



مجلة العلوم الاقتصادية

Journal homepage:

<http://journals.sustech.edu/>

## مشتقة التأجير التمويلي و دورها في قياس معدل دوران الموارد

الصادق بابكر محمد ابراهيم و بابكر ابراهيم الصديق

المملكة العربية السعودية - الرياض

جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات التجارية

### المستخلص :

هدفت الدراسة الى التعرف إلى مشتقة التأجير التمويلي ودورها في قياس معدل دوران الموارد ، وتقديم صيغة التأجير التمويلي كنظام عالمي تتقارب أوجهه المالية ، والتعرف على طرق قياس معدل دوران الموارد في مشتقة التأجير التمويلي ومن ثم توضيح أثر التطبيق السليم ووضع دورة مستندية لصيغة التأجير التمويلي .

تتركز مشكلة الدراسة في عدم إلمام مستخدمي صيغة التأجير التمويلي بالتكلفة والعائد ومعدل دوران الموارد للتأجير التمويلي بين أطراف العقد للعملية التمويلية مستقلين المرنة المتاحة من قبل المعايير المحاسبية وعدم التوصل الى ضوابط ولجراءات متفق عليها تساعد في استقلال هذه الصيغة الحديثة.

لتحقيق أهداف الدراسة استعان الباحث بمجموعة من المناهج تمثلت في المنهج التاريخي لتحليل الدراسات السابقة وتتبع ظاهرة صيغة التأجير التمويلي وفق النظم المحاسبية ودوراتها المستندية ومعاييرها المتعارف عليها تاريخياً. والمنهج الاستقرائي لاختبار فرضيات الدراسة ، والمنهج الوصفي باستخدام أسلوب العينة العشوائية.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها ، أن صيغة التأجير التمويلي من أفضل الصيغ التي تجمع بين أطراف العقد محاسبياً في تحريك موارد الغير تجاه الطرف الأخر مما تؤدي إلى تحقيق أعلى معدل دوران للموارد بينهم.خرجت هذه الدراسة بعدة توصيات منها ، استخدام الأسس المحاسبية في تحليل مفهوم مشتقة التأجير التمويلي حتى تكتمل صورة هذه الصيغة بين الأطراف المالية للعقد المشتق المنتهي بالتملك. و ضرورة استخدام صيغة التأجير التمويلي لتطبيق زيادة حجم التشغيل وتقليل المخاطر وزيادة معدل الدوران للموارد بين المؤجر والمستأجر .

### ABSTRACT:

The study aimed to identify the role of financial leasing derivative in the measurement of resource turnover; besides presenting the leasing financial formula as a global system that converge its financial facets; as well as identifying the methods of measuring resource turnover in financial leasing derivative, then clarifying the impact of its proper application, and thus developing of a documentary cycle for this formula. The study concentrated on the problem of the lack of knowledge of users of financial leasing formula with cost, yield, and the rate of resources turnover for financial leasing between the contract parties for the financing operations, who benefit from the flexibility available by the accounting standards and failure to reach controls and procedures agreed to help with the utilization of this modern formula. To

achieve the objectives of the study the researcher used a range of approaches represented by the historical approach for the analysis of previous studies tracking the phenomenon of leasing formula according to its documentary accepted standards and historically accounting systems; the inductive approach to test the hypotheses of the study; and the descriptive method using a random sampling technique. The study reached the following findings: the financial leasing formula can be regarded as one of the best accounting formulas that combine the contract parties in order to move the resources towards the other party, thus leading to a higher turnover of resources among these parties. The study calls for including the use of accounting standards in the analysis of the concept of financial leasing derivative to complete the image of this formula between the financial parties of the derivative contract ending with ownership. In addition, the need to use the financial leasing derivative formula to apply the increase in the size of operation and reducing the risk; besides increasing the circulation of resources between the owner and lessee.

**الكلمات المفتاحية:** رسملة العقود ، المؤجر ، المستأجر ، القيمة الحالية ، معدل الفائدة التفاضلي .

#### المقدمة :

ترتبط مشتقة التأجير التمويلي ارتباطاً وثيقاً بقياس معدل دوران الموارد وذلك لاختلاف وجهة نظر المستأجر عن وجهة نظر المؤجر عند تقييم عقد التأجير التمويلي حيث يعد قرار الاستئجار قرار تمويلي من وجهة نظر المستأجر ويتخذ قرار الاستئجار إذا كانت تكلفة التمويل عن طريق الاستئجار أقل من تكلفة التمويل المرتبطة بشراء الأصل، أما قرار التأجير من وجهة نظر المؤجر فيعتبر قرار استثماري ومن ثم يتخذ قرار التأجير إذا حققت المتحصلات النقدية من القيمة الإيجابية عائد مناسب للمؤجر.

#### مشكلة الدراسة:

يعتبر التأجير التمويلي أحد الأساليب المستخدمة في تمويل المنشآت الاقتصادية، وهذه الصيغة أخذت مكانتها وطبقت في معظم الدول بسن القوانين والتشريعات والأنظمة الكفيلة بتنظيم وتشجيع قطاع التأجير التمويلي، وحيث أن هذا الأسلوب المستحدث في التمويل ساهم في توفير التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية في العديد من الدول المتقدمة وفي تفعيل عجلة الاقتصاد والحد من انتشار الآفات الاقتصادية مثل البطالة والركود والتضخم، وتبحث العديد من الدول النامية على أساليب جديدة لتمويل الاقتصاد المحلي لتفعيل دور المشاريع الاقتصادية، وإيجاد سبل أخرى خارج إطار الائتمان المصرفي التقليدي لما يفرضه هذا الإطار من ضمانات ومتطلبات تعجز المشروعات الاقتصادية من توفيرها، وتتركز مشكلة الدراسة في عدم إلمام مستخدمي صيغة التأجير التمويلي بالتكلفة والعائد ومعدل دوران الموارد للتأجير التمويلي بين أطراف العقد للعملية التمويلية مستقلين المرونة المتاحة من قبل المعايير المحاسبية وعدم التوصل إلي ضوابط ولجراءات متفق عليها تساعد في استقلال هذه الصيغة الحديثة. وتأسيساً لما سبق تم التعبير عن مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات التالية:

- 1/ هل هنالك علاقة بين المعايير المحاسبية للتأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد؟
- 2/ هل هنالك علاقة بين ضوابط ولجراءات التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد؟
- 3/ هل هنالك علاقة بين التكلفة والعائد لمشتقة التأجير التمويلي ومعدل دوران الموارد؟

**أهداف الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة بصورة رئيسية الى دراسة صيغة التأجير التمويلي ودورها في قياس معدل دوران الموارد ويتفرع من هذا الهدف الرئيسي الأهداف التالية:

- 1/ تقديم صيغة التمويل التأجيري كنظام عالمي تتقارب أوجهه المالية.
- 2/ التطبيق السليم للتأجير التمويلي ووضع دورة مستنديه ومحاسبية لصيغة التأجير التمويلي.
- 3/ التعرف على طرق قياس معدل دوران الموارد في صيغة التأجير التمويلي.

**أهمية الدراسة :****الأهمية العلمية:**

تستمد هذه الدراسة أهميتها العلمية من كونها تتناول موضوع على قدر كبير من الأهمية وهو صيغة التأجير التمويلي ودوره في قياس معدل دوران الموارد، حيث أنها تعمل علي تحليل المفاهيم الأساسية لصيغة التأجير التمويلي ومفاهيم معدل دوران الموارد مع تحليل الخطوات والإجراءات المحاسبية لصيغة التأجير التمويلي وتحليل أدوات قياس معدل دوران الموارد للتأجير التمويلي تمهيداً لتقديم صيغة التأجير التمويلي ونقل تجربة دول الخليج للسودان، كما يمكن أن تمثل نتائج هذه الدراسة أنموذجاً يمكن أن يساعد القائمين علي أمر صيغة التأجير التمويلي في التعرف علي الجوانب الفنية والتطبيقية وتعتبر إضافة للمكتبة المحلية والعالمية.

**الأهمية العملية:**

تتبع هذه الأهمية من الاهتمام المحلي والعربي في تطبيق صيغة التأجير التمويلي متدرجاً من منتج إلى منتج بدءاً من منتج السيارات ومن ثم العقارات متجهاً إلي تطبيق عدد من المنتجات بالرغم من أنه منتج عالمي لفترات طويلة من الزمن إلا أنه هنالك تباين نظرياً وتقارب تطبيقياً. ومن هنا تتحدد أهمية البحث في إيجاد آلية تتحكم في البحث والدراسة بطريقة منهجية لإبراز الطريقة التطبيقية المثلي التي تميز كل مدرسة محاسبية من المدارس الأخرى.

**فرضيات الدراسة:**

- 1/ هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المعايير المحاسبية للتأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد.
- 2/ هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ضوابط وإجراءات التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد.
- 3/ هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة والعائد لمشتقة التأجير التمويلي ومعدل دوران الموارد.

**منهجية الدراسة:**

- 1/ المنهج التاريخي: لتحليل الدراسات السابقة وتتبع ظاهرة صيغة التأجير التمويلي وفق النظم المحاسبية ودوراتها المستندية ومعاييرها المتعارف عليها تاريخياً.
- 2/ المنهج الاستنباطي الاستدلالي: لوضع النماذج المحاسبية ونموذج كفاءة معدل دوران الموارد.
- 3/ المنهج الاستقرائي: لاختبار فرضيات الدراسة.
- 4/ المنهج الوصفي: باستخدام أسلوب دراسة الحالة، لتطبيق نموذج تأثير التمويل علي زيادة معدل دوران الموارد.

## الدراسات السابقة:

دراسة: Holmes , B.J ، 1991م:

تناولت الدراسة موضوع تحليل قرارات الاستثمار و الشراء و هدفت إلى بيان مزايا الاستثمار التمويلي بديلاً للشراء لحيازة الأصول الرأسمالية ، وقد أوضحت الدراسة انه في حال اتخاذ المنشأة لقرار الاستثمار التمويلي للأصول فإنه غالباً يستخدم معدل خصم يعادل تكلفة الفرصة البديلة ، وهو معدل الفائدة على القروض ؛ وذلك لخصم التدفقات النقدية المرتبطة بالبدل. كما بينت الدراسة أنه عند تقييم قرار الاستثمار التمويلي أو الشراء من خلال الافتراض فغالبا تظهر التدفقات النقدية بصورة سالبة في السنوات الأولى ؛ وبالتالي فإن القرار الأمثل هو القرار الذي يخفض التكاليف. كما انه غالباً تستخدم طريقة صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي لاتخاذ البديل المناسب.

دراسة : وائل عبد الرازق قرطام ، 1991م:

تناولت الدراسة موضوع اتخاذ قرار شراء أو استثمار الأصول الرأسمالية واثره على درجة المخاطرة المالية و هدفت الدراسة إلى قياس أثر اتخاذ قرار شراء الأصول الثابتة أو استثمارها في درجة المخاطرة المالية في الشركات ، وتوصل إلى أن هناك العديد من الاعتبارات التي لا تأخذها الشركة في حسابها عند اتخاذ قرار الشراء أو الاستثمار ، مثل طبيعة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة الخاصة بالقرار ؛ إذ تفترض الشركة أن جميع التدفقات النقدية الخاصة بالشراء أو الاستثمار متشابهة. كما توصل إلى أن عملية تقييم الآثار المالية لسياسة الشراء أو الاستثمار تعاني من قصور شديد في كونها تعتمد أساسا على بعض المؤشرات المالية التي قد تكون مضللة في بعض الأحيان مثل نسبة التداول ، التي لا يمكن الاعتماد عليها نظراً لكونها تستند إلى التكلفة التاريخية.

دراسة : سمير بشير الرمحي ، 1991م:

تناولت الدراسة موضوع محاسبة العقود الإيجارية ومدى تطبيقها في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، فقد هدف من دراسته التي أجراها على ( 46 ) شركة صناعية (مساهمة عامة أردنية) إلى توضيح مفهوم العقود الإيجارية ومعرفة القواعد المحاسبية الموضوعية من أجل إثبات عمليات العقود الإيجارية، كذلك إبراز أهمية العقود الإيجارية ومحاسبتها في مساعدة الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية على تحقيق الأهداف المرجوة من قيامها. وهدفت الدراسة أيضا إلى التعرف إلى بدائل التمويل المتاحة للمدير الأردني وكيفية المقارنة بين هذه البدائل عند اتخاذه للقرار التمويلي.

عمليات قياس معدل دوران الموارد في التأجير التمويلي:

تبرز القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري من تأثيره على التدفقات النقدية للمشروع، وعلي ذلك يجب قبل تقييم المشروع الاستثماري أن يتم تقدير جميع التدفقات النقدية التي سوف تنتج عن قبوله، وهذا ما تطرقنا إليها سابقاً، حيث يقتضي المنطق الاقتصادي بأن يتم اختيار المشروعات الاستثمارية في أية فترة زمنية بحيث تحقق أفضل استخدام للموارد التمويلية المتاحة من منظور الأهداف المختارة، لذلك يجب أن يتم أولاً تقييم كل مشروعاً تقيماً مطلقاً على حدة لمعرفة المنفعة الصافية المتوقعة لكل مشروع توصلنا لقبول لبعضها قبولاً مبدئياً واستبعاد المشروعات الخاسرة من الحساب. ثم يلي هذه المرحلة القيام بالمفاضلة بين المشاريع لاختيار أكثرها تحقيقاً للأهداف المرجوة. والمفاضلة هذه لا تجوز إلا بين المشاريع البديلة والمشروعات المتكاملة يطلب عادة تقييمها

كمجموعة، أما المشروعات المستقلة عن بعضها البعض، وفي حالة وجود حدود قصوى للميزانية الاستثمارية خلال فترة معينة، فيتم ترتيب المشروعات تنازلياً وفقاً للمنفعة الصافية لكل مشروع منسوبة إلى تكلفته الاستثمارية، وعلي ضوء الميزانية يوضع الحد الفاصل بين المشروعات المقبولة قبولاً نهائياً وغيرها من المشاريع التي ترفض أو تؤجل، وفي هذا المبحث سيتم عرض عمليات قياس معدل دوران الموارد في التأجير التمويلي من حيث التقييم والمفاضلة بين القرارات الاستثمارية للتأجير التمويلي في مختلف الظروف وذلك على النحو التالي.

أ/ فترة الاسترداد:

فترة الاسترداد هي طريقة من طرق التقييم التي تقيس فترة استرداد الأموال المستثمرة، كما أشرنا إليها سابقاً، وهي الفترة التي تتساوى فيها التدفقات النقدية الداخلة بالتدفقات النقدية الخارجة ويمكن إيجادها بالمعادلة التالية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{المبلغ المستثمر}}{\text{صافي الوفر النقدي السنوي}}$$

بالرغم من بساطة هذه الطريقة إلا أنها ركزت على العائد (الوفر) خلال الفترة التي يسترد فيها المستثمر تكلفته الأصلية، ولم تهتم بأي وفر أو عائد بعدها، كما أنها تجاهلت القيمة الزمنية للتدفق النقدي.

#### ب/ طريقة صافي القيمة الحالية:

عادة ما يتم تقييم الاقتراحات الاستثمارية على أساس التدفقات النقدية المتوقعة، وفي حالة الاستئجار عادة ما تنحصر التدفقات النقدية الخارجة في أقساط الإيجار، أما مصاريف الصيانة فتتحملها المنشأة المؤجرة. ويتم تحليل قرار الاستئجار في ظل طريقة صافي القيمة الحالية بإتباع الخطوات التالية:

أ/ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المترتبة على بديل الاقتراض لشراء الأصل.

ب/ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المترتبة على بديل استئجار الأصول.

ت/ اختبار البديل الذي يحقق أقل قيمة حالية لتكلفة الحصول على الأصول.

ث/ ويمكن حساب صافي القيمة الحالية بالمعادلة التالية.

$$\text{صافي القيمة الحالية} = \text{مجموع التدفقات النقدية} \times \frac{\text{التدفق النقدي المتوقع}}{1 - \text{معدل التضخم}} - \text{القيمة الحالية لتكلفة الاستثمار}$$

أما من ناحية المنشأة المؤجرة فنقوم بتقييم قرار التأجير بطريقة مختلفة عن المنشأة المستأجرة، حيث يقيم قرار التأجير فقط بناء على صافي التدفقات النقدية الخارجة والداخلية وتمثل التدفقات النقدية الداخلة بالنسبة للمنشأة المؤجرة هي قسط الإيجار بالإضافة إلى قيمة بيع الآلة في نهاية فترة الإيجار، أما التدفقات النقدية الخارجة فتتمثل في مصروفات الصيانة والضرائب الناجمة عن أرباح تأجير الآلة.

ولتقدير صافي التدفقات النقدية ينبغي أولاً إيجاد صافي الربح المحاسبي لقرار التأجير، الذي يتمثل في قيمة قسط الإيجار مطروحاً منه كافة المصروفات (بما فيها قسط الإهلاك) ومطروحاً منه أيضاً قيمة الضريبة المستحقة، علي أن تضاف قيمة قسط الإهلاك علي صافي الربح بعد الضريبة لنحصل على صافي التدفق النقدي، ولإيجاد القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي ينبغي أن يتم خصمه بمعدل يتمثل في معدل العائد المتاح للفرصة البديلة، أي معدل العائد الذي كان يمكن للمنشأة تحقيقه لو أنها قامت بتوجيه الأموال التي اشترت بها

الآلة (من أجل تأجيرها) إلى مجالات استثمارات أخرى على نفس الدرجة من المخاطرة. (منير ابراهيم الهندي، 1998م)

أما بالنسبة لقرار تأجير الآلة للمنشأة المؤجرة ينبغي إتباع الخطوات التالية:

1/ يتم التقييم على أساس صافي التدفق النقدي الداخل مطروحاً منه التدفق النقدي الخارج، وليس على أساس التدفق النقدي الخارج فقط.

2/ يتم إيجاد القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي باستخدام معدل الخصم يعادل تكلفة الفرصة البديلة. لكي يتم مقارنتها بتكلفة شراء الآلة، فإذا زادت القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي على تكلفة الشراء يعني هذا أن معدل العائد على الاستثمار يفوق تكلفة الفرصة البديلة، وإذا تساوى يعني ذلك أن معدل العائد على الاستثمار مساوياً لتكلفة الفرصة البديلة، أما إذا زادت تكلفة الشراء على القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية يعني هذا أن معدل العائد على الاستثمار يقل عن تكلفة الفرصة البديلة. ومن المتوقع أن تقبل المنشأة تأجير الآلة إذا كانت القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية تزيد أو على الأقل تساوى تكلفة شراء الآلة.

### ج/ طريقة معدل العائد الداخلي:

يمكن تحليل قرار الاستئجار أو الشراء باستخدام معدل العائد الداخلي في ضوء توافر معدل تكلفة الاقتراض بعد الضرائب، وتتم المفاضلة بين البدائل التمويلية على أساس معدل العائد الداخلي لكل بديل. ويراعى أن معدل العائد الداخلي يتم حسابه على أساس تدفقات نقدية سالبة تمثل مدفوعات القيمة الإيجارية أو مدفوعات أعباء القرض، لذلك يتم اختيار البديل الذي يحقق أقل معدل عائد داخلي، فإذا كان معدل العائد الداخلي لعقد التأجير أقل من معدل العائد الداخلي لعقد القرض تكون هنالك ميزة للشركة المستأجرة إذا حصلت على الأصول المطلوبة بالموازنة الاستثمارية عن طريق الاستئجار لهذه الأصول. (أحمد سعد عبداللطيف، 2000م).

ولحساب معدل العائد الداخلي ينبغي إتباع الخطوات التالية:

1/ تحديد صافي تكلفة شراء الأصل التي أمكن تجنبها بإبرام عقد استئجار للأصل وتمثل تدفقات نقدية داخلية من وجهة نظر المنشأة المستأجرة في السنة صفر.

2/ مدفوعات القيمة الإيجارية للأصول المستأجرة، وتمثل التزامات الشركة المستأجرة وخصم الوفورات الضريبية منها.

3/ تكلفة الفرصة البديلة لأقساط الإهلاك، وتمثل تكلفة الفرصة البديلة المضاعفة على الشركة المستأجرة نتيجة استئجار الأصل وعدم تملكها له، حيث لا يمكنها في حالة استئجار الأصل حساب أقساط إهلاك للأصل المستأجر. وتعد تكلفة الفرصة المضاعفة تدفق نقدي خارج من وجهة نظر المستأجر ويتم إدراجها كتدفق نقدي خارج خلال سنوات استخدام الأصل والتي تمتد من السنة الأولى وحتى السنة النهائية.

4/ تكاليف الصيانة التي أمكن تجنبها وذلك لأن الشركة المستأجرة في حالة الاستئجار تتجنب تكاليف صيانة الأصول، ويتم حساب تكاليف الصيانة بعد الضرائب، حيث يترتب على هذه التكاليف وفورات ضريبية.

5/ القيمة المفقودة من الأصل نتيجة تملكه.

6/ صافي التدفق النقدي السنوي، وهو التدفق النقدي التفاضلي فيما بين قرار الاستئجار وقرار الاقتراض لتمويل عملية شراء الأصل، وبعبارة أخرى يمثل صافي التدفق النقدي السنوي صافي المزايا المترتبة على قرار الاستئجار.

**ح/ مدخل القرض المكافئ لعقد الإيجار:**

ولتطبيق مدخل القرض المكافئ ينبغي إتباع الخطوات التالية:

1/ مقدار الوفر المترتب على قرار الاستئجار.

2/ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال فترة الاستئجار (قيمة القرض المكافئ).

**المقارنة بين طرق قياس معدل دوران الموارد:**

نجد أن اتخاذ قرار الاستئجار أو قرار التأجير أو أي قرار استثماري يعتمد على العوائد المتوقعة ودرجة المخاطرة المرتبطة بهذه العوائد وعوامل أخرى يصعب التنبؤ بها ومن هنا تبرز أهمية وجود إطار تحليلي يرجع له ويستعان به بخصوص عمليات اتخاذ القرار الاستثماري. ويعد أن تطرقت لطرق قياس معدل دوران الموارد وعمليات القياس الخاصة بها نتطرق إلي المقارنة بين هذه الطرق وإظهار مزاياها وعيوبها.

**1/ فترة الاسترداد:**

يعبر معيار فترة الاسترداد على المدة الزمنية التي تسمح للمستثمر باسترجاع قيمة الاستثمار الأصلي، ويمكن قبول المشروع من خلال هذا المعيار إذا كانت فترة الاسترداد أصغر من فترة الاسترداد القصوى المطلوبة والمحددة مسبقاً.

ويعد تطبيق معيار فترة الاسترداد مفيد بالنسبة لصيغة التأجير التمويلي، حيث يكون الأمر الهام بالنسبة للمؤجر هو استرداد ما أنفقه بسرعة، كما أنه يفيد استخدامه للشركات التي تحتاج إلي سيولة مستمرة ولاسيما شركات التأجير التمويلي التي تعتمد على معدل دوران مواردها وبالتالي كلما كانت فترة الاسترداد قصيرة كلما كان هذا مؤشر جيد. (بريش السعيد وآخرون، 2010 م).

وبالرغم من هذه الخصائص إلا أن هذا الأسلوب يتعرض للعديد من الانتقادات أهمها:

1/ لا تدخل هذه الطريقة في حساباتها التدفقات النقدية بعد مدة الاسترداد.

2/ يتحيز معيار فترة الاسترداد لصالح المشروعات التي ترد معظم عوائدها في السنوات الأولى من عمرها الاقتصادي وضد المشروعات التي تدر معظم عوائدها في الأجل الطويل.

3/ يفشل المعيار في المفاضلة بين البدائل عندما تساوى مبالغ الاستثمار الأولية وصافي التدفقات السنوية، ولكن يوجد اختلاف في العمر الاقتصادي من مشروع لآخر.

4/ لا تأخذ هذه الطريقة بالقيمة الزمنية للنقود وهي أهم المشكلات التي تواجه طريقة فترة الاسترداد.

**2/ صافي القيمة الحالية:**

يعبر معيار صافي القيمة الحالية عن الفرق بين قيمة التدفقات النقدية المخصومة ومبلغ الإنفاق الاستثماري للمشروع خلال مدة زمنية معينة.

وقاعدة القرار لمعيار صافي القيمة الحالية ثلاث نتائج تكون عليها صافي القيمة الحالية وهي كالتالي:

1/ أن تكون صافي القيمة الحالية أكبر من الصفر. ما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ومن ثم فإن المشروع يعتبر مريح إذ يحقق زيادة في ثروة أصحابه.

2/ أن تكون صافي القيمة الحالية أصغر من الصفر. وهو ما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أقل من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ما يعني عدم إمكانية قبول تنفيذ المشروع لأنه يحقق خسائر.

3/ أن تكون صافي القيمة الحالية مساوياً للصفر. وهو ما يعني تساوي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وهنا يرجع قرار قبول أو رفض المشروع إلي طبيعة أصحاب المشروع.

ومن أهم مزايا معيار صافي القيمة الحالية:

1/ أنه يأخذ بالقيمة الزمنية للنقود وذلك بمعدل خصم يعكس تكلفة الحصول على الأموال.

2/ يترجم الحد الأدنى لعائد الاستثمار المتوقع أو المطلوب.

3/ يحتسب التدفقات النقدية لكامل فترة المشروع.

ومن العيوب لمعيار صافي القيمة الحالية:

1/ أنه لا يعكس القوة التحصيلية للاستثمارات بل أنه يوضح ما إذا كان صافي القيمة الحالية موجباً أم سالباً.

2/ يصلح فقط للمقارنة بين البدائل التي تكون تكلفتها الأولية متساوية ولها نفس المدة الاقتصادية ونفس معدل الخصم.

3/ صعوبة تحديد معدل الخصم المناسب عندما لا توجد مؤشرات دقيقة عنه وهي أهم مشكلة تواجه معيار صافي القيمة الحالية، التي من الممكن تفاديها دون أن نمس الأساس الذي نبني عليه وهو القيمة الزمنية للنقود وذلك باستخدام معدل المردودية<sup>(\*)</sup> الداخلي للمشروع.

**3/ معدل العائد الداخلي:**

معدل العائد الداخلي هو المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع مساوي للصفر، ويتم مقارنة هذا المعدل باعتباره المعدل الداخلي الخاص بالمشروع بالمعدل الذي تم الحصول به على رأس المال الخارجي أو بمعدل تكلفة الأموال، وقاعدة القرار كالتالي:

أ/ معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الحصول على الأموال فإن المشروع يكون مقبولاً تجارياً.

ب/ معدل العائد الداخلي أقل من تكلفة الحصول على الأموال هنا يكون المشروع غير مقبول تجارياً ويجب رفضه.

ويتم حساب هذا العائد عن طريق التجريب العشوائي أو (التجربة والخطأ) حيث نفترض سعر خصم معين يتم عنده حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية السنوية فإذا كانت القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية أكبر من الصفر نقوم بتكرار المحاولة حتى نصل إلي قيمة حالية أقل من الصفر.

وتفضل طريقة صافي القيمة الحالية عن طريقة معدل العائد الداخلي في الحالات التالية:

1/ في حالة تغلب العوائد النقدية الصافية المتوقعة بين قيمة موجبة وسالبة حيث في هذه الحالة (التغلب) تتعدد معدلات العوائد الداخلية التي يمكن الاختبار فيما بينها.

2/ في حالة تباين التكاليف الاستثمارية بين الفرص الاستثمارية المقبولة فإن أتباع طريقة معدل العائد الداخلي تحتاج إلي مجهود وحسابات طويلة يمكن الاستغناء عنها باللجوء إلي طريقة صافي القيمة الحالية.

3/ تفترض طريقة معدل العائد الداخلي أن صافي التدفقات النقدية المتحققة يعاد استثمارها بنفس معدل العائد الداخلي على الاستثمارات يتم حسابه على أساس متوسط تكلفة الأموال، وهذا الاختلاف يترتب عليه اختلاف في طريقة ترتيب المشروعات والمفاضلة بينهما.

ويرى الباحث أن قرار الاستئجار يعتبر قرار تمويلي من وجهة نظر المستأجر ويتخذ قرار الاستئجار إذا كانت تكلفة التمويل أقل، أما قرار التأجير من وجهة نظر المؤجر تعتبر قرار استثماره ويتخذ القرار إذا حققت المتحصلات النقدية عائد مناسب للمؤجر.

لذا لابد من تحليل قرار الاستئجار ومقارنته بقرار تمويلي آخر يعادله في مستوى الخطر وهو قرار الاقتراض وللقيام بعملية التحليل لابد من استخدام طرق قياس معدل دوران الموارد وتعتبر طريقة صافي القيمة الحالية أفضل طريقة لقياس معدل دوران الموارد.

#### العلاقة بين التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد:

تخضع عقود التأجير التمويلي للتفاوض بين المؤجر والمستأجر، ويعتمد قرار المؤجر بشأن عقد التأجير التمويلي على معدل العائد على رأس المال المستثمر في الأصول المؤجرة، وفي ذات الوقت يعتبر معدل العائد على استثمارات المؤجر من المعلومات المفيدة للشركة المستأجرة حيث تزداد القوة التفاوضية للمستأجر إذا توافرت لديه معلومات عن المؤجر ويعد معدل العائد على استثمارات المؤجر من أهم المعلومات. (السعيد محمد لبد، 2005م).

وتناولت بعض الدراسات إستراتيجية الاستئجار كبديل إستراتيجية القروض بمعنى كل منهما يحل محل الآخر. وعليه فإن الشركة التي تستخدم إستراتيجية الاستئجار لا تحتاج إلى إستراتيجية القروض لأن الشركة التي تستخدم الإيجار التشغيلي والذي يعد تمويل خفي من خارج الميزانية يعمل على خفض احتياجاتها من القروض وخفض نسبة القروض إلى حقوق الملكية في الهيكل المالي، وأن أسباب اللجوء إلى الاستئجار تتمثل في التطور التكنولوجي السريع ونقص السيولة النقدية لشراء الأصول، وعدم إمكانية زيادة رأس مال المشروع وأهلاك الأصول في وقت قصير وتعرض الصناعة إلى تغيرات سريعة في الأسعار.

عادة يتم تقييم الاقتراحات الاستثمارية من وجهة نظر المستأجر على أساس التدفقات النقدية المتوقعة وليس على أساس الأرباح المتوقعة. وأن إستراتيجية الاستئجار تعتبر الأفضل للشركات التي تعاني من نقص في السيولة وعدم إمكانية زيادة رأس المال مما يجعل إستراتيجية الاستئجار أفضل مقارنة بين إستراتيجية الشراء خاصة إذا كان العمر المقدر للأصل أقل من عمر المنفعة المتوقعة من هذا الأصل، لذا يتم إهلاك الأصول بسرعة نتيجة التطور التكنولوجي السريع لهذه الأصول، كما أن الشركات الصغيرة الحجم تكون أكثر ميلاً للاستئجار من الشركات كبيرة الحجم وذلك بسبب ارتفاع تكلفة التعاقدات المالية الخارجية للشركات صغيرة الحجم مقارنة بالشركات كبيرة الحجم.

والنموذج المعياري لتقييم التأجير التمويلي يتم من خلال تقييم عقد الإيجار على أساس التدفق النقدي، والاختلاف الرئيسي في التقييم هو هل التقييم سيتم من قبل المؤجر أم المستأجر لأن لكل منهم له طريقته الخاصة في احتساب التكاليف وبالتالي المنافع المتوقعة من الاستئجار. (Belkaoui, Ahmed Riahi, 1998).

أولاً: تحليل وتقييم قرارات الاستثمار في التأجير التمويلي من وجهة نظر المؤجر:

تقوم المنشأة المؤجرة بتقييم قرار التأجير التمويلي بطريقة مختلفة، حيث أنه ليس هنالك مجال لمقارنة قرار بقرار (أي مقارنة قرار تأجير بقرار شراء). بل يقتصر الأمر على تقييم قرار التأجير فقط. حيث يتم التقييم على ضوء التدفقات النقدية الداخلة وبعبارة أخرى سيتم التقييم بناء على صافي التدفقات النقدية أي الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة. وتتمثل التدفقات النقدية الداخلة لقرار التأجير في قسط الإيجار بالإضافة إلى قيمة بيع الآلة في نهاية فترة الإيجار، أما التدفقات النقدية الخارجة فتتمثل في كافة المصروفات التي تمثل استخداماً فعلياً للنقد وتتحمل بها قائمة الدخل مثل مصروفات الصيانة والضرائب.

ويتطلب تحليل عقود التأجير التمويلي بواسطة المؤجر توفر البيانات التالية:

1/ صافي التدفقات النقدية الخارجة والتي غالباً ما تشمل سعر الأصل المؤجر مخصوماً منه أية مدفوعات مقدمة من المستأجر.

2/ التدفقات النقدية الداخلة الدورية والتي تتضمن متحصلات القيمة الإيجارية مخصوماً منها الضرائب على الدخل أو أي مصروفات للصيانة الدورية.

3/ التدفقات النقدية الداخلة في نهاية المدة المحددة بعقد الإيجار والخاصة بصافي القيمة المتبقية للأصل بعد الضرائب.

ويجب الأخذ في الاعتبار توقيت التدفقات النقدية لأخذ القيمة الزمنية للنقد والتي تؤثر بشكل جوهري على قرار التأجير. فإذا كانت متحصلات القيمة الإيجارية تتم على أساس نصف سنوي يجب مراعاة ذلك عند أخذ القيمة الزمنية للنقد في الاعتبار.

ومن أساليب تحليل قرارات الاستثمار في عقود التأجير التمويلي معيار صافي القيمة الحالية ومعيار دليل الربحية ومعدل العائد الداخلي كأساس لصنع قرار الاستثمار في التأجير التمويلي من وجهة نظر المؤجر، حيث يقوم أسلوب صافي القيمة الحالية بالإجابة على سؤال استراتيجي هو كم من الأموال لابد أن أدفعها من أجل هذا الاستثمار إذا كنت أرغب في تحقيق نسبة محددة كعائد على هذا الاستثمار، حيث صممت طريقة القيمة الحالية لحساب قيمة الاستثمار من خلال المعطيات الخاصة بالتدفقات النقدية المتوقع أن ينتجها ذلك الاستثمار على مدى حياته الإنتاجية وتعتمد هذه الطريقة على أسلوب علمي يطلق عليه الخصم، حيث يستخدم لإنتاج التدفقات النقدية المخصومة وتحديد قيمتها الحالية بناءً على معدل عائد مطلوب تحقيقه ومحدد مقدماً.

وتجدر الإشارة إلى أن ارتفاع قيمة الاستثمار على القيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة عن هذا الاستثمار يعني عدم اتخاذ قرار المضي في هذا الاستثمار ويحدث العكس في حالة انخفاض تكلفة الاستثمار عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المترتبة على هذا الاستثمار، حيث يقل المدفوع في ذلك الاستثمار عن قيمته من وجهة نظر المستثمر، أما إذا تساوت تكلفة الاستثمار مع قيمته الحالية من وجهة نظر المستثمر يمكن اتخاذ قرار بالمضي في الاستثمار حيث يمكن أن يحصل المستثمر على معدل العائد المركب المرغوب على رأس المال المستثمر بالإضافة إلى استرداد تكلفة الاستثمار ذاتها.

ويلاحظ أن هنالك علاقة عكسية بين القيمة الحالية للاستثمار وبين توقيت حدوث التدفقات النقدية من ذلك الاستثمار، فكلما تأخر الحصول على التدفقات النقدية انعكس ذلك على انخفاض قيمة الاستثمار من وجهة نظر

المستثمر، كذلك يؤدي ارتفاع معدل العائد المطلوب علي الاستثمار إلي انخفاض قيمة الاستثمار من وجهة نظر المستثمر ومن ثم انخفاض المبلغ الواجب دفعه في هذا الاستثمار.

تعتبر طريقة صافي القيمة الحالية من أكثر الطرق ملائمة لاتخاذ قرارات الاستثمار في حالة وجود عدة بدائل استثمارية يمكن الدخول فيها ولكن قد يؤدي الاعتماد علي هذه الطريقة إلي التحيز أحياناً حيث يتوقع أن تحقق الاستثمارات كبيرة الحجم صافي قيمة عالية كبيرة وأن تحقق الاستثمارات صغيرة الحجم تدفقات نقدية صغيرة. كذلك قد يواجه المستثمر مواقف يجب أن يرشد فيها استخدامه لرأس المال وذلك حين تزيد مبالغ الاستثمار المطلوبة عن المبالغ المتاحة للاستثمار، أو حين يواجه استثمارات مانعة بالتبادل وتتطلب هذه المواقف استخدام دليل الربحية للمفاضلة بين المشروعات البديلة، وذلك بنسبة قيمة الاستثمار من وجهة نظر المستثمر إلي التكلفة المطلوب دفعها في هذا الاستثمار، ويمكن ترتيب الاستثمارات من حيث ربحيتها علي أساس دليل الربحية.

كذلك معيار معدل العائد الداخلي هو معدل العائد علي رأس المال المستثمر والذي يعادل ما بين قيمة الاستثمار من وجهة نظر المستثمر والمبلغ المطلوب دفعه في هذا الاستثمار، ومن أهم الخصائص المميزة لمعدل العائد الداخلي أنه يسمح بالترتيب والمقارنة بين الاستثمارات البديلة والاستثمارات المانعة بالتبادل علي أساس تحقيق أقصى عائد ممكن علي رأس المال المستثمر، فإذا كان معدل العائد الداخلي لاستثمار ما أعلى من المعدل المطلوب علي رأس المال المستثمر فإن ذلك يشير إلي قبول الاستثمار أما إذا انخفض معدل العائد الداخلي لاستثمار ما عن معدل العائد المطلوب علي رأس المال المستثمر فإن ذلك يشير إلي رفض الاستثمار، وفي حالة تساوي معدل العائد الداخلي مع معدل العائد المطلوب تحقيقه علي الاستثمار فإن ذلك يشير إلي قبول الاستثمار.

ونجد أن محاولات المؤجر لتحديد المبلغ المستحق لدفع أقساط الإيجار التي سوف تغطي كل من القيمة الحالية لمدفوعات الإيجار بالإضافة إلي القيمة المتبقية من الأصل بعد انتهاء مدة العقد والتي سوف تعادل أو تزيد على تكلفة الأصل، ويقوم المؤجر باختيار سعر الخصم الكافي لاسترداد التكلفة بالإضافة إلي العائد المطلوب علي رأس المال المستثمر وغيرها من التكاليف قبل الضرائب. (Belkaoui, Ahmed Riahi, (1998) P 9).

#### ثانياً: تحليل وتقييم قرارات الاستثمار في التأجير التمويلي من وجهة نظر المستأجر:

عند قيام المستأجر بالمفاضلة بين قرار الشراء وقرار الاستئجار فإنه يهتم فقط بالتدفقات النقدية الخارجة التي تتعلق بقرار الشراء أو قرار التأجير، أما التدفقات النقدية الخارجة الأخرى مثل المصروفات التسويقية والتدفقات النقدية الداخلة مثل قيمة مبيعات إنتاج الآلة فلا تتأثر بالقرار المتخذ إذ تظل قيمتها ثابتة بصرف النظر عما إذا كانت الآلة مستأجرة أم مشتراة.

وفي حالة الاستئجار عادة ما تنحصر التدفقات النقدية الخارجة في أقساط الإيجار، أما مصاريف الصيانة فقد تتحملها المنشأة المؤجرة وأن قيمة قسط الإيجار الذي يتوقع أن تدفعه المنشأة تقل عن القيمة التي تظهر في العقد وذلك بمقدار الوفورات الضريبية. (منير إبراهيم هندي، 2010 م)

عند قيام المستأجر بالمفاضلة بين البدائل التمويلية يتطلب تحليل قرار الاستئجار مقارنته بقرار تمويلي آخر يعادله في مستوى الخطر وهو قرار الاقتراض وتتم المفاضلة بينهما علي أساس التكلفة وذلك باستخدام الطرق الآتية:

1/ طريقة صافي القيمة الحالية.

2/ طريقة معدل العائد الداخلي.

3/ طريقة القرض المكافئ لعقد الاستئجار.

ولابد من الأخذ في الاعتبار أن التدفقات النقدية الخاصة بتشغيل الأصل لا تدخل ضمن عناصر التحليل وبذلك يتم إهمالها في التحليل التفاضلي للبدائل التمويلية.

ويتم تحليل قرار الاستئجار في ظل طريقة صافي القيمة الحالية باتباع الخطوات التالية:

**1/ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المترتبة علي بديل الاقتراض لشراء الأصول.**

ويهدف هذا التحليل إلي حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية بعد الضرائب ويتضمن تحديد التدفقات النقدية التفاضلية المترتبة علي قرار الاقتراض مع إهمال التدفقات النقدية المرتبطة بالحصول علي القرض وسداده، حيث يتم استخدام معدل فائدة القرض بعد الضرائب في خصم هذه التدفقات وتتضمن التدفقات النقدية التفاضلية البنود التالية:

أ/ التدفقات النقدية الخارجة في السنة صفر وتشمل صافي التكاليف الاستثمارية المترتبة علي شراء الأصل.

ب/ التدفقات النقدية الخارجة لسداد الصيانة الدورية والتي يتم دفعها في بداية كل سنة من سنوات التشغيل.

ج/ التدفقات النقدية الداخلة من الوفورات الضريبية لتكلفة الصيانة ويتم حسابها بضرب التكلفة السنوية للصيانة في معدل الضريبة علي الربح.

د/ التدفقات النقدية الداخلة من الوفورات الضريبية لأقساط الإهلاك ويتم حسابها بضرب قسط الإهلاك السنوي في معدل الضريبة علي الربح.

هـ/ التدفقات النقدية الداخلة من بيع الأصل في نهاية العمر المقدر له.

و/ التدفقات النقدية الداخلة في نهاية العمر الاقتصادي من الوفورات الضريبية لخسائر بيع الأصول.

ز/ وبتجميع التدفقات النقدية التفاضلية لقرار التملك حسب التوقيت الزمني للحدث يتم تحديد صافي التدفق النقدي السنوي الخاص بتكلفة الشراء عن طريق الاقتراض خلال العمر المقدر لاستخدام الأصل.

**2/ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المترتبة علي بديل استئجار الأصول:**

تحدد مدفوعات القيمة الإيجارية في حالة الاستئجار بواسطة المؤجر وتعرض جداول السداد علي الشركة المستأجرة وفي حالة قبول العرض تلتزم الشركة المستأجرة بسداد مدفوعات القيمة الإيجارية في المواعيد المحددة بجدول السداد، ويترتب علي سداد مدفوعات القيمة الإيجارية تحقيق وفورات ضريبية حيث يتم خصم القيمة الإيجارية بالكامل من الوعاء الضريبي.

**3/ اختيار البديل الذي يحقق أقل قيمة حالية لتكلفة الحصول علي الأصول:**

تتطلب المفاضلة بين قرار الاستئجار وقرار الشراء عن طريق الاقتراض توحيد أساس المقارنة بين التدفقات النقدية السنوية المترتبة علي كل بديل وذلك بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخاصة بكل بديل ويتطلب ذلك تحديد معدل ملائم للخصم في ضوء العلاقة الطردية بين درجة المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية ومعدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية لتلك التدفقات. ويلاحظ أن معظم التدفقات النقدية الخاصة بالبدائل التمويلية مؤكدة الحدوث نسبياً، أما الوفورات الضريبية فيمكن القول بأنها غير مؤكدة الحدوث حيث ترتبط

بصافي أرباح الشركة المستأجرة وتخضع هذه الأرباح للعديد من عوامل عدم التأكد. (أحمد سعد عبد اللطيف، 2005 م).

يمكن تحليل قرار الاستئجار أم الشراء باستخدام طريقة معدل العائد الداخلي في ضوء توافر معدل تكلفة الاقتراض بعد الضرائب، ويتم المفاضلة بين العقدين علي أساس معدل الداخلي للتدفقات النقدية المترتبة علي كل بديل ويراعي أن معدل العائد الداخلي يتم حسابه علي أساس تدفقات نقدية سالبة تمثل مدفوعات القيمة الإيجابية أو مدفوعات أعباء القرض، لذلك يتم اختيار البديل الذي يحقق أقل معدل عائد داخلي. وعادة تتوافق نتائج التحليل في ظل طريقة العائد الداخلي مع طريقة صافي القيمة الحالية عند المفاضلة بين قرار الشراء أو الاستئجار.

أما طريقة القرض المكافئ لعقد الإيجار تعتمد علي التدفقات النقدية التفاضلية بين قرار الاستئجار وقرار التملك ويتم معالجة هذه التدفقات علي أساس أن صافي التدفق النقدي في السنة صفر يمثل مقدار الوفر الذي يمكن تحقيقه في حالة اللجوء إلي التمويل عن طريق الاستئجار ومقابل هذا الوفر تتحمل الشركة بتكاليف إضافية خلال سنوات تشغيل الأصول ويتم اتخاذ قرار التمويل الأمثل في ظل هذا المدخل من خلال حساب قيمة القرض المكافئ لعقد الإيجار وذلك بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال مدة عقد الإيجار بمعدل خصم يعادل معدل تكلفة الاقتراض بعد الضرائب. ويتخذ قرار الاستئجار إذا كانت قيمة القرض المكافئ لعقد الإيجار تقل عن قيمة الوفورات المترتبة علي عقد الإيجار في الفترة صفر.

نجد أن هنالك العديد من العوامل التي تؤثر علي قرار المستأجر عند المفاضلة بين الاستئجار أو الشراء عن طريق الاقتراض، وكذلك علي قرار المؤجر عند اتخاذ قرار التأجير ومنها: (Scott, Besely, & Eugen F. (2000) Brigham,

### 1/ القيمة المتبقية للأصل:

يملك المؤجر الأصل بعد انتهاء عقد أو مدة الإيجار، وتسمى قيمة الأصل المؤجر عند انتهاء الإيجار بالقيمة المتبقية، وهنا إذا كانت قيمة الأصل المتبقية عالية فتكون تكلفة تملكه أقل من تكلفة استئجاره، ولكن في الواقع هذه الظاهرة ليست خالية من القيود، فمثلاً إذا كان التقدم الفني والتكنولوجي للأصل كبير فإن القيمة المتبقية للأصل تنخفض بشكل كبير ومن ناحية أخرى إذا كانت القيمة المتبقية للأصل يتوقع أن تكون مرتفعة في المستقبل فإن التفاضل بين الشركات المؤجرة سيزداد مما يؤدي إلي انخفاض في أقساط الإيجار إلي درجة تزول فيها أهمية القيمة المتبقية، لذا فإن وجود قيمة متبقية لا يعنى بالضرورة أن تكلفة تملك هذا الأصل أقل من تكلفة استئجاره.

### 2/ الاختلاف في معدلات الضريبة بين المؤجر والمستأجر:

إذا كانت الضريبة التي سيدفعها المؤجر مختلفة عن الضريبة التي سيدفعها مستأجر الأصل، فإن تكلفة الاستئجار تكون مختلفة عن تكلفة التملك بحيث إن إحداهما أقل من الأخرى، وتكون الأرباح للمستأجر والمؤجر أقصى ما يمكن عندما يكون معدل الضريبة للمؤجر أعلى من معدل ضريبة المستأجر، فإذا لم تكن الشركة المستأجرة قادرة على الانتفاع من الوفر الضريبي أو الإهلاك المعجل للأصل فيكون من مصلحتها أن تستأجر الأصل بدلاً من شرائه، وفي هذه الحالة يمكن أن يستفيد المؤجر من الوفر الضريبي الناتج عن تمويله للأصل المؤجر لذا يمكن أن يتفق مع الشركة على تكلفة إيجار منخفضة.

## 3/ الاختلاف في تكلفة رأس المال (سمير محمد عبد العزيز، 2000 م)

إذا كانت تكلفة رأس مال المؤجر أقل من تكلفة رأس مال الشركة المستأجرة فقد يكون تكلفة الاستئجار للشركة المستأجرة أقل من تكلفة التملك والعكس صحيح، ولكن من الصعب تهيئة الظروف التي تتسبب في الاختلاف بين تكلفة رأس المال لكل منهما. حيث أن المخاطر المترتبة على الشركة هي التي تحدد تكلفة رأس المال الملائم، حيث أن هذه المخاطر لا تختلف سواء كانت الشركة مؤجرة أو مستأجرة لذلك نجد الشركات صعوبة في تحديد الاختلافات بين تكلفة رأس المال.

ويرى الباحثان أن الفرق الرئيسي في تقييم القرار بين المؤجر والمستأجر هو أن المستأجر يوجد لديه خياران يتوجب عليه المفاضلة بينهما، وهما إما الافتراض لشراء الأصل أو الاستئجار لذات الأصل، ويستخدم في العادة القيمة الحالية لتكاليف الافتراض والقيمة الحالية لدفعات الإيجار ويختار الأقل قيمة حالية، بعد الأخذ في الاعتبار في الحساب الفوائد المترتبة على كل طريقة من حيث الإهلاكات والمصاريف التي تخصم من الدخل الخاضع للضريبة وكل ما يتعلق بالوفورات التي يمكن الاستفادة منها لكل أسلوب، سواء لقرار الاستئجار أو لقرار الشراء ويمكن استخدام طريقة معدل العائد الداخلي بدلاً من طريقة القيمة الحالية كبديل للاحتساب من قبل المستأجر.

أما المؤجر ليس أمامه أكثر من خيار وهو احتساب القيمة الحالية لدفعات الإيجار على أساس تكلفة تمويل الأصل بهدف التأجير وخضم القيمة المتبقية للأصل بعد انتهاء مدة العقد، بالإضافة إلى العائد على الاستثمار الذي يطلبه المؤجر مطروحاً منه أي وفورات مثل الإهلاك وغيرها من المصاريف اللازمة لعملية التأجير.

## نبذة تاريخية عن شركة أوركس السعودية للتأجير التمويلي:

شركة أوركس للتأجير التمويلي هي الشركة الأولى من نوعها في مجال التأجير التمويلي في المملكة العربية السعودية، تم تأسيس الشركة في 16 يناير 2001م كشركة مساهمة مغلقة ومفوضة لتوفير تمويل الأصول متوسط الأجل لكل القطاعات الاقتصادية المنتجة مع تأكيد خاص على خدمة المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم وبهذا تساعد في تمدد وخدمة هذه المشروعات وتوسع آلية الاعتمادات في المملكة.

تعمل شركة أوركس للتأجير التمويلي تحت السجل التجاري رقم 1010163957 الصادر في الرياض في 21 شوال 1421هـ الموافق 16 يناير 2001م وبرخصة شركة غير صناعية تحمل رقم 99 بتاريخ 27 صفر 1421هـ الموافق 31 مايو 2000م صادرة من وزارة الصناعة والكهرباء وتعمل من خلال فروعها الثلاث في المملكة العربية السعودية، ويقع مكتب الشركة الرئيسي في الرياض - المملكة العربية السعودية.

## مجتمع وعينة الدراسة:

يقصد بمجتمع الدراسة المجموعة الكلية من العناصر التي يسعى الباحثان أن يعمم عليها النتائج ذات العلاقة بالمشكلة المدروسة. يتكون مجتمع الدراسة الأصلي من موظفي شركة أوركس السعودية.

أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها بطريقة عشوائية من مجتمع الدراسة، البالغ قدره (101) فرداً، حيث قام الباحثان بتوزيع استمارة استبيان على المستهدفين إلكترونياً على الموقع (www.estebians.com) لعينة الدراسة

المختارة من موظفي شركة أوركس السعودية للتأجير التمويلي واستجاب جميع مجتمع الدراسة، حيث ملئوا الاستبيان بكل المعلومات المطلوبة.

وللخروج بنتائج دقيقة قدر الإمكان حرص الباحث علي تنوع عينة الدراسة من حيث شمولها علي الآتي:

1/ الأفراد من مختلف الأعمار (30 سنة فأقل، 31 - 40 سنة، 41 - 50 سنة، من 51 - 60 سنة، من 61 سنة فأكثر).

2/ الأفراد من مختلف المستويات التعليمية (بكالوريوس، دبلوم فوق الجامعي، ماجستير، دكتوراه).

3/ الأفراد من مختلف التخصصات العلمية (محاسبة، اقتصاد، إدارة أعمال، علوم مصرفية ومالية، نظم معلومات محاسبية، تكاليف ومحاسبة إدارية، أخرى).

4/ الأفراد من مختلف المؤهلات المهنية (زمالة سودانية، زمالة عربية، زمالة بريطانية، زمالة أمريكية، أخرى، لا توجد).

5/ الأفراد من مختلف الوظائف (محاسب، رئيس حسابات، مديرمالي، مراجع داخلي، مراقب خارجي، أخرى).

6/ الأفراد من مختلف سنوات الخبرة (من 5 سنة فأقل، من 6 - 10 سنة، من 11 - 15 سنة، من 16 - 20 سنة، من 21 - 25 سنة أكثر من 25 سنة).

تحليل البيانات وثبات الفرضيات:

جدول (1) الوسط الحسابي والانحراف المعياري بالإضافة إلى درجات الحرية والقيمة الاحتمالية لاختبار مربع كآي لإجابات أفراد عينة الدراسة حول الفرضيات:

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	لا أو أقل بشدة	لا أو أقل	جد	أقل	أقل بشدة	العبرة
0.68	2.9	2	4	14	23	7	هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ك
		4	8	28	46	14	المعايير المحاسبية للتأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد
0.78	2.69	2	4	14	23	7	هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ك
		4	8	28	46	14	ضوابط وإجراءات التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد
0.95	2.47	4	2	12	28	4	هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ك
		8.0	4.0	24.0	56.0	8	التكلفة والعائد لمشقة التأجير التمويلي ومعدل دوران الموارد

لتحليل الإجابة حول فرضيات الدراسة وهو التوصل إلى معالجات ظاهرة البحث الموصوفة في الفرضيات، تم تحليل إجابات أفراد عينة الدراسة من خلال ترتيب عبارات معينة وكذلك دراسة المتوسط الحسابي لها والانحراف المعياري كما هو موضح في الجدول أعلاه واتضح الآتي:

إن هناك علاقة بين استخدام المشتقات المالية تؤثر على تقليل المخاطر التشغيلية، وأنه لا يشترط أن تكون المعلومات المحاسبية ملائمة لاستخدامها في تقليل المخاطر التشغيلية، ويجب أن تكون المشتقات المالية على درجة من الملائمة لاستخدامها، وكذلك تحتاج الشركة إلى معلومات محاسبية ملائمة لتنظيم الدورة المستندية وتقييم قرارات الاستثمار كما هو موضح في الجدول أعلاه حيث كانت بمتوسط حساب يقدره (2,9) وانحراف معياري (0,68)، الملائمة كعلاقة بين استخدام المشتقات المالية وتقليل المخاطر التشغيلية فكان لوحظ جيد حيث كان المتوسط الحساب يقدره (2,47) والانحراف المعياري (0,95)، ولو دققنا النظر في النتائج السابقة الذكر لوجدنا أن آراء أفراد العينة في هذا الجانب كانت بنسبة كبيرة جداً حيث كانت بنسبة مئوية (38,1%).

**الفرضية الأولى:** هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المعايير المحاسبية للتأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد.

**جدول (2) الوسط الحسابي والانحراف المعياري بالإضافة إلى درجات الحرية والقيمة الاحتمالية لاختبار مربع كآي لإجابات أفراد عينة الدراسة حول الفرضية الأولى**

المصدر	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة (f)	مستوى الدلالة
الانحدار	6,208	10	0,621	3,069	0,001
العوامل الباقية	49,160	243	0,202		
التباين الكلي	55,369	253			

المصدر: إعداد الباحثان من بيانات الاستبيان، 2014م.

$$\text{معامل الارتباط } (R) = 0,703$$

$$\text{معامل التحديد } (R \text{ Square}) = 0,494$$

يبين الجدول رقم (2) أعلاه أن قيمة (f) المحسوبة (3,069) وهي أكبر من قيمتها المستخرجة من الجداول الإحصائية وبالبالغة (1,83) عند مستوى دلالة (0,05) ودرجات حرية (10 و 243)، مما يوجب رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على وجود علاقة بين استخدام المشتقات المالية وتقليل المخاطر التشغيلية. ويؤكد هذه النتيجة مستوى دلالة (f) البالغ (0,001)، حيث أنه أقل من (0,05) المستوى المعتمد لهذه الدراسة.

بناءً على هذا نتأكد صحة الفرضية التي نصها: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المعايير المحاسبية للتأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد.

الفرضية الثانية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ضوابط ولجرائم التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد.

جدول (3) الوسط الحسابي والانحراف المعياري بالإضافة إلى درجات الحرية والقيمة الاحتمالية لاختبار مربع كآي لإجابات أفراد عينة الدراسة حول الفرضية الثانية

المصدر	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة (f)	مستوى الدلالة
الانحدار	13,573	7	1,939	11,413	0,00
العوامل الباقية	41,796	246	0,170		
التباين الكلي	55,369	253			

المصدر: إعداد الباحثان من بيانات الاستبيان، 2014م.

يبين الجدول رقم (3) أن قيمة (f) المحسوبة (11.413) وهي أكبر من قيمتها المستخرجة من الجداول الإحصائية والبالغة (2,01) عند مستوى دلالة (0,05) ودرجات حرية (7 و 246)، مما يوجب رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن هناك تقارب واختلاف في العلاقة بين المؤجر والمستأجر في تنظيم الدورة المستندية والمحاسبية. ويؤكد هذه النتيجة مستوى دلالة (f) البالغ (0,00)، حيث أنه أقل من (0,05) المستوى المعتمد لهذه الدراسة.

بناءً على هذا نتأكد صحة الفرضية التي نصها: هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ضوابط وإجراءات التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد.

الفرضية الثالثة: هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة والعائد لمشتقة التأجير التمويلي ومعدل دوران الموارد.

جدول (4) الوسط الحسابي والانحراف المعياري بالإضافة إلى درجات الحرية والقيمة الاحتمالية لاختبار مربع كآي لإجابات أفراد عينة الدراسة حول الفرضية الثالثة

المصدر	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة (f)	مستوى الدلالة
الانحدار	10,265	8	1,283	6,970	0,000
العوامل الباقية	45,104	245	0,184		
التباين الكلي	55,369	253			

المصدر: إعداد الباحثان من بيانات الاستبيان، 2014م.

يبين الجدول رقم (4) أن قيمة (f) المحسوبة (6.970) وهي أكبر من قيمتها المستخرجة من الجداول الإحصائية والبالغة (1,94) عند مستوى دلالة (0,05) ودرجات حرية (8 و 245)، مما يوجب رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن هناك علاقة بين طرق تقييم الاستثمارات لمشتقة التأجير التمويلي وبين كفاءة المشتقة المالية في إدارة الموارد. ويؤكد هذه النتيجة مستوى دلالة (f) البالغ (0,00)، حيث أنه أقل من (0,05) المستوى المعتمد لهذه الدراسة.

بناءً على هذا نتأكد صحة الفرضية التي نصها: هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة والعائد لمشتقة التأجير التمويلي ومعدل دوران الموارد.

## النتائج والتوصيات :

- توصل الباحثان من خلال هذا البحث إلى ثلاثة نتائج أساسية منبثقة منها نتائج فرعية وهي كالتالي:
1. توصلت الدراسة إلى أن استخدام المعايير المحاسبية تنظم وتقيس معدل دوران الموارد في التأجير التمويلي بفاعلية حيث وافق المبحوثون بنسبة 90%.
  2. توصلت الدراسة إلى أن الخطوات والإجراءات العملية للمشتقات المالية تحتاج إلى معايير محاسبية لتوحيد حركات القيود المحاسبية وبنودها خلال عمل الميزانية.
  3. توصلت الدراسة إلى تحليل نظري عام وعدة مفاهيم أساسية عن صيغة التأجير التمويلي باعتبارها هي أداة مالية أو أصول إجارية منتهية بالتمليك وتطورت في معظم دول الخليج بمختلف تطبيقاتها.
  4. توصلت الدراسة إلى أن صيغة التأجير التمويلي صيغة حديثة تعمل في مجال العقارات والسيارات وعدد من المنتجات المختلفة وحيث استخدامه أكثر في المؤسسات المصرفية وتعزى كفاءتها إلى طبيعة السياسة المحاسبية التي تنفرد في إضافة اقتصادية ومردود اجتماعي بين المؤجر والمستأجر مع الالتزام باستخدام المعايير المحاسبية للعرض والإفصاح والشفافية.
  5. توصلت الدراسة إلى نشأة وتطور عقد التأجير التمويلي منذ عهد الملك الباطني (حمورابي) حيث استخدم على شكل تأجير تشغيلي إلى أن أصبح وسيلة وأداة مالية مشتقة للمؤسسات التمويلية ذات الوساطة المالية.
  6. توصلت الدراسة إلى أن هنالك فجوة بين عقد مشتقة التأجير التمويلي في النظام التقليدي والنظام الإسلامي مع تقارب الدورة المستندية بينهم واختلاف بعض حركة الرصد والسجل والقيود المحاسبية.
  7. توصلت الدراسة إلى أهم المفاهيم الأساسية للتأجير التمويلي ومفهوم معدل دوران الموارد ومفاهيم طرق القياس واثبت 30% من الإجراءات والخطوات كمرحلة من مراحل البحث.
- 2/ توصلت الدراسة إلى هنالك علاقة بين ضوابط وإجراءات التأجير التمويلي ومعدل دوران الموارد في التأجير التمويلي حيث وافق المبحوثون بنسبة 82%.
- أ/ توصلت الدراسة إلى أن خطوات وإجراءات محاسبية تحدد الدورة المالية والمستندية لمشتقة التأجير التمويلي وتبدأ من حيث توقيع العقد والالتزام بشروط العقد مما يحقق الدورة المالية والمستندية بين أطراف العقد وتتطابق مع الدورة المستندية حسب شروط العقد.
- ب/ توصلت الدراسة إلى أن صيغة التأجير التمويلي من أفضل الصيغ التي تجمع بين أطراف العقد محاسبياً في تحريك موارد الغير تجاه الطرف الأخر وكذلك العكس مما تؤدي إلى تحقيق أعلى معدل دوران للموارد بينهم.
- ج/ توصلت الدراسة إلى أن صيغة التأجير التمويلي نظام مالي ومحاسبي ومستندي يجمع بين المؤجر والمستأجر في استيفاء منفعة منتهية بتمليك الأصل من خلال عقدين مستقلين أحدهما عقد إيجار والثاني عقد بيع منتهى بالتملك.
- د/ تظهر العلاقة بين المؤجر والمستأجر حسب نوع وطبيعة نشاط كل منهم وتتناظر إذا كان المؤجر شركة تشغيلية في كيفية تسجيل القيد المحاسبي خلال دورته المالية حيث أن الدورة المستندية تحدد حسب شروط العقد بالإضافة إلى سندات الملاءة المالية والأخلاقية.

هـ/ توصل البحث إلي أهم نظم المعاملات المالية لصيغة ومشتقة التأجير التمويلي متناولاً أهم الخطوات والإجراءات لمحاسبة المشتقات المالية والتأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد من خلال استكمال البحث بنسبة 60% من خلال ربط حلقة المفاهيم النظرية بالتحليل النظري لفروض ظاهرة البحث.

3/ توصل البحث إلي هنالك علاقة بين التكلفة والعائد لمشتقة التأجير التمويلي ومعدل دوران الموارد تحدد القرارات في صيغة التأجير التمويلي حيث وافق المبحوثون بنسبة 88%.

أ/ توصل البحث إلي أن أهمية استخدام مشتقة التأجير التمويلي تؤدي إلي زيادة معدل دوران الموارد من حيث تحويل أصل إلي جهة أخرى مما يؤثر في حركة الموارد وتبادل الأصل بين الأطراف.

ب/ توصل البحث إلي أن هنالك مجموعة من الطرق التي تقيس معدل دوران الموارد وهي طريقة فترة الاسترداد وطريقة صافي القيمة الحالية وطريقة معدل العائد الداخلي وتفضل طريقة صافي القيمة الحالية على فترة الاسترداد لأنها لا تأخذ في حساباتها التدفقات النقدية بعد مدة الاسترداد وكذلك تفشل في المقاضلة بين البدائل عندما تتساوى مبالغ الاستثمار الأولية وصافي التدفقات السنوية.

#### التوصيات:

1. نوصي باستخدام الأسس المحاسبية في تحليل مفهوم مشتقة التأجير التمويلي حتى تكتمل صورة هذه الصيغة بين الأطراف المالية للعقد المشتق المنتهي بالتمليك.
2. نوصي بقيام مؤسسات تمويلية كبرى تتخصص في منتجات متنوعة تساهم في الوحدات الإنتاجية لزيادة سعة التشغيل وحجم النتائج على مستوى المشاريع الصغيرة والمتوسطة والكبرى.
3. نوصي بأن يتم تحليل كامل للقيود المحاسبية في المحاسبة الإسلامية للتكييف الشرعي والفقهى لمشتقة التأجير التمويلي.
4. نوصي باستخدام مشتقة التأجير التمويلي لتنظيم الموارد وتبادلها بين المؤجر والمستأجر.
5. نوصي بإتباع الأسس السليمة التي تضع جميع الحركات المحاسبية لصيغة التأجير التمويلي على كافة مراجعها بحيث تعرض داخل منظومة الأصول والخصوم لجميع الأطراف.
6. نوصي باستخدام المعايير المحاسبية الدولية والإسلامية التي تحكم سير مشتقة التأجير التمويلي لتنظيم عملية التأجير التمويلي محاسبياً وإدارياً.
7. نوصي بالالتزام بتنفيذ العقود وشروطها في تحديد مراحل الدورة المستندية للعقد المالي.
8. نوصي باستخدام صيغة التأجير التمويلي لتركيز التعامل بين الأطراف بأسس محاسبية تهدف إلي دوران الموارد بينهم.
9. نوصي باستخدام صيغة التأجير التمويلي لتطبيق زيادة حجم التشغيل وتقليل المخاطر وزيادة معدل الدوران للموارد بين المؤجر والمستأجر.
10. نوصي باستخدام جميع طرق قياس معدل دوران الموارد مع التركيز على طريقة صافي القيمة الحالية.
11. نوصي بالتركيز على دراسة الخطوات والإجراءات بالصيغة الإسلامية البحتة بدون المقارنة مع النظام التقليدي.
12. نوصي بالالتزام باستغلال عقود التأجير التمويلي بين المؤجر والمستأجر وتحديد استغلالية عقد المنفعة من عقد التملك.

## المراجع :

1. منير إبراهيم هندي(1998م)، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الإسكندرية: منشأة المعارف، ص546.
2. بريش السعيد وآخرون(2010 م)، البدائل الاستثمارية بين النظرية والتطبيق، ورقة علمية منشورة على الموقع الإلكتروني: www.iefpedia.com.
3. محمد عبد العزيز، سمير ، (2000 م) ، التأجير التمويلي ومداخله المالية ، المحاسبية ، الاقتصادية ، التشريعية والتطبيقية ( مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية ، الاسكندرية) ، ص- ص 98 :498.
4. عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي(2004 م)، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار وائل للنشر، عمان، ص 126.
5. سعد عبد اللطيف ، أحمد (2000 م) ، التأجير التمويلي ، (دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ) ص 221 - 530 .
6. سعد عبد اللطيف ، أحمد (2000 م) ، التأجير التمويلي ، (دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ) ص 224 - 530 .
7. Belkaoui, Ahmed Riahi, (1998), "Long- Term Accounting Evaluation, Consequences", Qyuoruom Books Westport, Connecticut, London, Inc.
8. Scott, Besely, &Eugen F. Brigham, (2000), "Essential of Management Finance", 12 thed, New York, Harcourt College Publishers.
9. Holmes, B.J. 1991. Lease-Buy Decision Analysis, International Journal of Purchasing and Materials Management. International Accounting Standard Committee, (IAS17). 1982. Accounting for Leases.
10. محمد عبد العزيز، سمير ، (2000 م) ، التأجير التمويلي ومداخله المالية ، المحاسبية ، الاقتصادية ، التشريعية والتطبيقية ( مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية ، الاسكندرية) ص- ص 154 : 498.