή αξία θα έχει διαμορφωθεί βάσει αυτών. Ήδη έχουμε δει παραπάνω πως σε παγκόσμιο επίπεδο οι αγορές έχουν συμπεριλάβει στις αποδόσεις

των κεφαλαιαγορών τους τόσο την ύπαρξη του leasing όσο και τον τρόπο λογιστικοποίησης αυτού, αφού προχωρούν σε αναμορφώσεις ακόμα και αν η εταιρεία έχει operating leasing(Bowman 1980). Η υπόθεση όμως αυτή πρέπει να επαληθευτεί με απτά στοιχεία και αυτό ακριβώς πραγματεύεται η ανάλυση που ακολουθεί. Η δεύτερη υπόθεση, λοιπόν, που θα εξετάσουμε είναι

Η ελληνική αγορά έχει προεξοφλήσει τις αλλαγές που επέρχονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις από τη λογιστικοποίηση του Leasing σύμφωνα με το IAS 17.

Αξίζει βέβαια να σημειωθεί, πως δεν μελετάμε τις επιπτώσεις της αμιγούς κεφαλαιοποίησης του leasing πάνω στις οικονομικές καταστάσεις, αλλά την επίδραση της εφαρμογής του IAS 17 από τις ελληνικές επιχειρήσεις. Απλά η κεφαλαιοποίηση των παγίων είναι η βασική ειδοποιός διαφορά μεταξύ του υπάρχοντος συστήματος λογιστικοποίησης και του IAS 17 και είναι λογικό να αποτελεί και το κυρίαρχο στοιχείο της μετάβασης από το ένα σύστημα στο άλλο.





Κεφάλαιο 3: Λογιστική Ανάλυση

Για την διερεύνηση της παραπάνω υπόθεσης (περί προεξόφλησης του leasing από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων) αρχικώς συλλέχθηκαν στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρείες και τα οποία αναμορφώθηκαν με βάση το IAS 17. Εν συνεχείᾳ υπολογίστηκαν συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες στα πραγματικά και τα αναμορφωμένα ποσά και εξετάστηκε η στατιστική σημαντικότητα των μεταβολών τους καθώς και εύλογες υποθέσεις ως προς την αύξηση ή μείωση των τιμών τους. Οι αριθμοδείκτες με στατιστικά σημαντικές μεταβολές επιλέχθηκαν για τη συσχέτιση, μέσω παλινδρόμησης, με τις ετήσιες αποδόσεις της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών ώστε να φανεί αν τα πραγματικά ή τα αναμορφωμένα στοιχεία επεξηγούν καλύτερα τις μεταβολές στην αξία των μετοχών.

3.1 Δεδομένα

Η έρευνα και η συλλογή των δεδομένων έγινε από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, κατά την περίοδο Ιουλίου – Σεπτεμβρίου του 2005. Προτιμήθηκαν εισηγμένες εταιρείες καθώς πέρα από το μέγεθός τους ως οικονομικές μονάδες ήταν μεγαλύτερη τόσο η ποσότητα όσο και η ποιότητα των πληροφοριών ενώ ήταν ευκολότερη η πρόσβαση σε στοιχεία, λόγω υποχρεωτικής ενημέρωσης των επενδυτών. Επιπλέον η ύπαρξη χρηματιστηριακής αξίας μετοχής έδινε τη δυνατότητα για περισσότερη επεξεργασία στα στοιχεία της έρευνας και έκβαση συμπερασμάτων για τις επιπτώσεις του τρόπου λογιστικοποίησης στην αγορά.

Η μέθοδος που ακολουθήθηκε για τη συγκέντρωση των στοιχείων ήταν η συγκέντρωση ετήσιων πληροφοριακών δελτίων μέσω του διαδικτύου (internet) καθώς ήταν η μοναδική πηγή για την εύρεση πληροφοριών σχετικά με συμβάσεις leasing παγίων. Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών δημοσιεύουν ελάχιστα στοιχεία στις οικονομικές τους καταστάσεις (συγκεκριμένα στο προσάρτημα) και η εύρεση δεδομένων είναι πρακτικά αδύνατη με αυτόν τον τρόπο. Σε σύνολο 256 εταιρειών που εξετάστηκαν, οι 181 δεν ανέφεραν για συμβάσεις leasing, οι 56 έδιναν

πολύ περιορισμένα στοιχεία σχετικά με τις συμβάσεις τους και τα πάγια, ενώ οι υπόλοιπες 29 έδιναν ικανοποιητικά στοιχεία για περαιτέρω επεξεργασία. Να σημειώσουμε εδώ πως έγινε προσπάθεια επικοινωνίας με εταιρείες leasing μέσω email και προσωπικών τηλεφωνημάτων αλλά χωρίς επιτυχία ενώ και η προσπάθεια επικοινωνίας με κάποιες από τις εταιρείες είχε την ίδια κατάληξη καθώς πολλές εταιρείες θεωρούν αρκετά σημαντικά αυτά τα στοιχεία και δεν επιθυμούσαν τη δημοσίευσή τους.

Εν τέλει, οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν στην έρευνα ήταν οι ακόλουθες:

- ❖ **ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.**
- ❖ **ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.**
- ❖ **NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ**
- ❖ **ΟΠΑΠ Α.Ε.**
- ❖ **Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **SPRIDER Α.Ε.**
- ❖ **KRETA FARM Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **REVOIL Α.Ε.**
- ❖ **ΒΑΡΔΑΣ Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Δ.Τ.Ε.**
- ❖ **ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.**
- ❖ **ΔΕΛΤΑ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΑ ΕΡΓΑ Α.Ε.Β.Ε.**
- ❖ **ΔΟΛ Α.Ε.**
- ❖ **EMPHASIS SYSTEMS Α.Ε.**
- ❖ **FORTHNET Α.Ε.**
- ❖ **HITECH SNT Α.Ε.**
- ❖ **INTERSONIC ADVANCED TECHNOLOGIES Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **ΛΑΝ – NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.**
- ❖ **ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.**
- ❖ **ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΙΟΥ Α.Ε.**
- ❖ **UNIBRAIN Α.Ε.**
- ❖ **ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.**
- ❖ **ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Τ.Ε.**
- ❖ **ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Τ.Ε.**
- ❖ **N. ΒΑΡΒΕΡΗΣ MODA-BAGNO Α.Β.Ε.Ε.**
- ❖ **ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.**

Τα στοιχεία αφορούν τις χρήσεις, 2001, 2002, 2003 και 2004, για όσες εταιρείες βέβαια υπάρχει η αντίστοιχη πληροφόρηση. Η βασική ιδέα ήταν η ανάλυση να γίνει για το έτος 2004 αλλά λόγω του μικρού αριθμού των επιχειρήσεων με ικανοποιητικά στοιχεία προτιμήθηκε η λύση της cross – sectional analysis ώστε να επιτευχθεί ένα μεγαλύτερο δείγμα και τα συμπεράσματα να άπτονται μια στατιστικής

σημαντικότητας. Αν για παράδειγμα οι συμβάσεις leasing μια εταιρείας είχαν ως αφετηρία το έτος 2001, χρησιμοποιούνταν τα δεδομένα από το 2001 ως και το έτος 2004. Η εύρεση των στοιχείων, ακόμα και μέσω των ετησίων δελτίων, ήταν αρκετά χρονοβόρα και δύσκολη καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις τα στοιχεία βρίσκονταν διασκορπισμένα σε ολόκληρο το δελτίο και τις συχνά απαιτούνταν σύγκριση με ετήσια δελτία προηγουμένων χρήσεων τόσο για διασταύρωση όσο και για περισσότερη πληροφόρηση σχετικά με τα πάγια και τους όρους των συμβάσεων¹.

Για την συγκέντρωση των οικονομικών δημοσιευμένων στοιχείων (π.χ Σύνολο Ενεργητικού, Σύνολο Υποχρεώσεων κλπ.) χρησιμοποιήθηκαν οι Ισολογισμοί, οι Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσεως και οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών των αντίστοιχων ετών. Η εύρεση των ανωτέρω στοιχείων έγινε είτε μέσω του internet και δικτυακών τόπων (web sites) των εταιρειών είτε μέσω του Υπουργείου Εμπορίου (πλατεία Κάννιγγος) και του αντίστοιχου τμήματος προμήθειας οικονομικών καταστάσεων. Για μια ακόμη φορά δεν ήταν εύκολη η συγκέντρωση των στοιχείων καθώς αρκετές εταιρείες δεν ανανεώνουν συχνά τα sites και τα στοιχεία που περιέχουν είναι σε μερικές περιπτώσεις αρκετά παλιά (ειδικά για τις Καταστάσεις Ταμειακών Ροών)

3.2 Οι Αναμορφώσεις

Τα βασικά στοιχεία που απαιτούνταν, ώστε να γίνει δυνατή η αναμόρφωση κάποιων βασικών οικονομικών μεγεθών που επηρεάζονταν από κεφαλαιοποίηση του leasing, ήταν:

- Τα έτη της σύμβασης
- Η ημερομηνία της σύμβασης
- Η αξία των μηνιαίων (ή ετησίων) μισθωμάτων
- Η καθαρή λογιστική αξία του παγίου(net book value ή η αξία που θα λογιστικοποιούταν το πάγιο σε περίπτωση αγοράς)
- Το είδος του παγίου

Εταιρείες που στερούνταν δύο ή περισσότερα από τα παραπάνω στοιχεία απορρίπτονταν άμεσα από το δείγμα Σε αρκετές περιπτώσεις, όμως, παραλειπόταν

¹ Τα συγκεντρωτικά στοιχεία παρατίθενται στο παράρτημα

ένα από τα παραπάνω στοιχεία με αποτέλεσμα να χρειαστούν ορισμένες εύλογες υποθέσεις ώστε τα στοιχεία να καθιστούν άμεσα χρησιμοποιήσιμα. Συγκεκριμένα:

- Στις περιπτώσεις που αναφερόταν μόνο τα έτη διάρκειας της μίσθωσης και το αρχικό έτος υπογραφής της σύμβασης, θεωρούταν ως ημερομηνία έναρξης της σύμβασης η 1/1 του συγκεκριμένου έτους. Για παράδειγμα αν γνωρίζαμε ότι η σύμβαση υπογράφτηκε μέσα στο 2003 και είχε 4ετή διάρκεια, ως ημερομηνία έναρξης θεωρήθηκε η 1/1/2003.
- Στις περιπτώσεις που παραλειπόταν η πραγματική λογιστική αξία του παγίου ήταν αδύνατος ο υπολογισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου που θεωρούταν ότι ίσχυε για την εύρεση της χρηματοοικονομικής χρέωσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις χρησιμοποιούνταν τα προεξοφλητικά επιτόκια των εταιρειών από συναφείς κλάδους καθώς μπορούμε να θεωρήσουμε ότι θα υπάρχει μια ενιαία πολιτική από πλευράς lessor σε κάθε κλάδο. Η συσχέτιση γινόταν με βάση το είδος του παγίου και τη διάρκεια της σύμβασης. Όποτε δεν ήταν δυνατόν κάτι τέτοιο χρησιμοποιούνταν τα επιτόκια από συναφείς συμβάσεις. Προτιμήθηκε αυτή η μέθοδος έναντι της συσχέτισης με βάση το επιτόκιο δανεισμού της κάθε εταιρείας καθώς κάτι τέτοιο ήταν πρακτικά δύσκολο αφού οι εξεταζόμενες εταιρείες δεν έδιναν επαρκή στοιχεία στα ενημερωτικά δελτία τους σχετικά με τα ύψη των επιτοκίων, τα ποσά των τόκων και των καθαρών δανειακών υποχρεώσεών τους.
- Μέσω λοιπόν του προεξοφλητικού επιτοκίου, από σχετικές εταιρείες, βρισκόταν η Πραγματική Αξία του παγίου και πιο συγκεκριμένα με τη χρησιμοποίηση του τύπου $a_1 \frac{\lambda^v - 1}{\lambda - 1}$ όπου,

a_1 = το μηνιαίο μίσθωμα

$$\lambda = \frac{1}{1 + \varepsilon}, \text{ όπου } \varepsilon \text{ το επιτόκιο προεξόφλησης}$$

v = οι μήνες της μίσθωσης.

Ο παραπάνω τύπος είναι ο τρόπος υπολογισμού αθροίσματος v όρων γεωμετρικής προόδου με συντελεστή αύξησης λ όπως χρησιμοποιείται ευρέως για την εύρεση Παρούσας Αξίας στα Χρηματοοικονομικά.

Έστω λοιπόν ότι έχουμε τα ακόλουθα στοιχεία για μια εταιρεία

⇒ Μηνιαίο μίσθωμα: 38.636

⇒ Διάρκεια μίσθωσης: 70 μήνες

⇒ Προεξοφλητικό επιτόκιο: 1,63% (έχει βρεθεί από εταιρείες ίδιο κλάδου με παρόμοια στοιχεία)

Η αξία του παγίου θα υπολογιστεί ως εξής:

$$\text{Αξία παγίου} = 38.636 \frac{\lambda^{70} - 1}{\lambda - 1} \text{ με } \lambda = \frac{1}{1 + 1,63\%} \text{ και συνεπώς κάνοντας τις}$$

πράξεις έχουμε ότι η αξία του παγίου ισούται με 1.632.684,51 ευρώ

- Για όλους του υπολογισμούς χρησιμοποιήθηκε ως χρονική βάση ο μήνας διότι τα μισθώματα στις περισσότερες των περιπτώσεων καταβάλλονταν μηνιαία και είναι πιο εύλογο να υπολογιστεί ένα μηνιαίο επιτόκιο. Πέραν τούτου σχεδόν όλες οι συμβάσεις ξεκίναγαν σε διαφορετικές ημερομηνίες κατά τη διάρκεια του έτους και συνεπώς ήταν πολύ πιο συνετό να παρακολουθηθούν μηνιαία τα μισθώματα και η χρηματοοικονομική επιβάρυνση αυτών.
- Στις περιπτώσεις που δεν δινόταν το μηνιαίο μίσθωμα αλλά ένα συνολικό ετήσιο γινόταν η διαίρεση με το 12 ώστε να βρεθεί το μηνιαίο ενώ σε δύο περιπτώσεις που δινόταν μόνο η Καθαρή Αξία του παγίου, το μηνιαίο μίσθωμα υπολογίζόταν με απλή μετατροπή του ανωτέρου τύπου αθροίσματος γεωμετρικής προόδου. Σε μία περίπτωση που δινόταν ένα ενιαίο μίσθωμα για 2 διαφορετικά πάγια, το μίσθωμα που αναλογούσε υπολογίστηκε με βάση τη λόγο της αξίας του κάθε παγίου σε σχέση με τη συνολική αξία των δύο παγίων. Τουτέστιν έστω ότι το συνολικό μίσθωμα είναι 1.000 και η αξία των παγίων A και B είναι 5.000 και 6.000 αντίστοιχα. Σε αυτήν την περίπτωση το μηνιαίο μίσθωμα θα υπολογιστεί ως $1.000 \frac{6.000}{11.000}$ για το A και $1.000 \frac{5.000}{11.000}$ για το B αντίστοιχα.
- Όπου υπήρχε υπολειμματική αξία ήταν κυρίως συμβολική (στις περισσότερες περιπτώσεις 2,93 ευρώ) και γι' αυτό δεν χρησιμοποιήθηκε καθόλου στην ανάλυση.

Το επόμενο στάδιο ήταν ο υπολογισμός των προεξοφλητικών επιτοκίων που «ελλόχευαν» σε κάθε σύμβαση καθώς το σύνολο των μισθωμάτων ήταν μεγαλύτερο σε σχέση με την Καθαρή Αξία του παγίου (finance leasing). Ο υπολογισμός έγινε σε ένα είδος τοκοχρεολυτικών πινάκων που η υποχρέωση στο τέλος του κάθε μήνα

ισούταν με την αρχική υποχρέωση μείον το ποσό του μισθώματος, πλέον το ποσό της χρηματοοικονομικής χρέωσης (βλέπε παράδειγμα που ακολουθεί).

Με τη δημιουργία τέτοιων πινάκων με αριθμό στηλών όσο και οι μήνες διάρκειας της σύμβασης και με τη μέθοδο του trial and error υπολογίστηκε σε κάθε περίπτωση ένα προεξοφλητικό περίπτωση. Στις περιπτώσεις που δεν ήταν δυνατός αυτός ο υπολογισμός (για λόγους που αναφέρονται παραπάνω) η σύμβαση θεωρούταν και πάλι χρηματοοικονομική καθώς οι ίδιες εταιρείες ανέφεραν τις συμβάσεις αυτές ως χρηματοοικονομικές διαχωρίζοντάς αυτές από τις λειτουργικές συμβάσεις που είχαν. Πέραν τούτου σχεδόν όλες οι περιπτώσεις ανέφεραν μεταβίβαση της αξίας του παγίου στο τέλος της διάρκειας της σύμβασης ενώ τα πάγια σε πολλές περιπτώσεις ήταν αρκετά εξειδικευμένα.

Έστω ότι έχουμε τον επόμενο πίνακα υπολογισμού των υποχρεώσεων για το πρώτο εξάμηνο του 2003.

	2003					
	Ιανουάριος	Φεβρουάριος	Μάρτιος	Απρίλιος	Μάρτιος	Μάιος
Υποχρέωση αρχική	54.171,00	53.377,00	52.579,62	51.778,82	50.974,61	50.166,96
Μίσθωμα	1.021,00	1.021,00	1.021,00	1.021,00	1.021,00	1.021,00
Χρηματοοικονομική χρέωση	227,00	223,61	220,21	216,79	213,35	209,90
Υποχρέωση τελική	53.377,00	52.579,62	51.778,82	50.974,61	50.166,96	49.355,86

Η πραγματική αξία του παγίου στο παραπάνω παράδειγμα είναι 54.171 ευρώ ενώ το μίσθωμα ορίζεται σε 1021 ευρώ το μήνα για διάρκεια 3 ετών (όπως δίνονται από το ετήσιο δελτίο χρήσης της εταιρείας), δηλαδή 36 μηνιαίων δόσεων. Το επιτόκιο που υπολογίστηκε με δοκιμές είναι 0,46% το μήνα και είναι το επιτόκιο που εξισώνει το άθροισμα των μισθώσεων με την αρχική πραγματική αξία του παγίου. Η χρηματοοικονομική χρέωση υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό του προεξοφλητικού επιτοκίου επί την αρχική υποχρέωση αφού πρώτα αφαιρεθεί το μηνιαίο μίσθωμα:

$$(54.171 - 1.021) * 0,46\% = 227$$

Αφού υπολογιστεί η χρηματοοικονομική χρέωση προστίθεται στην αρχική υποχρέωση (αφού έχει αφαιρεθεί το μηνιαίο μίσθωμα) και υπολογίζεται η τελική υποχρέωση του τρέχοντος μήνα που ταυτόχρονα είναι και η αρχική υποχρέωση του επόμενου:

$$(54.171 - 1.021) + 227 = 53.377$$

Το επόμενο στάδιο ήταν η εύρεση των χρηματοοικονομικών χρεώσεων καθώς και των υποχρεώσεων που υπήρχαν στο έτος κάθε έτους. Οι επιχειρήσεις που είχαν χρησιμοποιηθεί για την εξεύρεση του προεξοφλητικού επιτοκίου είχαν έτοιμα τα στοιχεία αυτά εξαιτίας της ανωτέρω ανάλυσης και των πινάκων που περιγράφηκαν και συνεπώς έμεναν οι υπόλοιπες προς εξεύρεση. Ο υπολογισμός, για τις επιχειρήσεις αυτές, έγινε με τη βοήθεια πινάκων παρομοίων με αυτούς που περιγράφηκαν παραπάνω με τη διαφορά ότι οι συγκεκριμένοι είχαν ως έτος κατακλείδα το έτος 2004 καθώς είναι το τελικό έτος της ανάλυσής. Με αυτόν τον τρόπο βρέθηκαν οι υποχρεώσεις από συμβάσεις leasing στις 31/12 του εκάστοτε έτους αλλά και το συνολικό ποσό της χρηματοοικονομικής χρέωσης.

Στο παράδειγμά μας, τα συνολικά μισθώματα που καταβλήθηκαν μέσα στο χρόνο (εξάμηνο στην προκειμένη περίπτωση) καθώς και οι συνολικές χρηματοοικονομικές χρεώσεις προέκυπταν από τα οριζόντια αθροίσματα των μεσαίων στηλών ενώ η τελική υποχρέωση του εξαμήνου ήταν η υποχρέωση τον τελευταίο μήνα του έτους (εξαμήνου στο παράδειγμα). Συνεπώς στα παραπάνω δεδομένα αν θέλαμε να υπολογίσουμε το συνολικό μίσθωμα του εξαμήνου και τις συνολικές χρηματοοικονομικές μισθώσεις θα είχαμε:

$$\text{Συνολικές μισθώσεις: } 1.021 * 6 = 6.126$$

$$\begin{aligned} \text{Χρη/κή χρέωση: } & 227 + 223,61 + 220,21 + 216,79 + 213,35 + 209,90 = \\ & 1.310,86 \end{aligned}$$

Ακολούθησε ο υπολογισμός των αποσβέσεων ανά χρήση καθώς προβλέπεται πλήρης κεφαλαιοποίηση των παγίων. Αξίζει να σημειωθεί πως σαν αξία του παγίου, που θα κεφαλαιοποιούταν στον ισολογισμό, θεωρήθηκε η μικρότερη μεταξύ της Πραγματικής Αξίας του και του προεξοφλημένου συνόλου των μισθωμάτων, όπου αυτή υπήρχε. Ως μέθοδος απόσβεσης προτιμήθηκε η σταθερή, διότι πέρα από του ότι είναι η συνηθέστερη μορφή απόσβεσης που ακολουθείται από τις επιχειρήσεις (βάσει πληροφοριών από τα ετήσια δελτία τους), εκφράζει καλύτερα την κατανομή της αξίας του παγίου τα έτη για τα οποία ισχύει η μίσθωση. Διαιρώντας την λογιστική αξία με τα έτη ισχύος της σύμβασης υπολογίστηκε το συνολικό ποσό των αποσβέσεων που αντιστοιχούσαν στην εκάστοτε χρήση.

Θεωρώντας στο ανωτέρω παράδειγμά λογιστική αξία 54.171 και γνωρίζοντας ότι η σύμβαση είναι τριετούς διάρκειας υπολογίζουμε την ετήσια απόσβεση ως εξής:

$54.171/3 = 18.057$ ευρώ το χρόνο.

Στις περιπτώσεις που η σύμβαση ξεκίναγε κάποιο μήνα κατά τη διάρκεια του έτους (π.χ. Μάρτιο του 2003), ή τελείωνε μέσα στο έτος (π.χ. Ιούνιο του 2004), η απόσβεση που αντιστοιχούσε στο έτος αυτό υπολογίζόταν ανάλογα με τους πόσους μήνες υπολειπόταν η χρήση. Αν για παράδειγμα η σύμβαση ενεργοποιούταν τον Μάρτιο του 2002 τότε οι αποσβέσεις που υπολογίζονταν για το έτος αυτό θα είχαν ως εξής:

$$18.057 * 10/12 = 150.47,5 \text{ ευρώ}$$

Οι ημερομηνίες έναρξης και λήξης των μισθώσεων στρογγυλοποιούνταν στον πλησιέστερο μήνα. Αν για παράδειγμα η σύμβαση είχε έναρξη στις 8 Μαρτίου τότε ο μήνας έναρξης θεωρούταν ο Μάρτιος ενώ σε περίπτωση που η έναρξη ήταν στις 20 Μαρτίου, ως μήνας έναρξης θεωρούταν ο Απρίλιος.

Το τελικό στάδιο της λογιστικής ανάλυσης ήταν οι αναμορφώσεις των λογιστικών στοιχείων όπως αυτά έχουν δημοσιευθεί από τις εταιρείες. Οι αναμορφώσεις έγιναν σε έξι βασικά στοιχεία του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως και πιο συγκεκριμένα σε:

- Πάγιο Ενεργητικό
- Κέρδη προ φόρων
- Σύνολο Υποχρεώσεων
- Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
- Σύνολο Ενεργητικού
- Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Τα ανωτέρω στοιχεία επιλέχθηκαν διότι επηρεάζονταν άμεσα από τη λογιστικοποίηση του finance leasing σύμφωνα με το IAS 17 σε σχέση με το ισχύον καθεστώς του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου που προέβλεπε απλή αναφορά στους λογαριασμούς τάξεως (περίπου όπως λογιστικοποιείται το operating leasing σύμφωνα με το IAS 17 όπως είδαμε και στο κομμάτι θεωρητικού υπόβαθρου). Πέραν τούτου οι συγκεκριμένοι λογαριασμοί είναι αναγκαίοι για τον υπολογισμό κάποιων αριθμοδεικτών όπως υπολογίζονται παρακάτω. Για την πραγματοποίηση των αναμορφώσεων έγιναν κάποιες βασικές υποθέσεις διότι αφενός μεν δεν υπήρχε πλήρης πληροφόρηση για κάποια στοιχεία, αφετέρου ήταν προτιμότερες κάποιες παραδοχές ώστε να φανεί καλύτερα ο τρόπος επηρεασμού των οικονομικών καταστάσεων από τη λογιστικοποίηση του leasing. Οι υποθέσεις που έγιναν ήταν:

- Το σύνολο των κερδών στο τέλος της χρήσης κεφαλαιοποιείται κατ ευθείαν στα Ιδια Κεφάλαια.
- Δεν υπολογίζονται φόροι στα κέρδη όταν αυτά προστίθενται στα Ιδια Κεφάλαια.
- Τα μισθώματα καταβάλλονται μέσα στη χρήση με τη μορφή μετρητών και δεν υπάρχουν εκκρεμότητες στο τέλος του έτους καθώς επίσης δεν υπάρχουν και προπληρωμές μισθωμάτων.
- Οι Υποχρεώσεις από τη μίσθωση με leasing καταχωρούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις διότι στην συντριπτική τους πλειοψηφία οι συμβάσεις είναι τριετής ή και παραπάνω.

Όλες οι αναμορφώσεις έγιναν με συγκεκριμένο τρόπο βασιζόμενες στις παραπάνω υποθέσεις. Εν προκειμένω, το Πάγιο Ενεργητικό αυξήθηκε με τη λογιστική αξία των παγίων μείον το ποσό των αποσβέσεων που αφορούσαν τη χρήση αλλά και τις σωρευτικές αποσβέσεις των προηγουμένων ετών. Στο ανωτέρω παράδειγμα θα είχαμε (έστω αποσβέσεις προηγουμένων ετών 5.000 ευρώ).

Αρχικό Πάγιο Ενεργητικό: 100.000 ευρώ

Πλέον Λογιστική αξία παγίων: 54.171 ευρώ

Μείον Αποσβέσεις χρήσης: 9.028,5 (=18.057 / 2 διότι το παράδειγμα γίνεται για τον υπολογισμό εξαμήνου)

Μείον Σωρευμένες αποσβέσεις: 5.000 ευρώ

Αναμόρφωμένο Πάγιο Ενεργητικό: 140.142,5 ευρώ

Τα *Κέρδη προ φόρων* αυξήθηκαν με το ποσό του μισθώματος που οριζόταν από τη σύμβαση και μειώθηκαν με τα ποσά των αποσβέσεων που αφορούσαν τη χρήση καθώς και το ποσό της χρηματοοικονομικής χρέωσης που αντιστοιχούσε στο έτος.

Κέρδη προ φόρων: 10.000 ευρώ

Πλέον Μηνιαία μισθώματα: 6.126 ευρώ

Μείον Αποσβέσεις: 9.028,5 ευρώ

Μείον Χρη/κές χρεώσεις 1.310,86 ευρώ

Αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων: 5.786,64 ευρώ

Οι *Υποχρεώσεις* αυξήθηκαν με το την αντίστοιχη υποχρέωση που δημιουργούταν λόγω κεφαλαιοποίησης του παγίου (όση και η λογιστική αξία κεφαλαιοποίησης) και μειώνονταν με το ποσό των μισθωμάτων πλέον τις

χρηματοοικονομικές χρεώσεις (όπως είχαν υπολογιστεί από τους πίνακες που αναφέρθηκαν παραπάνω).

Αρχικές Υποχρεώσεις:	80.000 ευρώ
Πλέον Υποχρέωση leasing:	54.171 ευρώ
Μείον Μηνιαία μισθώματα:	6.126 ευρώ
<u>Πλέον Χρη/κές χρεώσεις:</u>	<u>1.310,86 ευρώ</u>
Αναμορφωμένες Υποχρεώσεις:	129.355,86 ευρώ

Τα ίδια Κεφάλαια αυξήθηκαν με τα Αναμορφωμένα Κέρδη προ φόρων και μειώθηκαν με τα Δημοσιευμένα κέρδη προ φόρων καθώς και με τις διαφορές Δημοσιευμένων και Αναμορφωμένων των προηγουμένων ετών. Συνεπώς η θετική διαφορά αύξανε τα ίδια Κεφάλαια ενώ η αρνητική τα ελάττωνε. Είναι ευκολονότο πως στην ανάλυση δεν υπολογίζονται οι φόροι για διευκόλυνση αλλά και διότι δεν αφορούν τα συμπεράσματα στα οποία αποσκοπεί αυτή η έρευνα ενώ γίνεται και η υπόθεση πως δεν γίνεται καμία διανομή κερδών από πλευράς εταιρείας. Έστω ότι από προηγούμενες χρήσεις είχαμε Αναμορφωμένα κέρδη – Πραγματικά κέρδη = 1.000:

Αρχικά ίδια Κεφάλαια:	50.000 ευρώ
Πλέον Αναμορφωμένα Κέρδη:	5.786,64 ευρώ
Μείον Πραγματικά Κέρδη:	10.000 ευρώ
<u>Πλέον Διαφορές Κερδών:</u>	<u>1.000 ευρώ</u>
Αναμορφωμένα ίδια Κεφάλαια:	44786,64 ευρώ

Το Σύνολο των Ενεργητικού αυξήθηκε με τη λογιστική αξία των παγίων μείον το ποσό των αποσβέσεων που αφορούσαν τη χρήση αλλά και τις σωρευτικές αποσβέσεις των προηγουμένων ετών. Στο ανωτέρω παράδειγμα θα είχαμε (έστω αποσβέσεις προηγουμένων ετών 5.000 ευρώ).

Αρχικό Συνολικό Ενεργητικό:	200.000 ευρώ
Πλέον Λογιστική αξία παγίων:	54.171 ευρώ
Μείον Αποσβέσεις χρήσης:	9.028,5 (=18.057 / 2 διότι το παράδειγμα γίνεται για τον υπολογισμό εξαμήνου)
<u>Μείον Σωρευμένες αποσβέσεις:</u>	<u>5.000 ευρώ</u>

Αναμορφωμένο Πάγιο Ενεργητικό: 240.142,5 ευρώ

Οι *Makroπρόθεσμες Υποχρεώσεις* αυξήθηκαν με το την αντίστοιχη υποχρέωση που δημιουργούταν λόγω κεφαλαιοποίησης του παγίου (όση και η λογιστική αξία κεφαλαιοποίησης) και μειώνονταν με το ποσό των μισθωμάτων πλέον.

τις χρηματοοικονομικές χρεώσεις (όπως είχαν υπολογιστεί από τους πίνακες που αναφέρθηκαν παραπάνω).

Αρχικές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις:	30.000 ευρώ
Πλέον Υποχρέωση leasing:	54.171 ευρώ
Μείον Μηνιαία μισθώματα:	6.126 ευρώ
<u>Πλέον Χρη/κές χρεώσεις:</u>	<u>1.310,86 ευρώ</u>
Αναμορφωμένες Υποχρεώσεις:	79.355,86 ευρώ

3.2 Υπολογισμός Αριθμοδεικτών

Αφού υπολογίστηκαν οι αρχικοί και οι αναμορφωμένοι λογαριασμοί του Ενεργητικού και του Παθητικού, ακολούθησε ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών που θα φανέρωναν τις επιπτώσεις του διαφορετικού τρόπου λογιστικοποίησης στην επεξεργασία των οικονομικών καταστάσεων. Υπολογίστηκαν λοιπόν οι εξής αριθμοδείκτες:

Return On Equity (ROE) = Κέρδη προ φόρων / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Debt To Equity (D/E) = Σύνολο Υποχρεώσεων / Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων

Assets Turnover = Κύκλος Εργασιών / Σύνολο Ενεργητικού

Assets To Equity (A/E) = Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Return On Assets (ROA) = Κέρδη προ φόρων / Σύνολο Ενεργητικού

Return On Capital Employed (ROCE) = Κέρδη προ φόρων / (Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων + Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις)

Profit Margin = Κέρδη προ φόρων / Κύκλο Εργασιών

Οι παραπάνω αριθμοδείκτες επιλέχθηκαν διότι επηρεάζονται άμεσα από τις αναμορφώσεις που έγιναν στα στοιχεία του ισολογισμού των εταιρειών και πέραν τούτου είναι ενδεικτικοί ως προς την οικονομική και κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας. Αφού υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες με τα αρχικά δεδομένα, υπολογίστηκαν εκ νέου με τα αναμορφωμένα στοιχεία όπως αυτά προήλθαν από τις

ανωτέρω αναμορφώσεις. Στη συνέχεια εξετάστηκαν οι μεταβολές των αριθμοδεικτών καθώς και η στατιστική σημαντικότητα των παραπάνω μεταβολών².

3.3 Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των μεταβολών έγινε με το στατιστικό πακέτο SPSS και συγκεκριμένα σε με Paired Samples T-test, τόσο two-tailed test όσο και one-tailed test. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν προήλθαν από τους παραπάνω αριθμοδείκτες και συγκεκριμένα από τις διαφορές 87 αριθμοδεικτών από 29 εταιρείες για τις χρονιές 2001 ως 2004.

Για two-tailed test είχαμε ην υπόθεση

$H_0: \text{Αριθμοδείκτης (after)} i - \text{Αριθμοδείκτης (before)} i = 0$

$H_1: \text{Αριθμοδείκτης (after)} i - \text{Αριθμοδείκτης (before)} i \neq 0$

Τα αποτελέσματα που βγήκαν από τον παραπάνω έλεγχο ήταν τα εξής.

Paired Samples Test

	Paired Differences			t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean			
ROA – ROA αναμορφωμένο	,0923110	,2999689	,0321600	2,870	86	,005
ROE – ROE αναμορφωμένο	-,0001420	,0088314	,0009468	-,150	86	,881
DEBT TO EQUITY – DEBT TO EQUITY αναμορφωμένο	-,1683680	,2971880	,0318619	-5,284	86	,000
ASSETS TURNOVER – ASSETS TURNOVER αναμορφωμένο	,0844011	,4620371	,0495356	1,704	86	,092
ASSETS TO EQUITY – ASSETS TO EQUITY αναμορφωμένο	-,1676339	,2942767	,0315498	-5,313	86	,000
ROCE – ROCE αναμορφωμένο	,0125928	,0285547	,0030614	4,113	86	,000
NET PROFIT MARGIN – NET PROFIT MARGIN αναμορφωμένο	,0031179	,0430199	,0046122	,676	86	,501

² Οι πίνακες με τους αριθμοδείκτες και τις μεταβολές τους παρατίθενται στο παράρτημα.

Όπως φαίνεται και από τον παραπάνω πίνακα (και συγκεκριμένα από την τελευταία στήλη) οι μεταβόλες των δεικτών ROA, DEBT TO EQUITY, ASSETS TO EQUITY και ROCE παρουσιάζουν μεγάλη στατιστική σημαντικότητα ενώ η μεταβολή του δείκτη ASSETS TURNOVER είναι λιγότερο στατιστικά σημαντική αλλά ικανοποιητική για περαιτέρω εξέταση καθώς γίνεται δεκτή σε one-tailed test³.

Εν συνεχεία έγινε μέσω one-tailed test η εξέταση της υπόθεσης ως προς τη φορά της μεταβολής των αριθμοδεικτών που είχαν στατιστική σημαντικότητα. Συγκεκριμένα οι υποθέσεις που έγιναν ήταν οι εξής

Για τον αριθμοδείκτη ROA περιμένουμε να υπάρχει μια μείωση καθώς αναμένεται μια αύξηση στον παρονομαστή του κλάσματος λόγω της κεφαλαιοποίησης των παγίων και συνεπώς η υπόθεση που κάνουμε είναι:

$$H_0: ROA \text{ (after)} - ROA \text{ (before)} = 0$$

$$H_1: ROA \text{ (after)} - ROA \text{ (before)} < 0$$

και με t score 2,870 σε σύγκριση με του πίνακες της κατανομής t απορρίπτεται η H_0 και γίνεται δεκτή η H_1 .

Για τον αριθμοδείκτη ASSETS TURNOVER αναμένεται παρομοίως μια μείωση καθώς και σε αυτήν την περίπτωση η αύξηση του παρανομαστή είναι μεγαλύτερη από την αύξηση του αριθμητή και συνεπώς η υπόθεση θα έχει τη μορφή:

$$H_0: AT \text{ (after)} - AT \text{ (before)} = 0$$

$$H_1: AT \text{ (after)} - AT \text{ (before)} < 0$$

και με t score 1,704 σε σύγκριση με του πίνακες της κατανομής t απορρίπτεται η H_0 και γίνεται δεκτή η H_1 .

Για τον αριθμοδείκτη D/E αναμένουμε αύξηση του δείκτη καθώς ένα σημαντικό ποσό υποχρεώσεων προστίθεται στο παθητικό με ανάλογη αύξηση του αριθμητή του συγκεκριμένου δείκτη και έτσι θα έχουμε την υπόθεση:

$$H_0: D/E \text{ (after)} - D/E \text{ (before)} = 0$$

$$H_1: D/E \text{ (after)} - D/E \text{ (before)} > 0$$

και με t score -5,284 σε σύγκριση με του πίνακες της κατανομής t απορρίπτεται η H_0 και γίνεται δεκτή η H_1 .

Για τον αριθμοδείκτη ASSETS TO EQUITY παρομοίως αναμένεται αύξηση καθώς ο αριθμητής θα αυξηθεί με το ποσό του παγίου που κεφαλαιοποιείται:

$$H_0: AE \text{ (after)} - AE \text{ (before)} = 0$$

³ Για το one tailed test θα παίρναμε το μισό του sig. όπως μας δίνεται από τον τελευταίο πίνακα, δηλαδή $0,092 / 2 = 0,046 < 0,05$ και συνεπώς είναι στατιστικά σημαντικό.

$H_1: AE \text{ (after)} i - AE \text{ (before)} i > 0$

και με t score -5,313 σε σύγκριση με του πίνακες της κατανομής t απορρίπτεται η H_0 και γίνεται δεκτή η H_1 .

Για τον αριθμοδείκτη ROCE αναμένουμε μείωση του δείκτη καθώς στον παρονομαστή θα προστεθεί το ποσό της μακροπρόθεσμης υποχρέωσης και συνεπώς:

$H_0: ROCE \text{ (after)} i - ROCE \text{ (before)} i = 0$

$H_1: ROCE \text{ (after)} i - ROCE \text{ (before)} i > 0$

και με t score 4,113 σε σύγκριση με του πίνακες της κατανομής t απορρίπτεται η H_0 και γίνεται δεκτή η H_1 .

Η αναμόρφωση των αριθμοδεικτών είναι η αναμενόμενη και μάλιστα στους πέντε από τους επτά αριθμοδείκτες με αρκετή στατιστική σημαντικότητα που συνεπάγεται πως οι δύο μέθοδοι λογιστικοποίησης δίνουν εν τέλει διαφορετική διάσταση στα δημοσιευμένα στοιχεία μιας επιχείρησης αλλά και της ανάλυσης που επάγεται μέσω της εξέτασης των οικονομικών καταστάσεων αυτών. Εν προκειμένω οι δείκτες επηρεάζονται ανάλογα το ποσό που πρόκειται να κεφαλαιοποιηθεί και όσο πιο μεγάλο είναι το ποσό αυτό τόσο μεγαλύτερη αναμένεται να είναι και η μεταβολή των αριθμοδεικτών αυτών.

Όλοι οι δείκτες με στατιστική σημαντικότητα παρουσιάζουν τη αναμενόμενη φορά ως προς τη μεταβολή τους, γεγονός που επαληθεύει τις διεθνείς μελέτες που αναφέρονται σε μεταβολή των αριθμοδεικτών κατά συγκεκριμένο τρόπο (βλέπε αρθρογραφική επισκόπηση). Τα πορίσματα της έρευνας αυτής επιβεβαιώνουν και την πρώτη μας υπόθεση, ότι δηλαδή όντως η κεφαλαιοποίηση του leasing θα επιφέρει σημαντική μεταβολή στους αριθμοδείκτες των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 4: Συσχέτιση με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις

Η παλινδρόμηση που ακολουθεί πραγματοποιήθηκε με βάση την αρχική ιδέα αυτής της εργασίας, που δεν ήταν να δημιουργηθεί ένα μοντέλο επεξήγησης της χρηματιστηριακής αξίας μιας μετοχής, αλλά η εύρεση μεγαλύτερης σχετικότητας με τις δύο διαφορετικές μεθόδους λογιστικοποίησης του leasing. Αυτός είναι και ο λόγος που για μεταβλητές επιλέχθηκαν οι αριθμοδείκτες και οι οποίοι, όπως είδαμε παραπάνω, μεταβάλλονται με τον διαφορετικό τρόπο λογιστικοποίησης. Αυτό που εξετάζεται στην προκειμένη περίπτωση είναι αν αυτή η μεταβολή έχει ληφθεί υπόψιν από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων. Για τη συσχέτιση της απόδοσης με τις επιμέρους μεταβλητές χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της γραμμικής παλινδρόμησης με μια εξαρτημένη και πέντε ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες αναφέρονται λεπτομερώς παρακάτω.

4.1 Οι μεταβλητές

Ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίστηκε η απόδοση της χρηματιστηριακής αξίας των εταιριών. Για την εύρεση των αποδόσεων των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών χρησιμοποιήθηκαν οι χρηματιστηριακές αξίες από την 1/1/2001 έως και 31/12/2004 ή για κάποιο χρονικό διάστημα εντός τους συγκεκριμένου ορίου (για παράδειγμα 2002 με 2004). Εν συνεχείᾳ υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις της εκάστοτε εταιρείας και με βάση αυτών υπολογίστηκε η ετήσια απόδοση ως ο μέσος όρος των ημερησίων αποδόσεων⁴. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιλέχθηκαν μεταξύ των αριθμοδεικτών και δύο ακόμα μεγεθών που θεωρήθηκαν ότι επεξηγούν σε κάποιο βαθμό την χρηματιστηριακή αξία.

Ως προς τους αριθμοδείκτες έγινε έλεγχος σχετικότητας μεταξύ τους ώστε να φανερωθεί η οποιαδήποτε συσχέτιση που μπορεί να υπάρχει. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον παρακάτω πίνακα

⁴ Οι αποδόσεις των εταιρειών παρατίθενται στο παράρτημα

Συσχετίσεις

		DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE
DEBT TO EQUITY	Pearson Correlation	1	,157	,861(**)	-,022	,229(*)
	Sig. (2-tailed)		,145	,000	,842	,007
	N	87	87	87	87	87
ASSETS TURNOVER	Pearson Correlation	,157	1	,087	,216(*)	,235(*)
	Sig. (2-tailed)	,145		,422	,045	,028
	N	87	87	87	87	87
ASSETS TO EQUITY	Pearson Correlation	,861(**)	,087	1	-,291(**)	,051
	Sig. (2-tailed)	,000	,422		,006	,640
	N	87	87	87	87	87
ROA	Pearson Correlation	-,022	,216(*)	-,291(**)	1	,497(**)
	Sig. (2-tailed)	,842	,045	,006		,000
	N	87	87	87	87	87
ROCE	Pearson Correlation	,229(*)	,235(*)	,051	,497(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,007	,028	,640	,000	
	N	87	87	87	87	87

** Συσχέτιση σημαντική σε επίπεδο 0.01 (2-tailed).

* Συσχέτιση σημαντική σε επίπεδο 0.05 (2-tailed).

Οι δείκτες Debt to Equity και Assets to Equity καθώς και οι ROA και ROCE σχετίζονται σε υψηλό βαθμό μεταξύ τους και συνεπώς δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε ένα ενιαίο υπόδειγμα καθώς θα υπάρχει σημαντική αλληλεπίδραση μεταξύ τους. Προτιμήθηκαν λοιπόν οι Debt To Equity και ROCE καθώς περιγράφουν καλύτερα την οικονομική θέση μιας επιχείρησης αφού υπολογίζουν τόσο τις Υποχρεώσεις όσο και τα Ιδια Κεφάλαια. Συνεπώς οι μεταβλητές που επιλέχθηκαν από τους αριθμοδείκτες είναι οι

- Debt To Equity
- ROCE
- Assets Turnover

Για την εύρεση της συσχέτισης πέραν των προαναφερθέντων αριθμοδεικτών χρησιμοποιήθηκαν, όπως αναφέρουμε παραπάνω, και δύο ακόμα μεταβλητές που στη διεθνή αρθρογραφία θεωρούνται ως αρκετά σημαντικές για τη χρηματιστηριακή αξία (Dechow, Patricia M, 1994, Easton Peter D. and Trevor S 1991). Τα δύο αυτά μεγέθη είναι οι Λειτουργικές Ροές και τα Κέρδη προ φόρων διαιρεμένα όμως με το σύνολο του ενεργητικού ώστε να γίνουν άμεσα συγκρίσιμα μεταξύ των επιχειρήσεων με διαφορετική δομή ενεργητικού (βιομηχανικές σε σχέση με εμπορικές για παράδειγμα αφού οι βιομηχανικές αναμένεται να έχουν δυσανάλογα μεγαλύτερο ενεργητικό σε

σχέση με τις εμπορικές)⁵. Ακόμη για τα Κέρδη προ φόρων παίρνουμε τη διαφορά από το ένα έτος στο άλλο διότι η μεταβολή των κερδών παίζει σημαντικό ρόλο για την πορεία μιας επιχείρησης, όπως την αντιλαμβάνονται οι διάφοροι χρήστες. Συνεπώς οι δύο άλλες μεταβλητές συνίστανται σε:

- Operating Cash Flow / Total assets
- Μεταβολή Earning Before Taxes / Total Assets

4.2 Η παλινδρόμηση

Η παλινδρόμηση έγινε σε δύο στάδια, καθώς πρώτα υπολογίστηκε η συσχέτιση σε σχέση με τα αρχικά μεγέθη και εν συνεχεία σε σχέση με τα αναμορφωμένα. Οι τύποι της παλινδρόμησης με τις μεταβλητές που προαναφέρθηκαν ήταν οι εξής:

$$A_t = \alpha_0 + \alpha_1[D/E]_{t-1} + \alpha_2[ROCE]_{t-1} + \alpha_3[AT]_{t-1} + \alpha_4[OpCF]_{t-1} + \alpha_5[\Delta EBT]_{t-1} + \varepsilon$$

όπου,

A = Χρηματιστηριακή απόδοση

D/E = Debt To Equity ratio

ROCE = Return On Capital employed ratio

AT = Assets Turnover ratio

OpCf = Operating Cash Flow / Total Assets

ΔEBT = (Earnings Before Taxes_{t-1} – Earnings Before Taxes_{t-2}) / Total Assets_{t-1}

ε = Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης

$$A_t = \alpha_0 + \alpha_1[D/E\alpha v]_{t-1} + \alpha_2[ROCE\alpha v]_{t-1} + \alpha_3[AT\alpha v]_{t-1} + \alpha_4[OpCF]_{t-1} + \alpha_5[EBT\alpha v]_{t-1} + \varepsilon$$

όπου,

A = Χρηματιστηριακή απόδοση

D/Eav = Debt To Equity ratio αναμορφωμένο

ROCEav = Return On Capital employed ratio αναμορφωμένο

ATav = Assets Turnover ratio αναμορφωμένο

⁵ Κάτι τέτοιο βέβαια δεν θα μπορούσε να γίνει με τους αριθμοδείκτες αφού είναι από τη φύση τους σταθμισμένοι καθώς είναι λόγοι απολύτων μεγεθών και μια πιθανή διαίρεση με ένα μέγεθος δεν θα είχε νόημα.

$OpCf = \text{Operating Cash Flow} / \text{Total Assets}$

$\Delta EBTav = (\text{Earnings Before Taxes}_{t-1} \text{ αναμορφωμένο} - \text{Earning Before taxes}_{t-2}$

Αναμορφωμένο) / Total Assets_{t-1}

$\varepsilon = \text{Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης}$

Τα παραπάνω μοντέλα μας δίνουν την απόδοση A μια μετοχής στην χρονική περίοδο t σαν συνάρτηση των αριθμοδεικτών D/E, ROCE και Assets Turnover μαζί με τη μεταβολή των κερδών από τη χρονική περίοδο t-2 στη χρονική περίοδο t-1 καθώς και σαν συνάρτηση των λειτουργικών ταμειακών ροών τη χρονική περίοδο t-1. Αξίζει να σημειωθεί πως τα κέρδη και οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι σταθμισμένες με το σύνολο του ενεργητικού ώστε να υπάρχει συγκριτισμότητα μεταξύ διαφορετικών εταιρειών. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων πριν και μετά την αναμόρφωση θα απαντήσει στο αρχικό ερώτημα του αν τα αναμορφωμένα στοιχεία θα επεξηγήσουν σε μεγαλύτερο βαθμό την χρηματιστηριακή απόδοση μια εταιρείας.

Για τα αρχικά δεδομένα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων παίρνουμε τα εξής αποτελέσματα

Αποτελέσματα παλινδρόμησης Δημοσιευμένων στοιχείων

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,438	,192	,131	,226481835253399

Predictors: σταθερά α, Κέρδη/ΣΕ, D/E, ASSETS TURNOVER, ROCE, Ροές/ΣΕ

ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	,806	5	,161	3,142	,013
Residual	3,385	66	,051		
Total	4,191	71			

Predictors: σταθερά α, Κέρδη/ΣΕ, D/E, ASSETS TURNOVER, ROCE, Ροές/ΣΕ
Εξαρτημένη μεταβλητή: Αποδόσεις

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		a	Std. Error			
1	(Σταθερή)	,033	,043		-,763	,448
	DEBT TO EQUITY	-,021	,023	-,109	-,897	,373
	ASSETS TURNOVER	4,16E-006	,022	,000	,000	1,000
	ROCE	-,088	,067	-,214	-1,321	,191
	Ροές / ΣΕ	,610	,179	,557	3,405	,001
	Κέρδη / ΣΕ	,788	,232	,560	3,393	,001

Εξαρτημένη μεταβλητή: Αποδόσεις

Για τα αναμορφωμένα στοιχεία η παλινδρόμηση μας δίνει τα παρακάτω αποτελέσματα:

Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Αναμορφωμένων στοιχείων

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,445	,198	,137	,225650369162819

Predictors: σταθερά α, Κέρδη/ΣΕ αναμορφωμένα, D/E αναμορφωμένο, ASSETS TURNOVER αναμορφωμένο, ROCE αναμορφωμένο, Ροές/ΣΕ αναμορφωμένο

ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1					
Regression	,831	5	,166	3,263	,011
Residual	3,361	66	,051		
Total	4,191	71			

Predictors: σταθερά α, Κέρδη/ΣΕ αναμορφωμένα, D/E αναμορφωμένο, ASSETS TURNOVER αναμορφωμένο, ROCE αναμορφωμένο, Ροές/ΣΕ αναμορφωμένο

Εξαρτημένη μεταβλητή: Αποδόσεις

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		a	Std. Error			
1	(Σταθερή)	-,031	,045		-,700	,486
	Ροές / ΣΕ	,625	,181	,571	3,456	,001
	Κέρδη	,821	,242	,567	3,397	,001
	ROCE αναμορφωμένο	-,091	,068	-,218	-1,333	,187
	ASSETS TURNOVER αναμορφωμένο	,003	,026	,014	,106	,916
	DEBT TO EQUITY αναμορφωμένο	-,023	,022	-,127	-1,056	,295

Εξαρτημένη μεταβλητή: Αποδόσεις

Σαφέστατα κανένα από τα δύο μοντέλα δεν είναι επεξηγηματικό ως προς την εξαρτημένη μεταβλητή (κάτι που δεν ήταν ασφαλώς και το ζητούμενο) αφού το R square και στις δύο περιπτώσεις είναι αρκετά χαμηλό (19,2% και 19,8% αντίστοιχα). Εν τούτοις όμως παρατηρείται μια βελτίωση στο δεύτερο υπόδειγμα καθώς το R square αυξάνεται έστω και λίγο. Αυτή η αύξηση δεν είναι ιδιαίτερα σημαντική και συνεπώς μπορούμε να υποθέσουμε πως και τα δύο αυτά υποδείγματα έχουν την ίδια επεξηγηματικότητα στην εξαρτημένη μεταβλητή.

Για να κρίνουμε όμως τελείως την επεξηγηματικότητα του μοντέλου πρέπει να προχωρήσουμε στο F – test. Οι υποθέσεις που κάνουμε τόσο για το πρώτο μοντέλο με τα δημοσιευμένα στοιχεία όσο και στο δεύτερο με τα αναμορφωμένα είναι:

H_0 : Το μοντέλο δεν επεξηγεί ικανοποιητικά τις μεταβολές της ανεξάρτητης μεταβλητής

H_1 : Το μοντέλο επεξηγεί ικανοποιητικά τις μεταβολές της ανεξάρτητης μεταβλητής

Και για τις δύο περιπτώσεις βλέπουμε από τα αποτελέσματα του πίνακα ANOVA πως τα ποσοστά είναι 0,13 και 0,11 για πριν και μετά την αναμόρφωση και συνεπώς επιβεβαιώνεται πως τα δύο αυτά υποδείγματα δεν είναι ιδιαίτερα επεξηγηματικά. Η μικρή αύξηση της επεξηγηματικότητας στο δεύτερο υπόδειγμα (το F statistic από 3,142 σε 3,263) δεν είναι ιδιαίτερα στατιστικά σημαντική και συνεπώς

το δεύτερο μοντέλο δεν προσφέρει σημαντική επεξήγηση σε σχέση με το πρώτο μοντέλο. Πέραν τούτου, ως προς τις μεταβλητές, αρκετά επεξηγηματική δείχνει να είναι, και στις δύο περιπτώσεις, η μεταβολή των κερδών και οι λειτουργικές ροές (t statistic 3,393 και 3,397 για τη μεταβολή των κερδών, 3,405 και 3,456 για τις λειτουργικές ροές) και ενώ πολύ μικρότερη επεξήγηση παρουσιάζει το ROCE (t statistic ίσο με -1,321 και -1,333). Οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν δείχνουν να είναι ιδιαίτερα σημαντικές για το υπόδειγμα.

Κεφάλαιο 5: Συμπέρασμα

Παρόλο που τα αναμορφωμένα στοιχεία δείχνουν να «πλησιάζουν» πιο πολύ την χρηματιστηριακή απόδοση των εταιρειών προς εξέταση, η διαφορά σε σχέση με τα δημοσιευμένα στοιχεία είναι πολύ μικρή (19,2% τα δημοσιευμένα σε σχέση με 19,8% των αναμορφωμένων). Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η ελληνική αγορά έχει προεξοφλήσει σε αρκετά μεγάλο ποσοστό τη διαφορά στον τρόπο λογιστικοποίησης του leasing ανάμεσα στα δύο συστήματα. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε δύο βασικούς λόγους που να ωθούν την αγορά προς αυτήν την κατεύθυνση.

Ο πρώτο λόγος είναι ότι η παρουσία του leasing σε μια επιχείρηση ως πιοτικό παρά ως ποσοτικό στοιχείο με την έννοια πως οι εταιρείες που χρησιμοποιούν πάγια με leasing αξιολογούνται το ίδιο από την αγορά, ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίο έχουν λογιστικοποιήσει τα πάγια αυτά. Ένας manager μπορεί να προχωρήσει στην απόκτηση παγίων Leasing για καθαρά επιχειρησιακούς λόγους και όχι αμιγώς λογιστικούς. Η αγορά παγίων με Leasing είναι δυνατόν να θεωρούνται από την αγορά ως σημάδια αδυναμίας της επιχείρησης να αγοράσει τα πάγια της ή προσπάθεια «φτηνού δανεισμού». με αποτέλεσμα να χαίρουν της ίδιας αντιμετώπισης είτε έχουν κεφαλαιοποιήσει τα πάγια αυτά είτε όχι. Αυτό έχει σαν συνέπεια η αγορά να λαμβάνει υπόψιν το leasing των επιχειρήσεων αδιαφορώντας για τον τρόπο που έχει λογιστικοποιηθεί (Bowman 1980, Gao 1996)

Ο δεύτερος λόγος, και ίσως πιο ουσιαστικός, είναι πως οι οικονομικοί αναλυτές εμπεριέχουν στις αναμορφώσεις των οικονομικών καταστάσεων τα πάγια με Leasing κατά την έκδοση των αναμορφωμένων αποτελεσμάτων που εκδίδουν και συνεπώς η αγορά είναι ήδη ενήμερη για αυτές τις μεταβολές που επιφέρουν στις οικονομικές καταστάσεις η κεφαλαιοποίηση των leasing παγίων. Όπως έχουν ήδη δείξει οι έρευνες (βλέπε αρθρογραφική επισκόπηση) διεθνώς οι αγορές προεξοφλούν στα υπέρ ή τα κατά μιας επιχείρησης την παρουσία leasing παγίων. Είναι λογικό μια αρκετά αποτελεσματική αγορά να μην περιμένει την κεφαλαιοποίηση ενός παγίου για να την αξιολογήσει αλλά να το έχει ήδη κάνει από την αναγγελία της σύμβασης. Δεν πρέπει να ξεχνούμε άλλωστε πως ακόμα και στην περίπτωση του operating leasing η

υποχρέωση από πλευράς επιχείρησης για καταβολή μισθωμάτων είναι δεδομένη, ακόμα και αν αυτή δεν περιλαμβάνεται στις οικονομικές καταστάσεις.

Η αλλαγή στον τρόπο λογιστικοποίησης που προβλέπει το IAS 17 θα επιφέρει σημαντικές αλλαγές στην εικόνα των οικονομικών καταστάσεων τόσο των lessee όσο και των lessor τόσο σε απόλυτους αριθμούς (ποσά στο υπόλοιπα των λογαριασμών) όσο και στην χρηματοοικονομική κατάσταση που αυτές εκφράζουν (αριθμοδείκτες). Η αγορά φαίνεται να προεξοφλεί την παρουσία του leasing αλλά ισχύει αυτό για όλους τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων; Για παράδειγμα μια τράπεζα στην έκδοση ενός δανείου, θα συμπεριλάβει στον υπολογισμό της οικονομικής θέσης της εταιρείας το leasing, ή θα κινηθεί με τα ποσά που δημοσιεύονται; Αυτό την παρούσα στιγμή δεν μπορούμε να το υποθέσουμε, αλλά μπορούμε να κατανοήσουμε εν μέρει και την προσπάθεια των managers να «λεπτύνουν» τον ισολογισμό τους από πάγια και υποχρεώσεις στην περίπτωση του δανεισμού. Αυτός είναι και ο λόγος που προσπαθούν να κατηγοριοποιήσουν τα leasing τους ως operating, αποφεύγοντας την κεφαλαιοποίηση των παγίων.

Το συμπέρασμα αυτό έρχεται σε εναρμόνιση με τη διεθνή εμπειρία και στη ουσία επιβεβαιώνει τη βασική υπόθεση της έρευνας αυτής. Η κεφαλαιοποίηση, εν τέλει, ή μη του leasing είναι ένα από τα προβλήματα που ακόμα και σήμερα είναι αντικείμενο συζήτησης μεταξύ των ερευνητών. Δεν είναι λίγες οι απόψεις που μιλούν για πλήρη κεφαλαιοποίηση του leasing ανεξάρτητα από το εάν έχει χαρακτηριστεί finance ή operating (Stones 1972). Η άποψη αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι αφού η αγορά ήδη προεξοφλήσει την παρουσία leasing παγίων δεν έχει καμία σημασία ο διαχωρισμός και συνεπώς για τη συγκριτισμότητα και την ουσία των οικονομικών καταστάσεων τα πάγια να κεφαλαιοποιούνται. Ορισμένοι αποφαίνονται ότι οι δύο αυτοί μέθοδοι είναι δεσμευτικοί διότι προσπαθούν να κατηγοριοποιήσουν πολλές και διαφορετικού είδους συμβάσεις με ανόμοια χαρακτηριστικά (Hawkins Dm, Whele MM, 1974).

Είναι γεγονός πως ακριβώς επειδή δεν υπάρχει ενιαίο θεωρητικό πλαίσιο και προοπτική για τον ακριβή τρόπο λογιστικοποίησης του leasing, υπάρχουν και οι αμφιβολίες σχετικά με το αν η μία ή η άλλη μέθοδος είναι χρησιμότερη για τις ανάγκες των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων (Gao Simon 1996). Μία ενιαία πολιτική πάνω σε αυτό το θέμα αφενός μεν θα περιόριζε το creative accounting ορισμένων επιχειρήσεων σχετικά με τη λογιστικοποίηση του leasing (Xerox, Global

Crossing⁶) αφετέρου θα αποθάρρυνε του managers από το να αναζητούν ρήτρες στις συμβάσεις leasing ώστε η σύμβαση να χαρακτηριστεί ως operating (ή finance, ανάλογα την περίπτωση). Ακόμη η εναρμόνιση όλων των κρατών υπό ένα θεσμικό πλαίσιο θα βοηθούσε στην προσπάθεια που γίνεται για άμεση συσχέτιση των οικονομικών καταστάσεων διαφορετικών κρατών και θα οδηγούσε στην αύξηση της αποτελεσματικότητας των διεθνών αγορών.

Αρθρογραφία - Βιβλιογραφία



Αρθρογραφία

Abdel-khalik, A.R., (1981), *The Economic Effects on Lessees of FASB Statement No. 13, Accounting for Leases*, Financial Accounting Standards Board, Stamford, CT.

Beattie, V.A., Goodacre, A. and Thomson, S., (2000a), *Operating leases and the assessment of lease-debt substitutability*, Journal of Banking and Finance, 24(3), 427-470.

Beattie, V.A., Goodacre, A. and Thomson, S., (2000b), *Recognition versus disclosure: an investigation of the impact on equity risk using UK operating lease disclosures*, Journal of Business Finance and Accounting, 27(9&10), 1185-1224.

Beattie, V.A., Goodacre, A. and Thomson, S., (2001a), *Lease accounting reform: the views of UK finance directors*, paper presented at the British Accounting Association Annual Conference 2001, Nottingham.

Bowman, R. G., (April 1980), *The Debt Equivalence of Leases: An Empirical Investigation*, The Accounting Review, Apr80, Vol. 55 Issue 2, p237

Dechow, Patricia M., (July 1994), *Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals*, Journal of Accounting and Economics Volume 18, Issue 1, Pages 3-42.

Dresdner Kleinwort Benson (1998), *Operating leases: the retail house of cards*, Dresdner Kleinwort Benson Research, London.

Drury, C. and Braund, S. (1990), *The leasing decision: a comparison of theory and practice*, Accounting and Business Research, 20(79), 179-191.

Easton Peter D. and Trevor S., (1991), Harris , *Earnings as an explanatory variable for returns*. Journal of Accounting Research 29, pp. 19–36.

Elam, R. (1975), *The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios*, The Accounting Review, 50 (1), pp. 25-43.

Ely, K.M., (1995), *Operating lease accounting and the market's assessment of equity risk*, Journal of Accounting Research, 33(2), 397-415.

Finnerty, J. E., R. N. Fitzsimmons and T. W. Oliver, (October 1978), *Lease Capitalization and Systematic Risk*, The Accounting Review, Oct80, Vol. 55 Issue 4, p631



Gao S. Simon, 1996, *International Leasing: Its Financial and Accounting Application*, European Accounting Review, Vol. 5 Issue 3, p563-567

Godfrey, J.M. and Warren. S.M., (1995), *Lessee reactions to regulation of accounting for leases*, Abacus, 31(2), 201-228.

Goodacre Alan, (2003), *Assessing the potential impact of lease accounting reform: a review of the empirical evidence*, Journal of Property Research, Vol. 20 Issue 1, p49

Gopalakrishnan, V. and Parkash, M., (1996), *The debt-equivalency of recognized vs. disclosed obligations: an examination of borrower and lender perceptions*, Research in Accounting Regulation, 10, 63-77.

Gopalakrishnan, V. and Parkash, M., (1996), *The debt-equivalency of recognized vs. disclosed obligations: an examination of borrower and lender perceptions*, Research in Accounting Regulation, 10, 63-77.

Hall, William D., November, (1967), *Current Problems In Accounting For Leases*, Journal of Accountancy, Vol. 124 Issue 5, p35

Hawkins Dm, Whele MM, Copeland RM, (1974), *Accounting For Leases*, Accounting Review, 49 (3) pp 631-632

Imhoff, E.A., Lipe, R.C. and Wright, D.W., (1991), *Operating leases: impact of constructive capitalization*, Accounting Horizons, 5(1), 51-63.

Imhoff, E.A., Lipe, R.C. and Wright, D.W., (1993), *The effects of recognition versus disclosure on shareholder risk and executive compensation*, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 8(4), 335-368.

Imhoff, E.A., Lipe, R.C. and Wright, D.W., (1997), *Operating leases: income effects of constructive capitalization*, Accounting Horizons, 11(2), 12-32.

Ingberman, M J Roben and G Sorter, (1979), *How Lease Capitalization Under FASB Statement No. 13 Will Affect Financial Ratios*, Financial Analysts Journal Jan/Feb79, Vol. 35 Issue 1, p28

Monson, Dennis W, (Sep2001), *The Conceptual Framework and Accounting for Leases*, Accounting Horizons, Vol. 15 Issue 3, p275

Mayer-Sommer, A.P., (1979), *Understanding and acceptance of the efficient markets hypothesis and its accounting implications*, Accounting Review, 54(1), 88-106.

Munter, P. and Ratcliffe, T.A., (1983), *An assessment of user reactions to lease accounting disclosure*, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 6(2), 108-114.

Prakash, P. and Rappaport, A., (1977), *Information inductance and its significance for accounting*, Accounting, Organisations and Society, 2(1), 29-38.

Stone, Frances, (Jan/Feb72), *Accounting for Financial Analysis*, Financial Analysts Journal, Vol. 28 Issue 1, p96-97

Taylor, P. and Turley, S., (1985), *The views of management on accounting for leases*, Accounting and Business Research, 16(61), 59-67.

Whittred, G., and I. Zimmer, (1986), *Accounting Information in the Market for Debt*, Accounting and Finance,

Whittred, G., and I. Zimmer, (1988), *Financial Accounting: Incentive Effects and Economic Consequences*, Holt, Rinehart and Winston,

Wilkins, T. and Zimmer, I., (1983a), *The effect of leasing and different methods of accounting for leases on credit evaluations*, Accounting Review, 58(4), 749-764.

Wilkins, T. and Zimmer, I., (1983b), *The effect of alternative methods of accounting for leases - an experimental study*, Abacus, 19(1), 64-75.

Wolk, Harry I., (1968), *Accounting for Leases: A Further Examination of the Issues*, Journal of Accounting Research Vol. 6 Issue 1, p153-157

Βιβλιογραφία

Σακέλλης Ε, 1993, Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο, Αθήνα

Grant Thornton, 2004, Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα I.F.R.S. Αναλυτική παρουσίαση, έκδοση Α, τόμος πρώτος, Αθήνα

Έκδοση Σώματος Ορκωτών Λογιστών, 1998, Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο Αριθμός 17, Αθήνα

Παπάς Αντώνιος, 1998, Χρηματοοικονομική Λογιστική, Αθήνα

Χαλικιάς Ιωάννης, 2003, Στατιστική - Μέθοδοι Ανάλυσης για επιχειρηματικές αποφάσεις, Αθήνα

Άλλες Πηγές

Νόμος 1665/1986

Γνωμάτευση Συμβουλίου Λογιστικής 199/1994

Παράρτημα

Πίνακας 1

Συγκεντρωτικός Πίνακας στοιχείων Leasing

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΕΙΔΟΣ ΠΑΓΙΟΥ	ΑΞΙΑ ΠΑΓΙΟΥ	ΜΙΣΘΩΜΑ(μηνιαίο)	ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΜΙΣΘΩΣΗΣ
ΒΑΡΔΑΣ	ακίνητο	4.050.000	180 δόσεις	27/1/2003 - 27/12/2017
>>	ακίνητο	6.984.122	180 δόσεις	1/10/2003 - 1/9/2018
>>			843000(ετήσιο)	
ΒΩΒΟΣ	ακίνητο		426.685	2004 - 2018
>>	ακίνητο		265.900	2004 - 2017
>>	ακίνητο		155.435	2003 - 2013
>>	ακίνητο		105.940	2002 - 2014
>>	ακίνητο		79.500	2004 - 2018
>>	ακίνητο		45.750	2003 - 2016
>>	ακίνητο		1.449.210	2003 - 2013
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	φορτηγό		225,38	18/6/2002 - 13/2/2006
>>	3 οχήματα		8412,01(το ένα)	9/8/2002 - 9/8/2005
KRETA	ακίνητα		38.151	1/1/2003 - 31/12/2003
>>		8.640.499	71.000	1/1/2004 - 29/5/2017
ΔΕΛΤΑ	εξοπλισμός	648.084		2003 - 2008
>>	εξοπλισμός	1.106.770		2003 - 2013
>>	εξοπλισμός	2.946.932		2002 - 2012
>>			968000(ετήσιο)	
ΔΙΕΚΑΤ	οχήματα	461.931	281,6 ανά 2,93 χιλ εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	422.930	921,72 ανά 10.000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	39.790	188,48 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	53.651	188,48 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	73.461	188,48 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	19.913	188,48 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	54.171	188,48 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	28.494	188,48 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	9.950	902,22 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	66.990	900,66 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	22.300	900,66 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	43.041	905,54 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	43.728	905,54 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	14.576	905,54 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	72.881	900,80 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	55.290	900,80 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	14.674	901,71 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	81.724	1875,80 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008

>>	οχήματα	126.884	908,30 ανά 10000 εξ.	2003 - 2008
>>	οχήματα	72.417	906,00 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	72.417	906,00 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	69.800	906,10 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	25.500	906,10 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	46.200	906,10 ανά 10000	2003 - 2006
>>	οχήματα	38.000	906,10 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	75.500	906,10 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
>>	οχήματα	73.500	906,10 ανά 10000 εξ.	2003 - 2006
ΔΟΛ	οχήματα		1.494	2002 - 2007
>>	οχήματα		6.563	2003 - 2006
>>	οχήματα		2.726	2004 - 2007
ΕΜΦΑΣΙΣ	εξοπλισμός	131.230	2.266	28/1/2000 - 28/1/2005
>>	ακίνητα		37.296	25/10/2000 - 25/10/2015
FORTHNET	εξοπλισμός		503480(ετήσιο)	8/12/2004 - 8/12/2007
>>	ακίνητο		58010(ετήσιο)	11/2/2004 - 11/2/2019
HITECH	εξοπλισμός		7107,03(1ο μίσθωμα)	25/4/2002 - 24/4/2005
>>			2023,74(35 μισθώματα)	
>>	εξοπλισμός		246	22/1/2004 - 22/1/2007
>>	οχήματα		217	6/11/2004 - 6/11/2007
>>	2 οχήματα		268,47(ανά όχημα)	16/11/1999 - 16/11/2004
>>	οχήματα		305	16/10/2001 - 16/10/2004
>>	οχήματα		525	6/4/2001 - 6/4/2004
>>	οχήματα		264	3/4/2002 - 3/4/2006
>>	οχήματα		998	6/6/2002 - 6/6/2006
>>	οχήματα		492	7/3/2003 - 7/3/2007
>>	οχήματα		272	13/6/2003 - 13/6/2007
>>	οχήματα		317	1/5/2004 - 8/11/2005
>>	οχήματα		834	1/10/2003 - 25/3/2007
>>	οχήματα		680	1/10/2003 - 1/7/2005
>>	οχήματα		369	11/2/2004 - 10/3/2007
>>	οχήματα		409	15/10/2004 - 14/10/2007
>>	οχήματα		258	24/6/2004 - 23/6/2007
>>	οχήματα		805	7/2/2003 - 7/2/2007
>>	οχήματα		600	25/11/2002 - 25/5/2003
>>	οχήματα		600	12/6/2003 - 12/12/2004
>>	οχήματα		660	5/7/2001 - 5/7/2004
>>	οχήματα		349	1/7/2003 - 1/7/2006
>>	ακίνητα	3.350.000		6/7/2004 - 6/7/2014
INTERSONIC	μηχανήματα		2.756	29/9/2001 - 30/6/2003
>>	μηχανήματα		9.645	29/6/2001 - 30/6/2003
>>	μηχανήματα		946	15/6/2001 - 15/3/2006
>>	μηχανήματα		1.921	22/11/2001 - 22/8/2006
>>	ακίνητα		1.208	26/7/2002 - 26/4/2007
>>	μηχανήματα		460	30/3/2002 - 30/12/2006
>>	μηχανήματα		9.783	30/3/2001 - 30/9/2005
>>	μηχανήματα		2.060	30/3/2001 - 30/6/2005

>>	μηχανήματα		10.057	24/11/2000 - 19/10/2005
>>	μηχανήματα		2.065	24/11/2000 - 3/9/2005
>>	μηχανήματα		19.684	24/11/2000 - 3/9/2005
>>	μηχανήματα		17.081	2/11/2000 - 30/6/2005
>>	μηχανήματα		3.465	17/4/2002 - 17/1/2007
>>	μηχανήματα		33.774	15/8/2003 - 15/11/2006
>>	μηχανήματα		4.776	5/8/2003 - 5/2/2007
>>	μηχανήματα		8.949	5/9/2003 - 5/12/2006
ΛΑΝΝΕΤ				
>>	εξοπλισμός	72154,14(ετήσια)		5/9/2001 - 5/9/2004
>>	εξοπλισμός	193387(ετήσια)		15/1/2002 - 15/1/2005
>>	εξοπλισμός	39385(ετήσια)		25/2/2002 - 25/2/2005
>>	εξοπλισμός	21003,63(ετήσια)		25/3/2004 - 25/3/2007
>>	εξοπλισμός	287086,35(ετήσια)		25/4/2002 - 25/3/2005
>>	εξοπλισμός	69185,84(ετήσια)		25/6/2002 - 25/5/2005
>>	εξοπλισμός	211473,09(ετήσια)		25/9/2002 - 25/8/2005
>>	εξοπλισμός	54868,08(ετήσια)		25/12/2002 - 25/11/2005
>>	εξοπλισμός	213419,78(ετήσια)		5/4/2003 - 5/3/2006
>>	εξοπλισμός	104098,25(ετήσια)		25/7/2003 - 25/6/2006
>>	εξοπλισμός	67314,24(ετήσια)		21/5/2001 - 20/5/2004
>>	εξοπλισμός	39720(ετήσια)		27/11/2001 - 26/11/2004
>>	εξοπλισμός	81876(ετήσια)		14/12/2001 - 13/12/2004
>>	εξοπλισμός	67243,14(ετήσια)		9/8/2004 - 9/5/2007
>>	εξοπλισμός	69063,42(ετήσια)		16/8/2004 - 16/5/2007
NEWSPHONE				
>>	εξοπλισμός	5.572	155	30/4/2002 - 30/3/2005
>>	εξοπλισμός	11.463	355	25/7/2002 - 25/6/2005
>>	εξοπλισμός	129.285	3.591	29/10/2002 - 29/9/2005
>>	εξοπλισμός	39.276	1.091	14/1/2004 - 14/12/2006
>>	εξοπλισμός	62.818	1.745	8/4/2004 - 8/3/2007
>>	εξοπλισμός	57.600	1.600	12/03/2002 - 12/03/2006
>>	οχήματα	32.760	910	13/08/02 - 12/8/2005
>>	οχήματα	71.343	2.743	1/3/2003 - 9/5/2005
>>	οχήματα	16.413	374	1/8/2003 - 1/8/2006
>>	οχήματα	191.005	3.924	25/11/2003 - 25/11/2006
>>	οχήματα	47.954	1.096	4/8/2004 - 3/8/2007
>>	εξοπλισμός	505.586	15.331	6/1/2005 - 6/12/2007
NOTOS				
>>	εξοπλισμός	46.926	1.417	2003 - 25/9/2005
ΟΠΑΠ				
>>	φορτηγά	337.008		15/12/2002 - 15/12/2007
>>	φορτηγά	835.912	20.526	15/12/2002 - 15/12/2008
>>	φορτηγά	133.100	4.568	1/10/2004 - 1/10/2009
>>	φορτηγά			25/2/2004 - 25/02/2009
>>	φορτηγά			25/2/2004 - 25/02/2009
>>	φορτηγά		9.569	25/2/2004 - 25/02/2009
>>	φορτηγά		1.661	25/2/2004 - 25/02/2009
ΠΑΙΡΗΣ				
>>	εξοπλισμός	536.785	65259,18(ετήσιο)	2003 - 2015
ΠΛΑΙΣΙΟ				
>>	οχήματα	6.342	1.468	25/9/2000 - 24/9/2005
>>	εξοπλισμός	1.279.093	293.263	25/10/2000 - 24/10/2005

ΠΡΟΜΟΤΑ	Εξοπλισμός	25.519	6878,96(ετήσιο)	2001 - 2004
REVOIL	οχήματα		613	7/3/2001 - 7/3/2006
>>	οχήματα		332	17/4/2001 - 17/4/2006
>>	2 οχήματα		370,53(έκαστο)	9/7/2001 - 9/7/2006
>>	οχήματα		310	15/5/2003 - 15/5/2008
>>	εξοπλισμός	755.362		
>>	φορτηγά	92.500		2002 - 2005
>>	φορτηγά	112.000		
>>	φορτηγά	102.000		
>>	φορτηγά	110.000	91 ανά 1000 ευρώ(τριμηνιαίο)	
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	ακίνητα		2200(24 μήσθια)	5/1/2001 - 5/2/2011
>>	>>		1150(6 μήσθια)	>>
>>	>>		8700(όλα τα άλλα)	>>
>>	οχήματα		62.500	15/4/2004 - 15/4/2007
SPRIDER	ακίνητο	27.000.000	220.103	1/12/2003 - 5/1/2016
>>	ακίνητο		20.543	15/10/2004 - 14/10/2019
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	εξοπλισμός	8.795.304	366.471	15/10/2001 - 15/10/2007
>>	μηχανήματα	250.000	9.615	6/8/2003 - 6/8/2006
>>	μηχανήματα	127.318	5.305	5/6/2002 - 5/6/2008
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	οχήματα	33.731	703	23/12/2002 - 23/12/2006
>>	οχήματα	25.709	536	23/12/2002 - 23/12/2006
>>	οχήματα	26.639	554,98	23/5/2003 - 23/5/2007
>>	οχήματα	16.353	341	13/6/2003 - 13/6/2007
>>	οχήματα	17.956	748	14/8/2003 - 14/8/2005
>>	οχήματα	34.103	710	23/9/2003 - 23/9/2007
>>	οχήματα	14.400	300	14/8/2003 - 14/8/2007
>>	οχήματα	19.062	530	30/9/2003 - 30/9/2006
>>	οχήματα	19.062	530	30/9/2003 - 30/9/2006
>>	οχήματα	58.360	1.216	22/10/2003 - 22/10/2007
>>	οχήματα	28.606	596	21/1/2004 - 21/1/2008
>>	οχήματα	27.511	573	15/1/2004 - 15/1/2008
>>	οχήματα	28.061	585	7/5/2004 - 7/5/2008
>>	οχήματα	19.635	935	3/2/2003 - 3/11/2004
>>	οχήματα	9.817	467	3/2/2003 - 3/11/2004
>>	οχήματα	19.378	538	9/4/2002 - 9/4/2005
>>	οχήματα	21.877	608	4/4/2000 - 4/4/2003
>>	οχήματα	35.987	750	18/10/2001 - 18/10/2005
>>	οχήματα	41.547	866	27/1/2000 - 27/1/2004
>>	οχήματα	25.123	523	22/11/1999 - 22/11/2003
>>	οχήματα	17.636	367	10/3/2000 - 10/3/2004
>>	οχήματα	18.968	527	16/12/2002 - 16/12/2005
>>	οχήματα	14.422	401	29/5/2002 - 29/5/2005
>>	οχήματα	29.950	624	1/3/2004 - 1/3/2008
>>	οχήματα	29.951	624	1/3/2004 - 1/3/2008
>>	οχήματα	29.951	624	1/3/2004 - 1/3/2008
>>	οχήματα	18.817	392	1/5/2004 - 1/5/2008

>>	οχήματα	18.817	392	1/5/2004 - 1/5/2008
>>	οχήματα	18.817	392	1/5/2004 - 1/5/2008
>>	οχήματα	33.148	691	1/1/2004 - 1/1/2008
>>	εξοπλισμός	776.915	12.949	23/9/2002 - 23/9/2007
>>	εξοπλισμός	11.722.837	65.127	23/4/2003 - 23/4/2018
>>	εξοπλισμός	5.116.571	111.230	13/12/2002 - 13/10/2006
UNIBRAIN	οχήματα	50.154	10031(ετήσιο)	28/6/2002 - 27/6/2007
ΑΛΥΣΙΔΑ	ακίνητο	4.500.000	604770,4(ετήσιο)	2004-2014
SHELMAN	μηχανήματα	2.504.333	2.619	2003 - 2005
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	ακίνητο	10.300.000		2001 - 2011
MODA BAGNO	ακίνητο	4.003.259,17		2003 - 2013
ΤΑΣΟΓΛΟΥ	ακίνητο	6.700.000		30/6/2003 - 30/6/2018

Πίνακας 2

	Αριθμοδείκτες 2004						
	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
NEWSPHONE	0,3698	0,7846	0,8992	0,3002	1,2321	0,3698	0,2298
ΔΙΕΚΑΤ	0,3010	2,9175	0,9550	1,9755	0,1524	0,1730	0,0783
NOTOS	0,3168	1,2827	0,7930	1,2521	0,2530	0,2608	0,1735
ΟΠΑΠ	5,2610	5,7182	3,1605	2,2858	2,3016	4,3196	0,2401
ΠΑΙΡΗΣ	0,0404	1,1124	0,5228	1,1992	0,0337	0,0404	0,0361
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,4788	1,3632	2,4624	0,3560	1,3452	0,4775	0,0756
SPRIDER	0,1335	0,6695	1,0585	0,6909	0,1933	0,1316	0,0754
CRETA	0,1158	0,9938	0,9149	0,9711	0,1193	0,1086	0,0635
REVOIL	0,1964	1,0622	7,0132	1,1724	0,1675	0,1728	0,0135
ΒΑΡΔΑΣ	0,2413	2,7695	0,9569	1,1537	0,2092	0,1152	0,0668
ΒΩΒΩΣ	0,1732	0,8669	0,5386	0,2014	0,8600	0,1577	0,1704
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	0,2384	0,8100	0,6546	0,8194	0,2910	0,1742	0,1999
ΔΕΛΤΑ	0,1711	1,0425	0,4175	0,4358	0,3927	0,1382	0,1993
ΔΟΛ	0,0456	0,2482	0,5936	0,8040	0,0567	0,0422	0,0607
ΕΜΦΑΣΙΣ	0,2229	1,4776	0,2856	0,4074	0,5473	0,1326	0,3128
FORTHNET	0,0329	0,7549	0,0049	0,1054	0,3123	0,0258	3,7279
HITECH	0,1049	0,7966	0,4895	0,3968	0,2644	0,0846	0,1185
ΛΑΝΝΕΤ	-0,3697	1,7292	0,8366	1,0177	-0,3633	-0,2538	-0,1608
ΠΡΟΜΟΤΑ	-0,1517	2,4309	0,3334	1,1832	-0,1282	-0,0750	-0,1320
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0752	1,2580	0,4514	1,4375	0,0523	0,0385	0,0737
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	-0,8155	6,5995	0,6729	3,8971	-0,2092	-0,1754	-0,1564
UNIBRAIN	-0,0119	0,0636	0,0764	0,6144	-0,0194	-0,0119	-0,1460
ΑΛΥΣΙΔΑ	0,0165	0,1494	0,3725	0,1235	0,1338	0,0165	0,0385
SHELMAN	0,0030	0,9974	0,5638	0,7737	0,0039	0,0024	0,0027
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	0,0157	1,1542	0,2285	0,6648	0,0235	0,0118	0,0290
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0615	0,1551	0,2582	0,2041	0,3011	0,0615	0,2058
MODA BAGNO	0,0423	1,5455	0,7248	0,8607	0,0492	0,0423	0,0223
ΤΑΣΟΓΛΟΥ	0,0199	0,5302	6,2707	0,0677	0,2935	0,0199	0,0205

	Αναποροφωμένοι Αριθμοδείκτες 2004						
	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
NEWSPHONE	0,3700	0,7866	0,8980	0,3026	1,2226	0,3693	0,2298
ΔΙΕΚΑΤ	0,3008	2,9751	0,9452	2,0306	0,1481	0,1686	0,0777
NOTOS	0,3168	1,2829	0,7930	1,2523	0,2529	0,2608	0,1735
ΟΠΑΠ	5,2687	5,7461	3,1532	2,3058	2,2850	4,2624	0,2400
ΠΑΙΡΗΣ	0,0406	1,1413	0,5155	1,2286	0,0331	0,0394	0,0364
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,4798	1,3720	2,4568	0,3622	1,3246	0,4750	0,0756
SPRIDER	0,1292	1,4793	0,7171	1,4953	0,0864	0,0710	0,0726
CRETA	0,1137	1,2031	0,8429	1,1620	0,0978	0,0903	0,0612
REVOIL	0,1966	1,1188	7,0083	1,2047	0,1632	0,1682	0,0132
ΒΑΡΔΑΣ	0,2350	3,8235	0,7605	2,1645	0,1086	0,0753	0,0640

ΒΩΒΟΣ	0,1693	1,8508	0,3592	1,1608	0,1458	0,0817	0,1641
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	0,2386	0,8134	0,6536	0,8225	0,2901	0,1739	0,2000
ΔΕΛΤΑ	0,1853	1,1321	0,3729	0,6351	0,2918	0,1340	0,2317
ΔΟΛ	0,0456	0,2496	0,5929	0,8054	0,0566	0,0421	0,0607
ΕΜΦΑΣΙΣ	0,2232	1,6921	0,2643	0,6114	0,3651	0,1180	0,3115
FORTHNET	0,0296	1,0861	0,0042	0,4310	0,0688	0,0185	3,3455
HITECH	0,1611	0,8709	0,4230	0,6128	0,2629	0,1175	0,2023
ΛΑΝΝΕΤ	-0,3679	1,7670	0,8263	1,0533	-0,3493	-0,2464	-0,1599
ΠΡΟΜΟΤΑ	-0,1520	2,4323	0,3177	1,3544	-0,1122	-0,0751	-0,1322
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0743	1,2845	0,4514	1,4421	0,0515	0,0376	0,0726
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	-0,8193	6,7554	0,6624	4,0370	-0,2029	-0,1710	-0,1565
UNIBRAIN	-0,0122	0,0674	0,0762	0,6180	-0,0197	-0,0121	-0,1492
ΑΛΥΣΙΔΑ	0,0228	0,5455	0,2755	0,5261	0,0433	0,0162	0,0534
SHELMAN	0,0003	1,0546	0,5544	0,8170	0,0003	0,0002	0,0002
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	0,0138	1,2443	0,2209	0,7486	0,0185	0,0098	0,0255
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0612	0,1831	0,2528	0,2295	0,2668	0,0596	0,2045
MODA BAGNO	0,0364	1,7917	0,6711	1,0843	0,0335	0,0297	0,0190
ΤΑΣΟΓΛΟΥ	0,0166	0,8794	1,9640	0,4091	0,0405	0,0123	0,0170

Πίνακας 3

Αριθμοδείκτες 2003

	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
NEWSPHONE	0,3207	0,7224	0,8848	0,1815	1,7666	0,3207	0,1963
ΔΙΕΚΑΤ	0,1171	1,1689	0,5875	0,7368	0,1590	0,0879	0,0914
NOTOS	0,5768	2,4625	1,2417	1,3652	0,4225	0,3862	0,1323
ΟΠΑΠ	2,7468	3,5168	2,9626	2,1362	1,2858	1,9991	0,1688
ΠΑΙΡΗΣ	0,0682	1,4855	0,6148	1,3087	0,0521	0,0682	0,0443
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,4538	1,3079	2,4129	0,3422	1,3261	0,4429	0,0805
SPRIDER	0,2972	1,6478	0,8123	0,8257	0,3599	0,2861	0,1379
CRETA	0,0787	1,0838	0,6707	0,8166	0,0963	0,0646	0,0560
REVOIL	0,1922	1,0140	7,0013	1,0759	0,1786	0,1560	0,0136
ΒΑΡΔΑΣ	0,2019	2,9090	0,8420	1,0991	0,1837	0,0973	0,0612
ΒΩΒΟΣ	0,2958	1,2577	0,3332	0,2404	1,2304	0,2508	0,3674
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	0,0866	0,8057	0,7607	0,7539	0,1148	0,0866	0,0629
ΔΕΛΤΑ	0,3226	1,5088	0,5877	0,4013	0,8039	0,2535	0,2166
ΔΟΛ	0,0661	0,2798	0,5231	0,8145	0,0812	0,0661	0,0977
ΕΜΦΑΣΙΣ	1,4719	1,4719	0,3095	0,5141	2,8630	0,8691	1,9099
HITECH	0,4048	0,8255	0,4911	0,5581	0,7254	0,3396	0,4498
INTERSONIC	-0,1262	4,6512	0,0756	4,5644	-0,0276	-0,0646	-0,2953
ΛΑΝΝΕΤ	0,0258	1,0438	0,6589	0,6866	0,0375	0,0191	0,0191
ΠΡΟΜΟΤΑ	-0,1053	2,1580	0,3908	0,9327	-0,1128	-0,0478	-0,0842
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0446	0,9703	0,3722	1,4193	0,0314	0,0364	0,0606
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	-1,3400	5,9550	0,5259	3,4270	-0,3910	-0,5604	-0,3619
UNIBRAIN	0,0109	0,1945	0,4731	0,4884	0,0223	0,0109	0,0193
SHELMAN	0,0033	0,9818	0,5788	0,7669	0,0043	0,0029	0,0029
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	0,1166	0,9067	0,4644	0,6119	0,1905	0,1140	0,1277
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0476	0,1174	0,2212	0,2064	0,2309	0,0476	0,1927
MODA BAGNO	0,0428	1,6397	0,7752	0,8113	0,0528	0,0427	0,0208
ΤΑΣΟΓΛΟΥ	0,0117	0,4132	0,5601	0,0630	0,1855	0,0117	0,0147

Αναμορφωμένοι Αριθμοδείκτες 2003

	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
NEWSPHONE	0,3207	0,7259	0,8830	0,1855	1,7289	0,3196	0,1962
ΔΙΕΚΑΤ	0,1157	1,1967	0,5801	0,7661	0,1510	0,0851	0,0901
NOTOS	0,5768	2,4633	1,2415	1,3659	0,4223	0,3860	0,1323
ΟΠΑΠ	2,7464	3,5240	2,9586	2,1441	1,2809	1,9890	0,1688
ΠΑΙΡΗΣ	0,0684	1,5285	0,6042	1,3522	0,0506	0,0656	0,0445
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,4545	1,3267	2,3980	0,3574	1,2716	0,4365	0,0805
SPRIDER	0,2967	2,7505	0,5741	1,9271	0,1540	0,1386	0,1376
CRETA	0,0670	1,2826	0,6203	0,9993	0,0671	0,0477	0,0471
REVOIL	0,1867	1,0955	6,8956	1,1336	0,1647	0,1443	0,0129
ΒΑΡΔΑΣ	0,1969	4,0120	0,6611	2,1845	0,0901	0,0622	0,0593
ΒΩΒΟΣ	0,2903	1,5139	0,2940	0,5677	0,5114	0,2035	0,3576
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	0,0863	0,8166	0,7565	0,7643	0,1130	0,0854	0,0627
ΔΕΛΤΑ	0,3436	1,8150	0,4820	0,8789	0,3910	0,2046	0,2512

ΔΟΛ	0,0661	0,2812	0,5225	0,8159	0,0810	0,0660	0,0977
ΕΜΦΑΣΙΣ	1,4784	1,7480	0,2800	0,7807	1,8936	0,7522	1,9079
HITECH	0,4313	1,0740	0,4843	0,5612	0,7686	0,2943	0,4986
INTERSONIC	-0,1307	4,9092	0,0734	4,8049	-0,0272	-0,0606	-0,3012
ΛΑΝΝΕΤ	0,0250	1,0925	0,6450	0,7324	0,0341	0,0179	0,0184
ΠΡΟΜΟΤΑ	-0,1053	2,1592	0,3907	0,9336	-0,1128	-0,0478	-0,0842
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0441	0,9774	0,3714	1,4254	0,0309	0,0358	0,0598
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	-1,3460	6,1251	0,5153	3,5847	-0,3755	-0,5289	-0,3622
UNIBRAIN	0,0107	0,1993	0,4713	0,4930	0,0217	0,0106	0,0189
SHELMAN	0,0004	1,0389	0,5676	0,8133	0,0005	0,0004	0,0004
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	0,1148	1,0050	0,4433	0,7073	0,1623	0,1026	0,1255
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0472	0,1481	0,2158	0,2350	0,2007	0,0458	0,1904
MODA BAGNO	0,0360	1,9047	0,7098	1,0632	0,0338	0,0286	0,0174
ΤΑΣΟΓΛΟΥ	0,0103	0,6985	0,4673	0,3463	0,0296	0,0080	0,0128

Πίνακας 4

Αριθμοδείκτες 2002

	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
NEWSPHONE	0,6489	1,0600	0,3064	0,3214	2,0192	0,6489	1,0138
NOTOS	0,2297	1,3587	0,7857	1,2337	0,1862	0,1547	0,1222
ΟΠΑΠ	2,3214	3,9946	2,5437	2,1887	1,0607	1,4103	0,1619
ΠΑΙΡΗΣ	0,0712	1,8281	0,6713	1,4056	0,0506	0,0712	0,0380
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,3190	1,0567	2,4634	0,3538	0,9016	0,3190	0,0622
REVOIL	0,4179	3,8808	6,7772	2,7206	0,1536	0,2155	0,0126
ΒΩΒΩΣ	0,3335	1,0900	0,4442	0,0790	4,2198	0,2663	0,3518
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	0,0559	0,4321	0,9130	0,4215	0,1326	0,0559	0,0427
ΔΕΛΤΑ	0,2801	0,9042	0,6574	0,3822	0,7329	0,2502	0,2209
ΔΟΛ	0,0116	0,2218	0,5339	0,7144	0,0163	0,0116	0,0176
ΕΜΦΑΣΙΣ	0,2563	1,8554	0,4257	0,8882	0,2885	0,1859	0,2081
HITECH	0,1959	0,7562	0,4380	0,3271	0,5989	0,1656	0,2495
INTERSONIC	-0,1152	2,4745	0,0000	2,6860	-0,0429	-0,0625	
ΛΑΝΝΕΤ	-0,1252	1,1398	0,0729	1,1592	-0,1080	-0,0786	-0,8010
ΠΡΟΜΟΤΑ	0,2120	0,9236	6,4244	0,0538	3,9401	0,2120	0,1470
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0393	0,9798	1,7750	1,3948	0,0282	0,0236	0,0583
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	-0,8830	6,3182	0,4974	4,0071	-0,2204	-0,2676	-0,2400
UNIBRAIN	-0,0179	0,0980	0,7761	0,4886	-0,0367	-0,0179	-0,0221
SHELMAN	0,0028	0,7674	0,6403	0,6530	0,0042	0,0023	0,0024
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	-0,0758	0,6077	0,2884	0,5865	-0,1293	-0,0758	-0,1618
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0277	0,0773	0,1414	0,6469	0,0429	0,0277	0,1820
MODA BAGNO	0,6489	1,0600	0,3064	0,3214	2,0192	0,6489	1,0138

Αναμορφωμένοι Αριθμοδείκτες 2002

	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
NEWSPHONE	0,6486	1,0733	0,3042	0,3363	1,9288	0,6405	1,0127
NOTOS	0,2297	1,3591	0,7856	1,2341	0,1861	0,1547	0,1222
ΟΠΑΠ	2,3206	4,0000	2,5395	2,1967	1,0564	1,4035	0,1620
ΠΑΙΡΗΣ	0,0713	1,8906	0,6565	1,4683	0,0486	0,0671	0,0381
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,3189	1,0865	2,4334	0,3802	0,8388	0,3103	0,0620
REVOIL	0,3950	4,2610	6,5498	3,0092	0,1312	0,1796	0,0114
ΒΩΒΩΣ	0,3331	1,1980	0,4230	0,1858	1,7925	0,2450	0,3512
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	0,0557	0,4490	0,9026	0,4382	0,1271	0,0547	0,0425
ΔΕΛΤΑ	0,3093	1,2427	0,5368	0,7823	0,3953	0,2076	0,2542
ΔΟΛ	0,0116	0,2223	0,5339	0,7145	0,0163	0,0116	0,0177
ΕΜΦΑΣΙΣ	0,2547	2,4405	0,3566	1,4604	0,1744	0,1305	0,2052
HITECH	0,1900	0,8115	0,4270	0,3758	0,5056	0,1539	0,2406
INTERSONIC	-0,1214	2,6414	0,0000	2,8425	-0,0427	-0,0610	
ΛΑΝΝΕΤ	-0,1276	1,2276	0,0702	1,2448	-0,1025	-0,0759	-0,8145
ΠΡΟΜΟΤΑ	0,2119	0,9249	6,3954	0,0548	3,8642	0,2117	0,1469
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0388	0,9863	1,7541	1,4007	0,0277	0,0233	0,0576

ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	-0,8869	6,5299	0,4847	4,2109	-0,2106	-0,2532	-0,2405
UNIBRAIN	-0,0181	0,1038	0,7719	0,4943	-0,0365	-0,0180	-0,0222
SHELMAN	-0,0002	0,8219	0,6250	0,7008	-0,0002	-0,0001	-0,0001
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	-0,0760	0,6509	0,2810	0,6294	-0,1207	-0,0728	-0,1621
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0271	0,1091	0,1376	0,6780	0,0399	0,0262	0,1773
MODA BAGNO	0,6486	1,0733	0,3042	0,3363	1,9288	0,6405	1,0127

Πίνακας 5

Αριθμοδείκτες 2001

	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,1967	1,1769	1,9112	0,4766	0,4127	0,1967	0,1967
REVOIL	0,3719	3,2708	8,7532	2,1061	0,1766	0,2456	0,3719
ΕΜΦΑΣΙΣ	0,5373	4,0208	0,4181	2,3571	0,2279	0,2655	0,5373
HITECH	0,3875	1,0590	0,7427	0,5757	0,6730	0,3875	0,3875
INTERSONIC	0,1033	2,5685	0,5871	1,8772	0,0550	0,0571	0,1033
ΛΑΝΝΕΤ	-0,6366	1,3861	0,1647	2,3281	-0,2734	-0,6366	-0,6366
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0435	0,9599	0,3112	1,2958	0,0336	0,0297	0,0435
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	0,0552	2,6425	0,4635	2,1493	0,0257	0,0247	0,0552
SHELMAN	0,0336	0,6715	0,5617	0,6628	0,0507	0,0314	0,0336
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	0,0442	0,3267	0,3364	0,5775	0,0765	0,0442	0,0442
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0210	0,0639	0,0957	0,6509	0,0322	0,0210	0,0210
MODA BAGNO	0,1967	1,1769	1,9112	0,4766	0,4127	0,1967	0,1967

Αναμορφωμένοι Αριθμοδείκτες 2001

	ROE	DEBT TO EQUITY	ASSETS TURNOVER	ASSETS TO EQUITY	ROA	ROCE	NET PROFIT MARGIN
ΠΛΑΙΣΙΟ	0,1956	1,2186	1,8781	0,5158	0,3793	0,1881	0,0467
REVOIL	0,3713	3,2902	8,7299	2,1197	0,1752	0,2425	0,0099
ΕΜΦΑΣΙΣ	0,5320	5,7319	0,3163	4,0445	0,1315	0,1438	0,2466
HITECH	0,3892	1,0798	0,7307	0,6078	0,6404	0,3802	0,2546
INTERSONIC	0,0971	2,7378	0,5652	2,0340	0,0477	0,0494	0,0447
ΛΑΝΝΕΤ	-0,6366	1,3981	0,1563	2,3400	-0,2721	-0,6291	-17,5549
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	0,0430	0,9658	0,3104	1,3014	0,0331	0,0293	0,0700
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	0,0549	2,7651	0,4487	2,2715	0,0242	0,0233	0,0323
SHELMAN	0,0310	0,7206	0,5473	0,7091	0,0436	0,0277	0,0326
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	0,0442	0,3273	0,3361	0,5781	0,0764	0,0441	0,1894
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,0202	0,0957	0,0929	0,6824	0,0296	0,0195	0,1980
MODA BAGNO	0,1956	1,2186	1,8781	0,5158	0,3793	0,1881	0,0467

Πίνακας 7

	Αποδόσεις				
	2001	2002	2003	2004	2005
NEWSPHONE			0,441861	-0,0013	
ΔΙΕΚΑΤ			0,210202	-0,29028	-0,29028
ΝΟΤΟΣ	-0,02372	0,334291	-0,03794	-0,03794	
ΟΠΑΠ	0,152874	0,057976	0,24249	0,24249	
ΠΑΙΡΗΣ	-0,11818	-0,03555	-0,21367	-0,21367	
ΠΛΑΙΣΙΟ	-0,04607	-0,00429	0,272753	0,003518	0,003518
SPRIDER				-0,20411	-0,20411
CRETA			-0,05105	0,008221	0,008221
REVOIL				-0,10701	-0,10701
ΒΑΡΔΑΣ			0,004251	-0,09304	-0,09304
ΒΩΒΟΣ	-0,01611	-0,01263	-0,13139	-0,13139	
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-0,3084	0,222429	-0,02758	-0,02758	
ΔΕΛΤΑ				-0,0408	-0,0408
ΔΟΛ	-0,24583	0,396761	-0,04676	-0,04676	
ΕΜΦΑΣΙΣ			-0,17806	-0,25119	-0,25119
FORTHNET				-0,0168	-0,0168
HITECH	0,041707	0,07004	-0,2085	-0,2085	
INTERSONIC	0,143534	-0,3347	0,162429	-0,79746	
ΛΑΝΝΕΤ		-0,33955	0,295185	-0,41854	-0,41854
ΠΡΟΜΟΤΑ	0,122395	-0,1187	-0,51893	-0,51893	
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	-0,15849	-0,12372	0,19915	0,189407	0,189407
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ	-0,19341	-0,38393	0,098167	-0,09645	-0,09645
UNIBRAIN		-0,50279	0,069065	-0,1472	-0,1472
ΑΛΥΣΙΔΑ				0,247339	0,247339
SHELMAN	-0,26197	-0,24126	0,120243	-0,17171	-0,17171
ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΜΗ	-0,1039	-0,09442	-0,16579	-0,14791	-0,14791
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	-0,07863	-0,11198	0,36413	-0,16779	-0,16779
ΜΟΔΑ ΒΑΓΝΟ			-0,00344	-0,2873	-0,2873
ΤΑΣΟΓΛΟΥ			0,248947	0,027341	0,027341

Οι αποδόσεις του 2005 είναι υπολογισμένες μέχρι τις 15 Σεπτεμβρίου