

Brigham, Ehrhardt & Fox

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΑΠΟ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ**



Κεφάλαιο 19

Λοιπές Μορφές Χρηματοδότησης: Μίσθωση,
Προνομιούχες Μετοχές, Παραστατικά Κτήσης
Μετοχών και Μετατρέψιμα Χρεόγραφα



Θέματα Κεφαλαίου

- Είδη μισθώσεων
- Φορολογικός Χειρισμός των μισθώσεων
- Επιπτώσεις στις Οικονομικές Καταστάσεις
- Ανάλυση από τον εκμισθωτή
- Ανάλυση από τον μισθωτή
- Άλλα θέματα της ανάλυσης των μισθώσεων

Τι είναι η Μίσθωση;

- Οι **μισθωτικές πράξεις** (*lease transactions*) συνιστούν μια μορφή μίσθωσης αντί αγοράς. Οι (χρηματοοικονομικές) μισθώσεις συνδέουν δυο αντισυμβαλλόμενα μέρη: τον **εκμισθωτή** (*lessor*) ή τον ιδιοκτήτη του κεφαλαιουχικού αγαθού (ή του μισθίου) και τον **μισθωτή** (*lessee*), τον χρήστη του αγαθού, ο οποίος συμφωνεί να καταβάλλει έναντι της χρήσης του αγαθού ένα ή περισσότερα μισθώματα.

Πέντε Είδη Μισθώσεων

■ Λειτουργικές μισθώσεις

- Βραχυπρόθεσμες και συνήθως ακυρώσιμες
- Περιλαμβάνει συνήθως συντήρηση
- Δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό

■ Χρηματοδοτική μίσθωση

- Μακροπρόθεσμη και μη ακυρώσιμη
- Δεν περιλαμβάνει υπηρεσίες συντήρησης
- Εμφανίζεται στον ισολογισμό

Πέντε Είδη Μισθώσεων

- **Πώληση και Αναμίσθωση.** Σύμφωνα με την συμφωνία πώλησης και αναμίσθωσης, η εταιρία που κατέχει γήπεδα, κτίρια και εγκαταστάσεις πουλάει τα περιουσιακά της στοιχεία σε μίαν άλλη και ταυτόχρονα εκτελεί μια συμφωνία μίσθωσης των παγίων για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο και με καθορισμένους όρους.
 - Στην ουσία είναι μια εναλλακτική μορφή ενυπόθηκου δανείου
 - **Συνδυαστικές Μισθώσεις**
 - Στην πράξη οι μισθώσεις δεν είναι απόλυτα καθορισμένες ως λειτουργικές ή χρηματοδοτικές, αλλά συνδυάζουν κάποια χαρακτηριστικά και των δύο.

Πέντε Είδη Μισθώσεων

■ «Συνθετικές» Μισθώσεις

- Σε μια τυπική συνθετική μίσθωση, η εταιρία που θέλει να αποκτήσει ένα περιουσιακό στοιχείο —γενικά ένα ακίνητο με μεγάλη διάρκεια ζωής— συστήνει αρχικά μια οντότητα ειδικού σκοπού — με δανειακά κεφάλαια
- Η οντότητα αυτή μπορεί στη συνέχεια να επιτύχει σηματοδότηση, τυπικά κατά 97% από ένα τραπεζικό ίδρυμα και κατά 3% μέσω ιδίων κεφαλαίων προερχόμενων από τρίτο πρόσωπο ή από την εταιρία που τη συνέστησε. . Στη συνέχεια, η ΟΕΣ χρησιμοποιεί τα κεφάλαια αυτά για να αγοράσει το ακίνητο το οποίο μισθώνει στην εταιρία που την συνέστησε με μακροχρόνιες παρατάσεις. Η μίσθωση αυτή δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό.

Φορολογικές Επιπτώσεις

- Το σύνολο των μισθωμάτων που καταβάλλει ο μισθωτής εκπίπτει της φορολογίας.

Επιπτώσεις στις Οικονομικές Καταστάσεις

- Υπό ορισμένες συνθήκες, τα μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις που προκύπτουν από την μίσθωση δεν εμφανίζονται άμεσα στον ισολογισμό της εταιρίας. Ως εκ τούτου, η μίσθωση καλείται **χρηματοδότηση εκτός ισολογισμού**
- Σύμφωνα με την Δήλωση FASB 13, για να γίνει αποδεκτή μια οικονομική αναφορά, οι εταιρίες που προβαίνουν σε χρηματοοικονομικές ή κεφαλαιακές μισθώσεις οφείλουν να αναμορφώσουν τον ισολογισμό τους και να αναφέρουν τα μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία στην κατηγορία «Πάγια» και την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων στις υποχρεώσεις. Η διαδικασία αυτή καλείται **κεφαλαιοποίηση της μίσθωσης**

Αξιολόγηση από τον Μισθωτή

- Η επιλογή είναι μεταξύ της αγοράς με πιθανές πληρωμές τόκων και κόστους συντήρησης με φορολογικές εκπτώσεις
- Και μίσθωσης με τακτικές αλλά φορολογικά εκπιπτόμενες πληρωμές
- Για το λόγο αυτό πρέπει να γίνει μια κλασική αποτίμηση της καθαρής παρούσας αξίας δεδομένου ότι οι ταμειακές ροές είναι σαφώς καθορισμένες.

Αξιολόγηση από τον Εκμισθωτή

- Όπως και πριν έχουμε ένα πρόβλημα καθαρής παρούσας αξίας

Καθαρό τίμημα αγοράς

Κόστος συντήρησης

Φορολογική έκπτωση δαπανών συντήρησης

Φορολογική έκπτωση αποσβέσεων

Είσπραξη μισθωμάτων

Φορολογία μισθωμάτων

Υπολειμματική αξία

Φορολογία υπολειμματικής αξίας

Καθαρές ταμειακές ροές

Λόγοι για Μίσθωση

- Οι εταιρίες σε κακή οικονομική κατάσταση οι οποίες αντιμετωπίζουν το φάσμα της πτώχευσης μπορεί να επιτύχουν μια χρηματοδοτική μίσθωση σε χαμηλότερο κόστος από ένα συγκρίσιμο δάνειο επειδή:
- (1) οι εκμισθωτές βρίσκονται συχνά σε πλέον προνομιακή θέση από τους δανειστές στην περίπτωση πτώχευσης του μισθωτή,
- (2) οι εκμισθωτές που εξειδικεύονται σε ορισμένου είδους εξοπλισμό μπορεί να βρίσκονται σε καλύτερη θέση όσον αφορά τη διάθεση του εξοπλισμού που ανακτάται από ότι οι τράπεζες ή από άλλους δανειστές.

Λόγοι για Μίσθωση

- Τα περισσότερα από τα αεροπλάνα της πολιτικής αεροπορίας αποκτώνται με μίσθωση: μεγαλύτερη ευελιξία.
- Ο εξοπλισμός υψηλής τεχνολογίας υπόκειται σε ταχύτατη και απρόβλεπτη τεχνολογική απαξίωση.
- Αβεβαιότητα για τη ζήτηση και επομένως για το χρονικό διάστημα που θα χρειαστεί ο εξοπλισμός.
- “Μίσθωση κατά διαδικασία” Ο μισθωτής πληρώνει με τη χρήση του μισθίου (π.χ..φωτοτυπικό μηχάνημα): Μείωση της αβεβαιότητας.

Πως επηρεάζεται ο Ισολογισμός από την Μίσθωση;

- Για λόγους λογιστικής απεικόνισης, οι μισθώσεις καταχωρούνται είτε ως κεφαλαιουχικές, είτε ως λειτουργικές.
- Οι κεφαλαιουχικές μισθώσεις εμφανίζονται άμεσα στον ισολογισμό του μισθωτή.
- Οι λειτουργικές μισθώσεις, οι οποίες καλούνται και χρηματοδότηση εκτός ισολογισμού, πρέπει να εμφανίζονται στις υποσημειώσεις του ισολογισμού.
- Ποιος είναι ο λόγος ύπαρξης των κανονισμών αυτών;

Προνομιούχες Μετοχές - Μια Χρηματοδότηση που δεν είναι Ομόλογο ούτε Μετοχή

- Οι προνομιούχες μετοχές έχουν ονομαστική αξία (ή αξία ρευστοποίησης).
- Το μέρισμα δηλώνεται είτε ως ποσοστό της ονομαστικής αξίας ή ως συγκεκριμένες νομισματικές μονάδες ανά μετοχή, είτε ως ένα απόλυτο νούμερο.
- Αν τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών δεν έχουν καλυφθεί, η εταιρία δεν υποχρεώνεται να τα καταβάλλει. Το σωρευτικό ποσό των μερισμάτων που οφείλονται από προηγούμενες χρήσεις πρέπει να καταβληθεί πριν από τη διανομή μερισματος στις κοινές μετοχές.
- Τα μη καταβληθέντα μερίσματα καλούνται σε καθυστέρηση
- Σε αντίθεση με τα ομόλογα, η μη-πληρωμή δεν πυροδοτεί την πτώχευση της εταιρίας
- Τα μερίσματα εκπίπτουν συνήθως της φορολογίας

Άλλα Είδη Προνομιούχων Μετοχών

- Προνομιούχες μετοχές δείκτη ή αναπροσαρμοζόμενου επιτοκίου (*adjustable rate preference shares*) είναι προσδεσμένες στο επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου.
- Προνομιούχες μετοχές αγοράς χρήματος ή σε δημοπρασία (*market auction preferred shares* ή *money market preferred shares*). Ο ανάδοχος προβαίνει σε δημοπρασία μίας έκδοσης κάθε επτά εβδομάδες.

Αξιολόγηση Προνομιούχων Μετοχών

- Σε αντίθεση με τα ομόλογα, η υποχρέωση καταβολής μερίσματος δεν είναι εδραιωμένη.
- Αναμένεται τυπικά να πληρωθούν.
- Ο φορολογικός χειρισμός δεν είναι το ίδιο ευνοϊκός με τα ομόλογα.
- Δεν φέρουν δικαίωμα ψήφου και έτσι αποφεύγεται η αραίωση της ιδιοκτησίας.

Τίτλοι Παραστατικών Δικαιωμάτων Κτήσης Μετοχών

- Ο τίτλος κτήσης μετοχών ή παραστατικό δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (*warrant*) είναι ένα πιστοποιητικό που εκδίδεται από μια εταιρία και δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα να αγοράσει ένα δηλωμένο αριθμό μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή μέσα σε κάποιο χρονικό διάστημα.
- Οι τίτλοι αυτοί εκδίδονται μαζί με χρέος και χρησιμοποιούνται ως δέλεαρ προκειμένου οι επενδυτές να αγοράσουν μακροπρόθεσμα χρέη της εταιρίας με χαμηλότερο επιτόκιο από εκείνο που θα αιτούσαν διαφορετικά.

Αρχική Αγοραία Τιμή Ομολόγου Αγοράς με Τίτλους Παραστατικών Δικαιωμάτων Κτήσης Μετοχών

- Η Informatics θα μπορούσε να προβεί στην έκδοση απλών ομολόγων με επιτόκιο 10%.
- Τα ομόλογα πουλήθηκαν με επιτόκιο 8%. Όποιος αγόραζε ομόλογα στην αρχική τιμή προσφοράς των \$1.000 παραλάμβανε ένα πακέτο που περιλάμβανε ένα εικοσαετές ομόλογο προς 8% πλέον 20 τίτλους παραστατικών δικαιωμάτων κτήσης μετοχών.
- Οι τελευταίοι ήταν στην ουσία δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών της εταιρίας.

Χρήση των Τίτλων Παραστατικών Δικαιωμάτων Κτήσης Μετοχών στην Χρηματοδότηση

- Τα παραστατικά κτήσης μετοχών χρησιμοποιούνται από μικρές εταιρίες με γρήγορη ανάπτυξη ως «γλυκαντικό» στην πώληση χρέους ή προνομιούχων μετοχών.
- Το σύνολο σχεδόν των παραστατικών κτήσης μετοχών που εκδίδονται σήμερα είναι αποσπώμενοι.
- Η τιμή εξάσκησης των παραστατικών κτήσης μετοχών καθορίζεται συνήθως σε επίπεδα κατά 20-30% ανώτερα της τρέχουσας τιμής της μετοχής που ισχύει την ημέρα της έκδοσης.
- Ένα άλλο επιθυμητό χαρακτηριστικό των παραστατικών κτήσης μετοχών είναι ότι γενικά εισφέρουν κεφάλαια στην εταιρία τη στιγμή που τα χρειάζεται. Εφόσον η εταιρία συνεχίζει να αναπτύσσεται θα χρειαστεί νέα μετοχικά κεφάλαια. Ταυτόχρονα, η ανάπτυξη θα προκαλέσει αύξηση της τιμής των μετοχών και οι τίτλοι παραστατικών κτήσης μετοχών θα ασκηθούν προσφέροντας στην εταιρία τα απαραίτητα κεφάλαια

Επιπτώσεις της μίσθωσης στην Κεφαλαιακή Δομή της Εταιρίας

- Η μίσθωση είναι υποκατάστατο του χρέους.
- Ως εκ τούτου, η μίσθωση αυξάνει την ικανότητα ανάληψης χρέους από τη εταιρία.
- Έστω ότι μια εταιρία έχει βέλτιστη κεφαλαιακή δομή 50/50. Το ήμισυ των περιουσιακών της στοιχείων είναι μισθωμένο. Πως πρέπει να χρηματοδοτηθεί το εναπομένον μέρος των περιουσιακών στοιχείων;

Μετατρέψιμα Χρεόγραφα

- Τα μετατρέψιμα χρεόγραφα είναι τίτλοι που δύνανται, κάτω από ορισμένους όρους και προϋποθέσεις, να ανταλλαγούν (δηλ. να μετατραπούν) σε κοινές μετοχές κατ' επιλογήν του κατόχου. Δεν παρέχονται νέα κεφάλαια.

Δείκτης μετατροπής και Τιμή Μετατροπής

- Δείκτης μετατροπής = ο αριθμός των μετοχών ανά ομόλογο
- Η τιμή μετατροπής κατά την ημέρα της έκδοσης είναι μεγαλύτερη της τρέχουσας τιμής της μετοχής κατά 20 έως 30%.
- Γενικά, η τιμή μετατροπής και ο δείκτης μετατροπής παραμένουν σταθεροί σε όλη τη διάρκεια του ομολόγου

Χρήση των Μετατρέψιμων Χρεογράφων στην Χρηματοδότηση

- 1) Τα μετατρέψιμα χρεόγραφα μειώνουν το κόστος του χρέους
- 2) Τα μετατρέψιμα χρεόγραφα προσφέρουν ένα τρόπο διάθεσης κοινών μετοχών σε τιμές μεγαλύτερες από τις τρέχουσες.
- 3) Αποτελούν έναν τρόπο μείωσης της μόχλευσης.

Μετατρέψιμα Ομόλογα και Κόστος Εκπροσώπησης

- Αντικατάσταση περιουσιακών στοιχείων – πειρασμός για την χρήση μετατρέψιμων ομολόγων προκειμένου να προσελκυσθεί χρηματοδότηση για επενδυτικά σχέδια που πιο επικίνδυνα από όσο μπορούν να φανταστούν οι ομολογιούχοι.
- Οι τιμές των ομολόγων θα μειωθούν και τα μετατρέψιμα ομόλογα δεν θα έχουν καμία αξία.
- Είναι ένα τρόπος απόκρυψης του κινδύνου και αποφυγής του αρνητικού σήματος από την έκδοση μετοχών.

Αναφορά Κερδών όταν οι Τίτλοι Παραστατικών Δικαιωμάτων Κτήσης Μετοχών ή Μετατρέψιμων Χρεογράφων είναι σε Κυκλοφορία

- Οι απαιτήσεις αναφοράς αξιώνουν:
- 1 Τα βασικά κέρδη ανά μετοχή να είναι η σχέση των καθαρών κερδών της εταιρίας προς τον μέσον όρο των μετοχών σε κυκλοφορία εντός της λογιστικής περιόδου..
- 2. Τα αραιωμένα κέρδη ανά μετοχή να υπολογίζονται από τη σχέση των καθαρών κερδών προς τον μέσον όρο των μετοχών σε κυκλοφορία υπό την προϋπόθεση ότι έχουν μετατραπεί όλοι οι τίτλοι που προκαλούν «αραίωση» του αριθμού των μετοχών.