

المبحث الأول

طرق قياس معدل دوران الموارد

تمهيد:

تتعدد وتتوسع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين وتختلف النتائج المحتملة لها من فرصة لأخرى وفقاً لاختلاف معدلات العوائد المتوقعة ودرجة المخاطر المرتبطة بهذه العوائد وعوامل أخرى يصعب التنبؤ بها، لذا يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات التي تواجه أصحاب المشاريع، خاصة مع التغيرات والتطورات السريعة التي يعرفها العالم اليوم والتي تجعل من أي فكرة أو فرصة استثمارية محلاً للخطر وعدم التأكد. ومن هنا تبرز أهمية وجود إطار تحليلي يرجع له ويستعان به بخصوص عمليات اتخاذ القرار الاستثماري، والاهتمام أكثر بالدراسات التفصيلية لكل الظروف المحيطة والمتعلقة بالفرص الاستثمارية المتاحة علي أن تبني هذه الدراسات علي أسس علمية بعيدة كل البعد عن العشوائية والتصورات التخمينية.⁽¹⁾

وبالرغم من الأهمية التي نكتسبها دراسة قياس معدل دوران الموارد في التأجير التمويلي إلا أن استخدامها في الشركات المستأجرة والمؤجرة يبقى مرتبط بالعديد من النقائص والمشاكل التي تحول دون تأصيل الجانب النظري بما يتوافق مع الواقع العملي، لذلك فإنني أهدف من خلال هذا المبحث إلي بيان طرق قياس معدل دوران الموارد ومفاهيمها واستخداماتها في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في التأجير التمويلي.

تختلف 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

⁽¹⁾ بريش السعيد وآخرون، نماذج تقييم البدائل الاستثمارية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير،

دراسة تحليلية، غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة الشلف، الجزائر، ص 5.

استثماري ومن ثم يتخذ قرار التأجير إذا حققت المتحصلات النقدية من القيمة الإيجارية عائد مناسب للمؤجر.⁽¹⁾

وفى ضوء المعالجة المحاسبية لعقود الإيجار سواء كان عن طريق الرسملة وظهارها ضمن عناصر المركز المالي أو عن طريق الإفصاح عن الأصول المستأجرة في الهوامش والملاحظات، يكون للإيجار الآثار المالية المترتبة علي اللجوء إلي الاقتراض، حيث تلتزم الشركة بموجب عقد الإيجار بسداد دفعات سنوية محددة للقيمة الإيجارية، وقد يؤدي عدم قدرة الشركة المستأجرة علي الوفاء بهذه الالتزامات في مواعيدها الدورية إلى إفلاسها. لذلك يتطلب تحليل قرار الاستئجار مقارنته بقرار تمويلي آخر يعادله في مستوى الخطر وهو قرار الاقتراض، وتتم المفاضلة بينهما علي أساس التكلفة من خلال قياس معدل دوران موارده وباستخدام الطرق الآتية⁽²⁾:

1/ طريقة فترة الاسترداد.

2/ طريقة صافي القيمة الحالية.

3/ طريقة معدل العائد الداخلي.

4/ طريقة القرض المكافئ لعقد الاستثمار.

أولاً: فترة الاسترداد Pay Back Period:

تعرف فترة الاسترداد بأنها عدد السنوات المطلوبة لاستعادة قيمة الاستثمار الأصلي. وتمثل عملية استرداد نفقات الموارد المستثمرة في أوقات قياسية أحد الأهداف المقصودة في أي قرار استثماري، وإذا اعتبر عامل الوقت ذات أهمية فإن المشروع الذي يعود بالدخل هو ذلك المشروع المفضل نسبة لقصر الوقت الذي يأتي فيه بالعوائد.

ولطريقة فترة الاسترداد العديد من المزايا وهي كالتالي:

(1) د. أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 90.

(2) د. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000م)، ص 185.

1/ تتسم هذه الطريقة بالبساطة والسهولة في الحساب كما تناسب الاستثمارات صغيرة الحجم نسبياً التي تتميز بالتكرار وتتطلب سرعة اتخاذ قرار بشأنها.

2/ كما يمكن أن تناسب هذه الطريقة اتخاذ قرار بشأن المفاضلة بين المشروعات المقبولة في المجالات التي تتميز بسرعة التغيير في الفن الإنتاجي المستخدم.

3/ تناسب هذه الطريق المستثمر الأجنبي في بلاد لا تتمتع بالاستقرار الاقتصادي والسياسي حيث يتركز جل اهتمام المستثمر في تحقيق أكبر تدفق نقدي في أقصر فترة زمنية لاسترداد أمواله التي استثمرها بسرعة. وتؤكد هذا تجربة استثمار البنوك الأمريكية في الاستثمار السياحي والتعديني في دول أمريكا اللاتينية في الأربعينات والخمسينات من القرن العشرين خاصة في كوبا والحرص على سرعة استرداد الأموال المستثمرة في ظل عدم الاستقرار في المنطقة.

4/ تناسب هذه الطريقة المنشآت التي تعاني عجزاً كبيراً في سيولتها النقدية وتطبيق هذه الطريقة يمكن أن يكون وسيلة لحل مشاكلها في السيولة.

ويدافع بعض المؤيدين لهذا الأسلوب على أساس أن المنشأة التي تواجهها مشكلة العجز في النقدية لابد وأن تهتم بسرعة استرداد أموالها. وأخيراً فإن العديد من المنشآت تستخدم هذا الأسلوب مع أحد أساليب خصم التدفقات النقدية (صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي).⁽¹⁾

وبالرغم من أن هذا الأسلوب بسيط للغاية إلا أنه يؤدي في بعض الأحيان إلى اتخاذ قرارات خاطئة نسبة لأن بعض الاستثمارات لا تسترد استثماراتها في السنوات الأولى لطبيعة نوع الاستثمار ومن أهم عيوب هذه الطريقة الآتي:

1/ بالإضافة إلى تجاهل القيمة الزمنية للنقود تتجاهل هذه الطريقة المكاسب أو التدفقات النقدية التي تتحقق بعد فترة الاسترداد أو التدفقات التي تتحقق بعد استرداد التكاليف الاستثمارية مما يترتب عليه خطأ القرارات المتخذة بشأن الفرص الاستثمارية.

(1) د. أوييس عطوة الزنط، أسس تقييم المشروعات ودراسات جدوى الاستثمار، (القاهرة: المكتبة الأكاديمية، 1992م)، ص 69.

وللتغلب علي مشكلة تجاهل التدفقات النقدية بعد فترة الاسترداد يقترح البعض أن يضاف إلي التكلفة الاستثمارية مبلغ إضافي يمثل الحد الأدنى للعائد الذي يقبله المشروع علي الاستثمار المقترح وهنا يتم حساب فترة الاسترداد وفقاً للمعادلة التالية:

فترة الاسترداد = التكلفة الاستثمارية للمشروع + (التكلفة الاستثمارية × الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب علي الاستثمار) ÷ صافي التدفقات النقدية السنوية الداخلة.

2/ نتيجة تجاهل القيمة الزمنية للنقود فإن هذه الطريقة تتجاهل الاختلاف في نمط التدفقات النقدية للفرص الاستثمارية المتاحة التي تتساوى في فترة الاسترداد. فهناك فرص استثمارية (أ مثلاً) تتحقق أغلب تدفقاتها النقدية في السنوات الأولى بينما تتحقق هذه التدفقات في فرصة أخرى (ب مثلاً) في السنوات الأخيرة من فترة الاسترداد، ورغم تساوي الفرصتين في طول فترة الاسترداد مما يعني أن كلا منهما سواء - وفقاً لمعيار فترة الاسترداد - فإن إمعان النظر وأخذ القيمة الزمنية للنقود في الحسبان يجعل الفرصة الأولى تفضل الثانية.

ثانياً: طريقة صافي القيمة الحالية Net Present Value:

تعرف طريقة القيمة الحالية بأنها صافي التدفقات النقدية التي يحققها المشروع الاستثماري خلال فترة من الزمن مخصومة بمعدل خصم يعبر عن معدل الدخل الخالي من المخاطرة، بالإضافة إلي معدل إضافي يقابل معدل المخاطرة التي يقبلها المستثمر.⁽¹⁾

ويتم قبول المشروع إذا كان صافي القيمة الحالية يساوي أو أكبر من الصفر، وهذا ما يعني أن المشروع سيحقق المتوقع منه أو أكبر، ويتم رفض المشروع عندما تكون صافي القيمة الحالية سالباً أي أقل من الصفر. وتتطلب طريقة إعداد صافي القيمة الحالية الكثير من البيانات التي يتم إعدادها على النحو التالي:

(1) حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، (القاهرة: دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، 2000م)،

1/ إعداد قائمة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة أخذاً في الاعتبار طبيعة المشروع والبيئة المحيطة به.

2/ تحديد الفترة الزمنية المرتبطة بتحقيق الإيراد مع مراعاة أن تكون تلك الفترة مناسبة، يمكن من خلالها إعداد قوائم التنبؤات بحيث تكون أقرب للواقع.

3/ تحديد القيمة المتبقية للمشروع.

4/ تحديد معدل الخصم المناسب، ويراعى في تحديده معدل العائد الخالي من المخاطرة، ومعدل المخاطرة المناسب الذي يغطي مخاطر صناعة المشروع العامة الأخرى.

5/ تحديد معامل الخصم المقابل لمعدل الخصم المناسب الذي تم اختياره خلال السنوات التي تتضمنها الفترة الزمنية المرتبطة بتحقيق الإيراد، أو استخدام البرامج المتاحة في الحاسب الآلي لهذا الغرض.

ومن أهم المزايا لطريقة صافي القيمة الحالية التالي⁽¹⁾:

1/ أخذ القيمة الزمنية للنقود في الحسبان.

2/ كما تأخذ هذه الطريقة في الاعتبار جميع التدفقات النقدية المتحققة علي مدى عمر المشروع.

3/ تستخدم تكلفة الأموال (معدل العائد المطلوب تحقيقه) كمعدل خصم للتدفقات النقدية.

4/ تقيس الربحية في صورة مطلقة.

بالرغم مما سبق من المزايا فتتسبب الى هذه الطريقة بعض الانتقادات منها التالي:

1/ لا تصلح هذه الطريقة في اتخاذ قرار في المفاضلة بين مشروعين

يتساويان في التكاليف الاستثمارية ويطبق عليهما نفس معدل الخصم ولكن أحدهما (أ)

(1) د. سعد زكي نصار، التقييم المالي والاقتصادي والاجتماعي للمشروعات، (القاهرة، المكتبة العامة، 1995م)، ص 93.

يسترد تكاليفه بسرعة (في مدة أقصر) عن الآخر (ب) بينما الآخر (ب) يحقق صافي قيمة موجبة أكبر في هذه الحالة ووفقاً للمعيار الذي بين أيدينا يفضل المشروع الثاني بينما الأصح والأفضل أن يتم تفضيل المشروع الأول حيث سيتم استرداد الأموال بسرعة مما يعطي الفرصة لإعادة استثمارها سواء داخل المشروع القائم أو في مشروعات أخرى.

2/ يتصل بالنقطة السابقة أن هذه الطريقة لا تأخذ في الاعتبار توقيت ومقدار التدفقات النقدية.

3/ تعتمد هذه الطريقة على معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وهو يخضع في تقديره لتوقعات تعتمد بشكل كبير على الحكم والتقدير الشخصي مما يعرض هذا المعدل للخطأ وبالتالي أخطاء الأرقام المبنية عليه، فإذا كان معدل الخصم مبالغاً فيه فهذا يعطي المكاسب النقدية للاقتراح في السنوات الأولى وزناً أقل من وزنها الحقيقي، وبالعكس فإن معدل الخصم المقدر أقل من اللازم يعطي وزناً للمكاسب النقدية طويلة الأجل أكبر من وزنها الحقيقي.⁽¹⁾

4/ لا تعالج مشكلة عدم التأكد فيما يتصل بتقدير التدفقات النقدية الخاصة بالمشروع.

ثالثاً: طريقة معدل العائد الداخلي Internal Rate of Return:

معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، أو هو معدل الخصم الذي تكون فيه صافي القيمة الحالية تساوي صفراً.

وقاعدة القرار بموجب هذه الطريقة هي أن المشروع الذي يحقق معدل عائد داخلي أكبر من تكلفة رأس المال أو مساوي لها يعتبر مشروعاً مجدياً اقتصادياً وفي

(1) د. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2002م)، ص 24.

حالة وجود أكثر من مشروع يحقق هذا الشرط وأرادت الشركة أن تستثمر في مشروع واحد فقط تختار المشروع الذي يحقق معدل عائد داخلي أعلى.⁽¹⁾

ومن أهم المميزات لطريقة معدل العائد الداخلي الآتي:

1/ أخذه بعين الاعتبار للقيمة الزمنية للنقود، أي أنه يأخذ تأثير الزمن في النقود بعين الاعتبار.

2/ تمييز هذا المعيار بالموضوعية بحيث أنه يوضح المعدل الذي يوضح كل المعلومات المتعلقة بالاقتراح الاستثماري.

3/ يشير إلي ربحية الاقتراح وقوته الإرادية بطريقة واضحة.

4/ يتيح إمكانية المتابعة ومقارنة التنفيذ الفعلي.

بالرغم من مميزات طريقة معدل العائد الداخلي إلا أنه توجهت إليها انتقادات تتمثل في أنه من الصعب الاعتماد على هذه الطريقة في حالات استثمارات التجديد وصعوبة تطبيق هذا المعيار عند المقارنة بين مشروعين أو أكثر. وبهذه الانتقادات فضلت طريقة صافي القيمة الحالية عن هذه الطريقة في الحالات التالية⁽²⁾:

1/ في حالة تقلب العوائد النقدية الصافية المتوقعة بين قيم موجبة وسالبة، حيث في هذه الحالة (التقلب) تتعدد معدلات العوائد الداخلية التي يمكن الاختيار فيما بينها.

2/ في حالة تباين التكاليف الاستثمارية بين الفرص الاستثمارية المقبولة فإن اتباع 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 علي الاستثمار بينما تفترض طريقة صافي القيمة الحالية أن العائد على الاستثمارات يتم حسابه علي أساس

(1) د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، (بيروت: دار وائل للنشر، 2007م)، ص 224.

(2) د. يحيى عبد الغنى أبو الفتوح، دراسات جدوى المشروعات، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2003م)، ص 99.

متوسط تكلفة الأموال، وهذا الاختلاف يترتب عليه اختلاف في طريقة ترتيب المشروعات والمفاضلة بينها.

رابعاً: طريقة القرض المكافئ لعقد الإيجار:

تعتمد هذه الطريقة على التدفقات النقدية التفاضلية بين قرار الاستئجار وقرار التملك، ويتم معالجة هذه التدفقات على أساس أن صافي التدفق النقدي في السنة صفر يمثل مقدار الوفر الذي يمكن أن تحققه الشركة في حالة اللجوء إلي التمويل عن طريق الاستئجار، ومقابل هذا الوفر تتحمل الشركة بتكاليف إضافية خلال سنوات تشغيل الأصول (أو مدة العقد). ويتم اتخاذ قرار التمويل الأمثل في ظل هذا المدخل من خلال حساب قيمة القرض المكافئ لعقد الإيجار، وذلك بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال سنوات التشغيل بمعدل خصم يعادل معدل تكلفة الاقتراض بعد الضرائب، ويتخذ قرار الاستئجار إذا كانت قيمة القرض المكافئ لعقد الإيجار تقل عن قيمة الوفورات المترتبة على عقد الإيجار في الفترة صفر.⁽¹⁾

وتجدر الإشارة إلى أن التفرقة ما بين قرار الاستئجار وقرار الاقتراض يتضمن العديد من الحسابات ويتطلب كل موقف إجراء تحليل مستقل وتتعدد الحسابات المطلوبة إذا اشتمل كل بديل على مبالغ مختلفة للحصول على الأصل.

(1) د. أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 107.

المبحث الثاني

عمليات قياس معدل دوران الموارد في التأجير التمويلي

تمهيد:

تبرز القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري من تأثيره على التدفقات النقدية للمشروع، وعلى ذلك يجب قبل تقييم المشروع الاستثماري أن يتم تقدير جميع التدفقات النقدية التي سوف تنتج عن قبوله، وهذا ما تطرقنا إليها سابقاً، حيث يقتضي المنطلق 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 توصلاً لقبول بعضها 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 للنفعة الصافية لكل مشروع منسوبة إلى تكلفته الاستثمارية، وعلى 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 مختلفة الظروف وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

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:

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{المبلغ المستثمر}$$

⁽¹⁾ عبد الرسول عبد الرزاق الموسوي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، (دار وائل للنشر، عمان، 2004م)، ص 126.

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.⁽¹⁾

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 فتقوم 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 على صافي الربح بعد الضريبة لنحصل على صافي التدفق النقدي،

(1) حامد العربي الحضيبي، مرجع سابق، ص 105.

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.⁽¹⁾

بعد ما تطرقت إلى الأسس التي يقوم عليه تقييم قرار الإيجار من وجهة نظر المنشأة المستأجرة والمؤجرة سوف أوضح الأسس المذكورة أعلاه من خلال المثال التالي.

لدى شركة المنسوجات الحديثة قرار المفاضلة بين شراء أو استئجار إحدى الآلات، حيث تبلغ تكلفة الاستثمار في تلك الآلة 108 ألف جنيه. وتشجيعاً للاستثمار الرأسمالي تنازلت الحكومة عن جزء من الضرائب المستحقة على المنشأة المشترية، في نفس العام الذي يتم فيه الشراء، وتقدر قيمة الضرائب المتنازل عنها 7,4% من قيمة الآلة. وإذا ما قررت المنشأة شراء الآلة فسوف تضطر إلى اقتراض قيمتها مقابل فائدة وقدرها 15% على أن يتم السداد على ثلاث دفعات سنوية متساوية، أما إذا قررت استئجار الآلة فسوف تدفع قسط إيجار سنوي قدره 40,900 جنيه، على أن يكون لها الحق في امتلاك الآلة بعد نهاية فترة التعاقد إذا رغبت في ذلك مقابل دفع مبلغ قدره 8,000 جنيه. هذا ويتحمل المالك تكلفة الصيانة التي يتوقع أن تبلغ 2,000 جنيه سنوياً. وتتبع المنشأتين (المستأجرة والمؤجرة) طريقة القسط المتناقص في حساب الإهلاك. كما يبلغ معدل الضريبة على أرباح المنشأتين 40%، 20% على التوالي. أما تكلفة الفرصة البديلة للمنشأة فيبلغ معدلها 12%.

كما ذكرنا سابقاً أن المفاضلة بين قرار الشراء وقرار التأجير من وجهة نظر المنشأة المستأجرة في حالة الاستئجار يقتضي عمل الآتي: مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة المتوقعة للقرارين خلال فترة التعاقد.

(1) د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1998م)، ص 564.

1/ في ظل قرار الاستئجار تتمثل التدفقات النقدية في قسط الإيجار البالغ 40,900 جنيه تدفع سنوياً لمدة ثلاث سنوات.

2/ نقوم بطرح الوفورات الضريبية لنحصل على التدفق النقدي السنوي لقسط الإيجار والتي يتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{الوفورات الضريبية} = \text{قيمة المصروف} \times \text{معدل الضريبة}$$

3/ إيجاد معدل الخصم لتلك التدفقات النقدية الذي يمثل معدل الفائدة الفعلي على القرض الذي كان ينبغي على المنشأة دفعه لو أنها اقترضت من البنك لشراء الآلة ويتحدد باستبعاد الوفورات الضريبية من معدل الفائدة الاسمي ويتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{القسط الفعلي} = \text{قيمة قسط الإيجار} (1 - \text{ض})$$

حيث ض تمثل معدل الضريبة.

$$\text{أي أن معدل الخصم} = 15\% (1 - 40) = 9\%$$

4/ يتم حساب القيمة الحالية للتدفق النقدي لقرار الاستئجار على أساس معدل الخصم المذكور وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{ق ح د} = \text{ت} \times \text{ق ح د}$$

حيث:

ت: تمثل قيمة التدفق النقدي السنوي المتمثل في أقساط الإيجار.

ق ح د: تمثل القيمة الحالية لدفعة سنوية متساوية قيمتها جنيه تدفع كل سنة لعدد من السنوات بمعدل خصم معين.

أي أن التدفق النقدي في قسط الإيجار بعد الضريبة (قيمة القسط السنوي -

الوفورات الضريبية) يبلغ 24,540 جنيه، أما القيمة الحالية للجنيه الذي يستحق بعد 3

سنوات بمعدل خصم 9% فيتم الحصول عليه من جدول القيمة الحالية رقم (2) وعليه

تكون القيمة الحالية لأقساط الإيجار القيمة الحالية لأقساط الإيجار = 24,540 ×
 2,531 = 62,111 جنيه.⁽¹⁾

جدول رقم (1/2/2)

القيمة الحالية للتدفق النقدي المترتبة على قرار استئجار الآلة في حالة إعادة الآلة

السنة	قسط الإيجار (1)	الوفورات الضريبية (2)	التفقد النقدي لقسط الإيجار (3) = 1-2	القيمة الحالية للجنيه بمعدل 9% (4)	القيمة الحالية للتدفق الخارجي (5) = 3×4
1	40,900	16,360	24,540	0,917	22,503
2	40,900	16,360	24,540	0,842	20,663
3	40,900	16,360	24,540	0,772	18,845
					62,111

المصدر: د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1998م)، ص 570.

أما في حالة شراء الآلة بدلاً من الاستئجار يقتضي عمل الآتي:

1/ تتمثل التدفقات النقدية الخارجة لقرار الشراء في الدفعة السنوية للقرض الذي ستحصل عليه المنشأة لشراء الآلة مضافاً إليها مصروفات الصيانة الدورية، ولحساب الدفعة السنوية للقرض وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{الدفعة السنوية لسداد القرض} = \text{قيمة القرض} \div \text{ق ح د}$$

$$\text{الدفعة السنوية} = 100,000 \div 2,283 = 43,798 \text{ جنيه}$$

2/ حساب الوفورات الضريبية المترتبة على قرار الشراء وخصمها من التدفقات النقدية ويمكن حسابها بضرب مجموع المصروفات التي تعتبر في بنود قائمة الدخل (مثل فوائد القرض - مصروفات الصيانة وقسط الإهلاك) في معدل الضريبة.

⁽¹⁾ د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 568.

3/ يتم حساب الإهلاك حسب طريقة القسط المتناقص وبالتالي نسبة الإهلاك تكون في السنة الأولى $\frac{3}{6}$ والسنة الثانية $\frac{2}{6}$ والسنة الثالثة $\frac{1}{6}$ على التوالي. ونوضح هذه العمليات في الجدول التالي:

جدول رقم (2/2/2)

القيمة الحالية للتدفقات النقدية في حالة الشراء

القيمة الحالية للتدفقات الخارجة	القيمة الحالية بمعدل خصم 9%	وفورات ضريبية (8) × (7) %40	مصرفات تضمن قائمة الدخل (7) (6+5+2)	قسط الإهلاك (6)	الصيانة (5)	رصيد القرض في نهاية العام (4)	المسدد من أصل القرض (3)	الفائدة المسددة (2)	القسط السنوي لسداد القرض (1)	الرتبة	
17.421	0.91 7	18.99 8	26.800	67.000	5.000	2.000	71.202	28.79 8	15.00 0	43.798	1
23.065	0.84 2	27.39 3	18.405	46.013	33.33 3	2.000	38.084	33.11 8	10.00 0	43.798	2
27.828	0.77 2	36.04 6	9.752	24.381	16.66 7	2.000	-	38.08 4	5.714	43.798	3
(6.176)	0.77 2) 8.000 (
62.138					100.0 00			100.0 00			

المصدر: د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1998م)، ص 572.

وبعد أن أوجدنا القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة في حالة الاستئجار والبالغة 62,111 جنيه، والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة في حالة الشراء والبالغة 62,138 جنيه نجد أن في حالة الاستئجار تقل القيمة عن حالة الشراء ومعناها أن قرار الاستئجار أقل تكلفة.

أما إذا كانت الآلة مملوكة للعميل (حق الشراء) فسوف يترتب علي الاحتفاظ بها حرمانه من تدفقات نقدية كان يتوقع الحصول عليها من بيع تلك الآلة.

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

1/ يتم التقييم على أساس صافي التدفق النقدي الداخلى 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 يعنى هذا أن معدل العائد على الاستثمار يفوق تكلفة الفرصة البديلة، وإذا تساوى يعنى ذلك أن معدل العائد على الاستثمار مساوياً لتكلفة الفرصة البديلة، أما إذا زادت تكلفة الشراء على القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية يعنى 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.

واليك جدول عملية إيجاد صافي القيمة الحالية للتدفق النقدي بالنسبة للمنشأة المؤجرة:

جدول رقم (3/2/2)

صافي القيمة الحالية المترتب على قرار التأجير

رقم	القيمة الاجارية (1)	تكلفة الصيانة (2)	الإهلاك (3)	صافي الربح قبل الضريبة (4)	الضريبة 20% (5)	صافي الربح بعد الضريبة (6)	صافي التدفق النقدي (7)	القيمة الحالية للجنيه بمعدل خصم 10% (8)	القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي (9)
1	40.900	2.000	50.000	(11.100)	(2.220)	8.880	41.120	0.909	37.378
2	40.900	2.000	33.333	5.567	1.113	4.454	37.787	0.826	31.212
3	40.900	2.000	16.667	22.233	4.447	17.786	34.453	0.751	25.874
							8.000	0.751	6.008
									100.472
									100.000
									472

المصدر: د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1998م)، ص 578.

بلغت القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي 100,472 جنيه، أكبر من التكلفة المبدئية لشراء الآلة والبالغة 100,000 جنيه، فإن صافي القيمة الحالية رقماً موجباً

472 جنيه، مما يعنى أن معدل العائد المتوقع من عملية التأجير يفوق العائد المتوقع الحصول عليه من الفرصة البديلة ومن ثم ينبغي الموافقة على قرار التأجير.

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.⁽¹⁾

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.

(1) د. أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 103.

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.⁽¹⁾

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. وبعد أن تطرقت لطرق قياس معدل دوران الموارد وعمليات القياس الخاصة بها نتطرق إلي المقارنة بين هذه الطرق وإظهار مزاياها وعيوبها.

1/ فترة الاسترداد:

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص 105.

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 إلى سيولة مستمرة ولاسيما شركات التأجير التمويلي التي تعتمد على معدل دوران مواردها وبالتالي كلما كانت فترة الاسترداد قصيرة كلما كان هذا مؤشراً جيداً.⁽¹⁾

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:

⁽¹⁾ بريش السعيد وآخرون، البدائل الاستثمارية بين النظرية والتطبيق، ورقة علمية منشورة على الموقع الإلكتروني: www.iefpedia.com.

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

وقاعدة القرار لمعيار صافى القيمة الحالية ثلاث نتائج تكون عليها صافى القيمة الحالية وهى كالتالى:

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

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

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

ومن أهم مزايا معيار صافى 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 صافى القيمة الحالية:

1/ أنه لا يعكس القوة التحصيلية للاستثمارات بل أنه يوضح ما اذا كان صافى 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 وهى أهم مشكلة تواجه معيار صافى القيمة الحالية، التي من الممكن تفاديها دون أن نمس الأساس الذي نبني عليه وهو القيمة الزمنية للنقود وذلك باستخدام معدل المردودية^(*) الداخلي للمشروع.⁽¹⁾

3/ معدل العائد الداخلي:

معدل العائد الداخلي هو المعدل الذي يجعل صافى 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:

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

2/ 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 لصافى التدفقات النقدية السنوية فإذا كانت القيمة الحالية لصافى التدفقات النقدية أكبر من الصفر نقوم بتكرار المحاولة حتى نصل إلي قيمة حالية أقل من الصفر.

وتفضل طريقة صافى القيمة الحالية عن طريقة معدل العائد الداخلي في

الحالات التالية:

^(*) يعرف معدل المردودية بأنه سعر الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للمشروع مع تكلفة الاستثمار الأولية.

⁽¹⁾ بريش السعيد وآخرون، ورقة علمية سابقة، ص 14.

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.⁽¹⁾

ويرى الباحث أن قرار الاستثمار يعتبر قرار تمويلي من وجهة نظر المستأجر ويتخذ قرار الاستثمار 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 الاستثمار 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.

⁽¹⁾ دراسات الجدوى التجارية، ورقة علمية منشورة على الموقع الإلكتروني: www.faculty-com-

المبحث الثالث

العلاقة بين التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد

تمهيد:

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.⁽¹⁾

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

(1) السعيد محمد لبددة، عدم كمال سوق رأس المال المصري والحوافز على التأجير التمويلي، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الثاني، جامعة عين شمس، ص 706.

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 علي 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.⁽¹⁾

سوف أتناول في المبحث العلاقة بين التأجير التمويلي وقياس معدل دوران الموارد بناء علي تحليل قرارات الاستثمار في عقود التأجير التمويلي من وجهة نظر المؤجر والمستأجر.

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 علي تقييم قرار التأجير فقط. حيث يتم التقييم علي ضوء التدفقات النقدية الداخلة وبعبارة أخرى سيتم التقييم بناء علي صافي التدفقات النقدية أي الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة. وتتمثل التدفقات النقدية الداخلة لقرار التأجير في قسط الإيجار بالإضافة إلي قيمة بيع الآلة في نهاية فترة الإيجار، أما التدفقات النقدية الخارجة فتتمثل في كافة المصروفات التي تمثل استخداماً فعلياً للنقود وتحمل بها قائمة الدخل مثل مصروفات الصيانة والضرائب.⁽²⁾

ويتطلب تحليل عقود التأجير التمويلي بواسطة المؤجر توفر البيانات التالية:

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

(1) Belkaoui, Ahmed Riahi, (1998), **“Long- Term Accounting Evaluation, Consequences”**, Qyuruom Books Westport, Connecticut, London, Inc.

(2) د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 567.

2/ التدفقات النقدية الداخلة الدورية والتي تتضمن متحصلات القيمة الإيجابية مخصوماً منها الضرائب علي 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 للنقود والتي تؤثر بشكل جوهري على قرار التأجير. فإذا كانت متحصلات القيمة الإيجابية تتم علي أساس نصف سنوي يجب مراعاة ذلك عند أخذ القيمة الزمنية للنقود في الاعتبار.⁽¹⁾

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 علي سؤال استراتيجي إستراتيجي هو كم من الأموال لابد أن أدفعها من أجل هذا الاستثمار إذا كنت أرغب في تحقيق نسبة محددة كعائد علي هذا الاستثمار، حيث صممت طريقة القيمة الحالية لحساب قيمة الاستثمار من خلال المعطيات الخاصة بالتدفقات النقدية المتوقع أن ينتجها ذلك الاستثمار علي مدى حياته الإنتاجية وتعتمد هذه الطريقة علي أسلوب علمي يطلق عليه الخصم، حيث يستخدم لإنتاج التدفقات النقدية المخصومة وتحديد قيمتها الحالية بناءً علي معدل عائد مطلوب تحقيقه ومحدد مقدماً.

وتجدر الإشارة إلي أن ارتفاع قيمة الاستثمار علي 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 علي 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

(1) د. أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 35.

علي معدل العائد المركب المرغوب علي رأس المال المستثمر بالإضافة إلي استرداد تكلفة الاستثمار ذاتها.

ويلاحظ أن هنالك علاقة عكسية بين القيمة الحالية للاستثمار وبين توقيت حدوث التدفقات النقدية من ذلك الاستثمار، فكلما تأخر الحصول علي التدفقات النقدية انعكس ذلك علي 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 إلى 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 على رأس المال المستثمر وغيرها من التكاليف قبل الضرائب.⁽¹⁾

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.⁽²⁾

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.

(1) Belkaoui, Ahmed Riahi, (1998) P 9.

(2) د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 571.

3/ طريقة القرض المكافئ لعقد الاستئجار .

ولا بد 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 بأتابع 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 الافتراض 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 الافتراض 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 بالبديل 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.⁽¹⁾

يمكن تحليل قرار الاستئجار أم الشراء باستخدام طريقة معدل العائد الداخلي في ضوء توافر معدل تكلفة الافتراض بعد الضرائب، وتتم 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 الإيجارية أو مدفوعات أعباء القرض، لذلك يتم اختيار البديل الذي يحقق أقل معدل داخلي.

(1) د. أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 101.

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 على قرار المؤجر عند اتخاذ قرار التأجير ومنها⁽¹⁾:

1/ القيمة المتبقية للأصل:

يمتلك 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 التنافس بين الشركات المؤجرة سيزداد مما يؤدي إلي انخفاض في أقساط الإيجار إلي درجة تزول فيها أهمية القيمة المتبقية، لذا فإن

(1) Scott, Besely, & Eugen F. Brigham, (2000), **“Essential of Management Finance”**, 12th ed, New York, Harcourt College Publishers.

وجود قيمة متبقية لا يعنى بالضرورة أن تكلفة تملك هذا الأصل أقل من تكلفة استنجاهه.

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⁽¹⁾:

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 علي الشركة هي التي تحدد تكلفة رأس المال الملائم، حيث أن هذه المخاطر لا تختلف سواء كانت الشركة مؤجرة أو مستأجرة لذلك تجد الشركات صعوبة في تحديد الاختلافات بين تكلفة رأس المال.

ويرى الباحث أن الفرق الرئيسي في تقييم القرار بين المؤجر والمستأجر هو أن المستأجر يوجد لديه خياران يتوجب عليه المفاضلة بينهما، وهما إما الاقتراض لشراء الأصل أو الاستئجار لذات الأصل، ويستخدم في العادة القيمة الحالية لتكاليف الاقتراض والقيمة الحالية لدفعات الإيجار ويختار الأقل قيمة حالية، بعد الأخذ في الاعتبار في الحساب الفوائد المترتبة علي كل طريقة من حيث الإهلاكات والمصاريف التي تخصم من الدخل الخاضع للضريبة وكل ما يتعلق بالوفورات التي يمكن

(1) د. سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 176.

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 علي أساس تكلفة تمويل الأصل بهدف التأجير وخصم القيمة المتبقية للأصل بعد انتهاء مدة العقد، بالإضافة إلي العائد علي الاستثمار الذي يطلبه المؤجر مطروحاً منه أي وفورات مثل الإهلاك وغيرها من المصاريف اللازمة لعملية التأجير.