

## الإستجارات التشغيلية وأثارها من وجهة النظر المالية : دراسة حالة

والمدرس الدكتور عقيل شاعر الشرع

المدرس سالم صلال راهي

جامعة القادسية / كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة القادسية / كلية القانون

### المخلص

يمكن أن يكون تقييم الشركة من خلال كيفية التعامل مع الإستجارات التشغيلية . بينما التمييز المحاسبي بين الإستجارات التشغيلية والرأسمالية قد يبدو معقولا، وقد يكون غير ذلك، من وجهة النظر المالية، لإبقاء ذلك التمييز عندما يتعلق الأمر بتقدير الدخل التشغيلي، ورأس المال والربحية. فمن الضروري ان يعاد تصنيف نفقات الإستجار التشغيلي كنفقات رأسمالية وهذا سيؤثر على تقديرات الدخل التشغيلي. ومن الضروري أن تعالج القيمة الحالية لنفقات الإستجار التشغيلية المستقبلية كالدين، وهذا سيكون له تأثيراً على تقديرات رأس المال والرافعة المالية . وأخيراً ، يجب رؤية الزيادات المتوقعة في التزامات الإستجار التشغيلي كنفقات رأسمالية بمرور الوقت عند تقدير التدفقات النقدية الحرة لأغراض التقييم .،

### Abstract

Firm valuation can be impacted by how we deal with operating leases. While the accounting distinction between capital and operating leases may seem reasonable, there seems to be no reason, from a financial standpoint, to maintain that distinction when it comes to estimating operating income, capital and profitability. Operating lease expenses need to be reclassified as financial expenses and this will affect our estimates of operating income. The present value of future operating lease expenses need to be treated like debt, and this will have an impact on assessments of capital and leverage for firms. Finally, in estimating free cash flows for valuation purposes, expected increases in operating lease commitments over time have to be shown as capital expenditures.

## أولاً:- المقدمة

من أهم التطورات البارزة في تمويل قطاع الأعمال هو اتجاه أنشطة شركات التمويل نحو الاستئجار. فالتوسع والنمو في استخدام التمويل بالاستئجار ما هو إلا انعكاس للجهود المبذولة في مجال تمويل الأعمال من خلال شركات التمويل، وذلك لتمويل تأجير الأصول. حيث تقوم شركة التمويل التجاري بتمويل شراء المعدات والآلات التي يحتاجها النشاط الإنتاجي للمقترضين بنظام التأجير على أن تظل السيطرة للشركة على هذه الآلات وأن يكون المستأجر مسؤولاً عن إصلاح وصيانة هذه الآلات لحين انقضاء فترة التأجير. هذا ويرجع السبب في اتجاه شركات التمويل إلى هذا الشكل من التمويل إلى النقص الشديد في الطلب على السلع المعمرة والاستهلاكية مما تترتب عليه زيادة حجم المخزون في مخازن المنتجين، وما يتبع ذلك من النقص الشديد في تمويل امتلاك هذه الأصول سواء عن طريق الاقتراض أو التمويل بالملكية.

تختلف وجهة النظر المالية لكل عقود الإستهجار، التشغيلية بالإضافة إلى الرأسمالية ، عن طريق فيما اذا كانت دفعات الإستهجار تمثل التزام مشابه لدفعات الفائدة على الدين. إذا كان الجواب في الإيجاب، يصبح الإستهجار بديلاً لإقتراض وشراء الأصول، وتصبح دفعات الإستهجار نفقات مالية بدلاً من نفقات تشغيلية. يمكن أن يأخذ ذلك نتائج هامة لمقاييس الدخل ، والدين والربحية الشاملة

## ثانياً :- منهجية البحث

### هدف البحث

بشكل أساسي، يهدف البحث الى معرفة طرق تعديل تقييم المدخلات للإستهجارات التشغيلية من خلال دراسة حالة شركة البيع بالمفرد (Home Depot) والدور الذي يلعبه الإستهجار في الإستثمار والتمويل وأهميته لكافة القطاعات الإقتصادية لمختلف الدول من خلال حماية المشروع المستأجر من آثار التضخم في المدى القصير، وذلك بالنسبة إلى الأصول الرأسمالية المستأجرة ، ومواكبة التطور التكنولوجي؛ ما يسهم في زيادة القدرة التنافسية للمنتجات، إضافة الى تمكين المشروع من حيازة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطه الإنتاجي دون أن يضطر إلى تجميد جزء كبير من أمواله إذا ما قام بشرائها .

**أ) أهمية البحث**

وتتمثل أهمية البحث من خلال كون الإستئجار بشكل عام يمثل طرحاً تموالياً جديداً في السوق وعند استخدامه من قبل المشروعات، فإنه سيُشجع على تحسين وسائل الإنتاج. ولا يزال موضوع الإستئجار كمصدر تمويل المشروعات يشغل بال الباحثين في الدول المتقدمة لحد الآن ويكون منطلقاً لدراساتهم المتعددة وهذا ناتج من الإهتمام بالإستئجار دولياً من خلال مؤسسات التمويل الدولية وإصدارها العديد من القوانين والتعديلات التي تنظم عمل الإستئجار ومعالجته المحاسبية وكيفية الإفصاح عنه، الصادرة عن هيئات عالمية معترف بها، كالمعيار المحاسبي الدولي (LAS17) والمعيار المحاسبي الأمريكي (SFAS13) والمعيار المحاسبي البريطاني (SSAP21).

**ب) مشكلة البحث**

وتكمن مشكلة البحث بما تواجهه الإدارة المالية في إشكالية تحقيق الميزج الأمثل للتمويل من مصادره العديدة، نتيجة تعدد مصادر التمويل التي يمكن الحصول منها على الأموال اللازمة للمشروع، في ضوء تكلفة الحصول على الأموال من كل مصدر منها بغرض الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل الذي يتيح توفير الأموال اللازمة للاستثمار بتكلفة مناسبة، مما يؤكد خطورة وضرورة الإدارة الفعالة للأموال.

**ثالثاً :- الإستجارات التشغيلية وطرق تعديل مدخلاتها**

ويقصد بالإستجارات التشغيلية بأنها بيع نفع معلوم بعوض معلوم، وتعني ان تقوم شركات التمويل بشراء أصل من الأصول الثابتة، مثل المباني والأراضي والآلات والمعدات، وذلك بهدف تأجيره الى الغير بحسب عقود للشركة إجارة تتضمن بدل الإيجار والمدة الزمنية للعقد التي يعود الاصل بعدها للشركة لتؤجرها مرة اخرى، وهكذا. وعادة ما تكون هذه الأصول المعمرة، وذات قيمة عالية بالنسبة للمستأجر المستهدف، ويحتاجها المستأجر لمدة زمنية محددة وليس بشكل دائم. أو انها من الأصول التكنولوجية سريعة التغير، التي لا يرغب المستأجر في امتلاكها كونه يرغب في الاستمرار باستخدام الأحدث منها. ( محمد محمود 2008، 268 ).

ومن أهم طرق تعديل مدخلات الاستنتاجات التشغيلية هي :-

### (1) تعديل رأس المال The Capital Adjustment

إذا كانت نفقات الإستنتاج التشغيلية تأخذ في الإعتبار النفقات الرأسمالية ، فإنها تقف وراء السبب الذي يجعل القيمة الحالية للإلتزامات لمعالجة مثل هذه الدفعات في المستقبل كدين . تتطلب المعايير المحاسبية في الولايات المتحدة الإفصاح عن إلتزامات الإستنتاج التشغيلي للسنوات الخمس القادمة كجزء من الهوامش إلى البيانات المالية ، وإن أي إلتزامات ما بعد تلك الفترة تكون متراكمة ومنشورة مع الإلتزامات للخمس سنوات من الآن . ( Aswath ,2003 )

لتحويل إلتزامات الإستنتاج التشغيلي إلى كمية دين مكافئة تتطلب أن تخصم هذه الإلتزامات بالرجوع الى الحاضر. ويتطلب الإتساق استخدام كلفة الدين قبل الضريبة للخصم، من خلال الإلتزامات قبل الضريبة ونفقات الإستنتاج التي تعالج كنفقات تمويلية. ويمكن أن تختلف كلفة الدين اعتمادا على، فيما إذا كان الدين مضمون أو غير مضمون. من خلال إدعاءات المستأجرين المشابه لإدعاءات حملة الدين الغير مضمون، مقابل حملة الدين المضمون، يجب أن تستخدم كلفة الدين غير المضمون للشركة في خصم الإلتزامات الإستنتاج. (Bazley and etc.,1985)

لحساب قيمة "الدين" للإستنتاج التشغيلي ، تحسب القيمة الحالية لإلتزامات الإستنتاج الفعلي بمرور الوقت. وتخلق مشكلة الخصم من خلال تراكم إلتزامات الإستنتاج بعد السنة الخامسة إلى كمية تلك السنة. وبتقريب بسيط أن تستخدم الأعمال متوسط إلتزام الإستنتاج للسنوات الأربع الأولى كدخل سنوي تقريبي في تحويل الكمية المتراكمة النهائية إلى كميات الدخل السنوي، وهكذا، فالشركة التي تمتلك معدل التزامات إستنتاج \$ 2 مليون للسنوات اله القادمة مثلا ، وتعرض الإلتزام المتراكم \$ 12 مليون في السنة الخامسة، يمكن أن تأخذ في الاعتبار أن يكون عندها دفعات الإستنتاج السنوية \$ 2 مليون في السنة 6 سنوات تبدأ في السنة 5 لأغراض القيمة الحالية ( Cheng and ) . Hsieh, 2000 ويجب أن تكون القيمة الدفترية لحق الملكية غير متأثرة بالتعديل، لكن القيمة الدفترية لرأس المال ستكون بعد ذلك مبلغ الدين، متضمنا تحويل الإستنتاجات التشغيلية ، والقيمة الدفترية لحق الملكية .

ويمكن توضيح تقدير رأس المال مع اعادة تصنيف الدخل التشغيلي لـ Home Depot كشركة بيع بالمفرد التي توجر أغلب فضاءات مخزنها، آخذة في الاعتبار ظهور إلتزامات الإستنتاج . نبدأ بذكر إلتزامات الإستنتاج التشغيلي الذي نشرته The Home Depot في تقريرها السنوي (فبراير/شباط 28، 1998)، واحتساب قيمة رسمة إلتزامات الإستنتاج التشغيلي :

- لإحتساب القيمة الحالية لنفقات الإستجارات التشغيلية، تستعمل كلفة الإقتراض قَبْلَ الضريبة لـ The Home Depot بـ 6.25% كالاتي :

السنة	نفقات الإستجارات التشغيلية	القيمة الحالية عند 6.25% ( مليون \$ )
1	\$ 294	\$ 277
2	\$ 291	\$ 258
3	\$ 264	\$ 220
4	\$ 245	\$ 192
5	\$ 236	\$ 174
15-6	\$270	\$ 1450
	القيمة الحالية لنفقات الإستجارات التشغيلية	\$ 2,571

إنَّ نفقات الإستجارات التشغيلية بعد 5 سنوات تعتبر سنوية. القيمة الحالية للإستجارات التشغيلية يمكن إعتبارها كمكافئ للدين.

ويخلص الجدول الآتي القيمة الدفترية لرأس المال ، عند تمويل نفقات الإستجارات التشغيلية ، لدى The Home Depot

The Home Depot	
\$8513	القيمة الدفترية لرأس المال
\$ 2571	+ القيمة الحالية للإستجارات التشغيلية
\$ 11084	= القيمة الدفترية المعدلة لرأس المال

وتؤدي رسملة الإستجارات التشغيلية الى زيادة القيمة الدفترية لرأس المال بشكل جوهري . وليس هناك تأثير على القيمة الدفترية لحق الملكية.

## (2) تعديل الدخل The Income Adjustment

إذا كانت نفقات الإستجارات التشغيلية تمثل إلتزامات ثابتة للمستقبل ، يجب أن تعتبر بعد ذلك كنفقات تمويلية بدلاً من نفقات تشغيلية. وسيكون لذلك التأثير الهام على الدخل التشغيلي، من

خلال ما تم تحديده من أجل أن يكونَ صافيَ النفقات التشغيلية فقط . وهكذا، سيزداد دائما الدخل التشغيلي للشركة عند اعادة تصنيف النفقات التشغيلية كنفقات تمويلية. وللحصول على الدخل التشغيلي المعدل، سيزداد الدخل التشغيلي عن طريق نفقات الفائدة على الدين الممول.  
(Graham and etc., 1998 :131-162)

الدخل التشغيلي قبل الضريبة المعدل = EBIT + نفقات الفائدة على الإستثمار الممول

تحرك الإستثمارات التشغيلية من النفقات التشغيلية الى عمود النفقات التمويلية ، لوحده، يجب أن لا يكون له تأثير على الدخل الصافي . فعندما تتم معالجة الإستثمارات التشغيلية كإستثمارات رأسمالية، ويتم تقدير الفائدة والإندثار عليها ، يمكن أن يكون هناك توقيت للتأثيرات على الدخل الصافي، مع الدخل الصافي في السنوات السابقة أوطأ وفي السنوات اللاحقة أعلى كنتيجة لإعادة التصنيف .

الدخل الصافي Net Income comples = الدخل الصافي + نفقات الإستثمار التشغيلي - نفقات الفائدة على الإستثمار الممول-الإندثار على أصل الإستثمار الممول وللبساطة، عند إفتراض تساوي نفقة الإستثمار التشغيلي إلى مبلغ نفقات الفائدة والإندثار، سيكون الدخل الصافي غير مؤثر عن طريق هذا التصنيف بعد ذلك.

ويمكن توضيح تقدير الدخل مع اعادة تصنيف الإستثمارات ل Home Depot ، حيث سيتم تقدير الدخل التشغيلي المعدل والدخل الصافي ل The Home Depot باستخدام المعلومات على الإستثمارات التشغيلية المقدمة في الإيضاح ( 1 ) . تستخدم قيمة رسملة الإستثمارات التشغيلية \$2571 مليون محسوبة في الإيضاح السابق لتعديل الدخل التشغيلي . تحسب نفقات الفائدة ، باستخدام كلفة الدين قبل الضريبة ل 6.25 % وقيمة الدين للإستثمارات التشغيلية :

$$\text{نفقات الفائدة} = \$ 2571 \text{ مليون} \times 0.0625 = \$ 161 \text{ مليون}$$

في الجدول التالي، يعدل الدخل التشغيلي ، والدخل التشغيلي بعد الضريبة، والدخل الصافي لنفقات الإستثمار التشغيلي لدى Home Depot .

Home Depot	
\$ 2016	الدخل التشغيلي
\$ 161	+ نفقات الفائدة المنسوبة للإستجارات التشغيلية
\$ 2177	= الدخل التشغيلي المعدل

يلاحظ ان الدخل التشغيلي المعدل أعلى من الدخل التشغيلي المنشور .

ويتم إحتساب الدخل التشغيلي المعدل بعد الضريبة في الجدول أدناه ل Home Depot .

الدخل التشغيلي المعدل بعد الضريبة.

\$ 1311	الدخل التشغيلي
\$ 104	+ نفقات الفائدة المنسوبة
\$1415	= الدخل التشغيلي المعدل بعد الضريبة

نفقات الفائدة المضافة سابقا تمثل النفقات بعد الضريبة، وتم الحصول عليها من خلال ضرب نفقات الفائدة قبل الضريبة بـ (1 - معدل الضريبة الهامشي). وبالتبادل، يمكن أن يضاعف الدخل التشغيلي المعدل عن طريق (t- 1) للوصول إلى نفس تقدير الدخل التشغيلي بعد الضريبة. إن الدخل الصافي \$1228 مليون لـ Home Depot يكون غير مؤثر عن طريق رسملة نفقات الإستجارات التشغيلية، بسبب إفتراض تساوي نفقات الإستجارات التشغيلية مع الإندثار و نفقات الفائدة .

### 3) تعديل الربحية The Profitability Adjustment

إن التحويل لنفقات الإستجارات التشغيلية الى النفقات التمويلية يزيد الدخل التشغيلي ورأس المال، وهكذا يؤثر أي قياس للربحية بإستخدام واحد أو كل الأرقام . إن التقدير المتأثر الأكثر بشكل مباشر هو العائد على رأس المال ، الذي يمثل الدخل التشغيلي مقسوما على القيمة الدفترية لرأس المال. (Imhoff and etc.,1997:12-32)

العائد على رأس المال = (EBIT + نفقات الإستجارات التشغيلية) (1 - معدل الضريبة) / القيمة الدفترية للدين + (نفقات الإستجارات التشغيلية/Kd) + القيمة الدفترية لحق الملكية

سيحدد التأثير على العائد على رأس المال عن طريق القيمة الحالية لإلتزامات الإستجارات التشغيلية بمرور الوقت (PVOL) present value of operating lease commitments والطريقة المستخدمة

لإحتساب الإندثار على تكوين الأصل . يمكن بعد ذلك تقدير العائد على رأس المال كآلاتي : ( Myers & Majluf,1984: 187-221)-

العائد على رأس المال = (EBIT + نفقات الإستثمار التشغيلي - الإندثار) (1 - معدل الضريبة) / القيمة الدفترية للدين + PVOL + القيمة الدفترية لحق الملكية عندما يتم تقدير الإختلاف بين نفقات الإستثمار التشغيلي ونفقات الفائدة المنسوبة متساوية الى الإندثار على الأصل المتكون عن طريق الإستثمارات التشغيلية ، يمكن ان يكون الإحتساب بشكل مبسط كآلاتي :

العائد على رأس المال = (EBIT + نفقات الإستثمار التشغيلي) (1 - معدل الضريبة) / القيمة الدفترية للدين + PVOL + القيمة الدفترية لحق الملكية

إزداد العائد على رأس المال (ROC) أو إنخفض في هذه الحالة سيعتمد فيما اذا كان العائد على رأس المال قبل الضريبة أكبر من كلفة الدين قبل الضريبة. وهكذا، اذا كان :-

العائد على رأس المال قبل الضريبة غير المعدل < كلفة الدين قبل الضريبة ، سيزداد ROC

العائد على رأس المال قبل الضريبة غير المعدل > كلفة الدين قبل الضريبة ، سينخفض ROC

المقارنة يمكن أن تكون تامة أيضاً في شروط بعد الضريبة. مع افتراضنا بأن نفقات الإستثمار التشغيلي مساوية الى نفقات الفائدة المنسوبة والإندثار على الأصل الممول، يجب ان لا يكون العائد على حق الملكية مؤثراً من خلال تمويل الإستثمارات التشغيلية من عدمها .

ويمكن توضيح تقدير الربحية مع اعادة تصنيف الدخل التشغيلي لـ Home Depot ، التي

يلخصها الجدول المتمثل بالدخل التشغيلي المعدل ورأس المال لدى Home Depot

المعدل	Home Depot	Home Depot
\$ 1415	\$ 1311	الدخل التشغيلي بعد الضريبة
\$ 9776	\$7205	القيمة الدفترية لرأس المال أول المدة
\$11084	\$ 8513	القيمة الدفترية لرأس المال آخر المدة
\$ 10430	\$ 7864	القيمة الدفترية لرأس المال - المتوسط
%13.56	% 16.67	ROC(استنادا على المتوسط)
% 14.47	% 18.20	ROC(استنادا على بداية أول المدة)

يلاحظ ان العائد على رأس المال يهبط drops عند تمويل الإستثمارات التشغيلية لأن العائد على رأس المال يكون جيدا في زيادة كلفة الدين بـ 6.25 % . وإن العائد على حق الملكية سوف لا يكون

له تأثير من خلال الدخل الصافي ولا القيمة لدفترية لحق الملكية التي ستؤثر عن طريق إعادة تصنيف نفقات الإستجارات التشغيلية .

#### 4) تعديل التدفقات النقدية الحرة The Free Cash Flow Adjustment

تعرف التدفقات النقدية الحرة إلى الشركة، في التقييم ، كالتدفقات النقدية المتروكة بعد تلبية حاجات إعادة الإستثمار ، التي تخصم عند كلفة رأس المال للوصول الى قيمة الشركة . فعندما تعتبر نفقات الإستجارات التشغيلية كالتدفقات التمويلية ، فإنها لا تؤثر على الدخل التشغيلي فقط ، لكن كذلك على النفقات الرأسمالية الصافية . ولكي تكون المعالجة ثابتة للإستجارات التشغيلية كنفقات تمويلية أثناء إكتساب الأصل، فنحتاج الى تغييرات تؤخذ في الإعتبار في القيمة الحالية لنفقات الإستجارات التشغيلية بمرور الوقت كمكافئ النفقات الرأسمالية. وتحدد نفقات رأس المال الصافي على الإستجارات التشغيلية من خلال زيادة القيمة الحالية لإلتزامات الإستجارات التشغيلية بمرور الوقت . (Marston & Harris , 1988: 147-164)

$$\text{Net Cap Ext} = \text{PVOLt} - \text{PVOLt-1}$$

أي ان :-

صافي النفقات الرأسمالية الحالية = القيمة الحالية للإستجارات التشغيلية في السنة (t) - القيمة الحالية للإستجارات التشغيلية في السنة (t - 1)

وهكذا، فإن الشركات مع زيادة نفقات الإستجارات التشغيلية بمرور الوقت ستمتلك النفقات الرأسمالية الصافية التي تعكس هذا النمو. وسيعتمد التأثير النهائي على التدفقات النقدية الحرة للشركة لمعالجة نفقات الإستجارات التشغيلية كتمويل النفقات ، على عاملين :-

\* إعادة تصنيف النفقات التشغيلية كنفقات تمويلية سيزيد التدفقات النقدية الحرة للشركة لأن نفقات الفائدة المنسوبة على الإستجارات التشغيلية الممولة يجب أن تضاف إلى الدخل التشغيلي

\* أي زيادة في القيمة الحالية لنفقات الإستجارات التشغيلية بمرور الوقت سيكون لها تأثير سلبي على التدفقات النقدية لأنها ستعتبر نفقات رأسمالية إضافية .

ليس هناك تأثير على التدفقات النقدية الحرة إلى حق الملكية لإعادة تصنيف نفقات الإستجارات التشغيلية كنفقات تمويلية ، وهذا بسبب الزيادة في النفقات الرأسمالية المتأتية عن طريق

التغيرات في القيمة الحالية لنفقات الإستثمار التشغيلية التي ستعادل بالضبط من خلال الزيادة في الدين الصافي المتأتية عن طريق إعادة التصنيف هذا.

ويمكن توضيح تقدير التدفقات النقدية الحرة مع اعادة تصنيف الدخل التشغيلي لـ Home Depot ، التي يلخصها الجدول أدناه المتمثل الآتي التدفقات النقدية الحرة للشركة مع الإستثمارات التشغيلية المعاد تصنيفها كنفقات التمويل لدى Home Depot

Home Depot مع تعديل الإستثمار التشغيلي	Home Depot	
\$1415	\$ 1311	الدخل التشغيلي (t - 1)
\$283	\$ 283	+ الإندثار
\$1453	\$ 1396	- النفقات الرأسمالية
\$ 474	\$ 474	- التغير في رأس المال العامل
(\$230 )	(\$277)	تقدير التدفق النقدي الحر

تم احتساب الدخل التشغيلي المعدل في الإيضاح رقم (2) . فقد ازدادت القيمة الحالية للإستثمارات التشغيلية لـ Home Depot من 2514 \$ مليون الى 2571 \$ مليون بمرور الوقت . الإختلاف بـ 57 \$ مليون اضيفت على النفقات الرأسمالية . وتكون التدفقات النقدية الحرة للشركة أكثر موجبة (أقل سالبة) اذا اعتبرت نفقات الإستثمار التشغيلية كالتدفقات التمويلية ، لأن نفقات الفائدة المنسوبة تعتبر الآن كنفقات تمويلية .

يلخص الجدول أدناه تأثير رسملة نفقات الإستثمار التشغيلية على التدفقات النقدية الحرة الى حق الملكية :

Home Depot مع التعديل	Home Depot	
\$1228	\$ 1228	الدخل الصافي
\$ 283	\$ 283	- الإندثار
\$ 1453	\$ 1396	- النفقات الرأسمالية
\$ 474	\$ 474	- التغيرات في رأس المال العامل
\$ 32	\$ 25-	+ صافي الدين المصدر
(\$384)	(\$384)	= تقدير التدفق النقدي الحر

الزيادة في النفقات الرأسمالية \$57 مليون ، تعود الى الزيادة في القيمة الحالية للإستثمارات التشغيلية، كما موضحة أعلاه الزيادة في صافي الدين المصدر، تاركا عدم تأثير التدفق النقدي الحر النهائي. وبشكل هام، يصبح ذلك مفهوماً، من خلال إعادة تصنيف النفقات التشغيلية كنفقات تمويلية ويجب أن لا تؤثر على تقدير التدفق النقدي الحر، الذي يكون بعد النفقات التمويلية ( Rajan & Zingales ,1995,1421-1460)

#### (5) التأثير على قيمة التدفقات النقدية المخصومة The Effect on Discounted Cash Flow Value

في النظر للوراء في الأقسام الأخيرة الثلاثة، ان تحويل نفقات الإستثمار التشغيلي الى النفقات التمويلية يؤثر على التدفقات النقدية للشركة عن طريق تغيير كل من الدخل التشغيلي وصافي النفقات الرأسمالية ، وكلفة رأس المال عن طريق تعديل نسبة الدين . كما يمكن أن يؤثر أيضاً على النمو المتوقع في الدخل التشغيلي إلى الحد الذي يكون له تأثير على كل من معدل إعادة الإستثمار والعائد المتوقع على رأس المال . وقد تقدر قيمة الشركة مع المدخلات المعدلة ، والدين الذي تتم تصفيته للوصول الى القيمة السوقية لحق الملكية ، التي يجب أن تتضمن قيمة الدين للإستثمارات التشغيلية .

يجب ان لا يؤثر تحويل نفقات الإستثمار التشغيلي الى النفقات التمويلية على تقييم حق الملكية . إن التدفقات النقدية الحرة على حق الملكية بعد كل من النفقات التشغيلية والتمويلية ، تكون غير مؤثرة من خلال إعادة تصنيف نفقات الإستثمار التشغيلي ، وخصوصا من خلال عدم وجود التأثير الضريبي من إعادة التصنيف . كما لا تؤثر كلفة حق الملكية من خلال اعتبار القيمة الحالية لنفقات الإستثمار التشغيلي كالدين .

ويمكن توضيح قيمة التدفقات النقدية المخصومة مع إعادة تصنيف الدخل التشغيلي لـ Home Depot ، حيث يؤثر تحويل نفقات الإستثمار التشغيلي على كل من التدفقات النقدية ومعدلات الخصم . في الإيضاح التالي، سيتم تقييم Home Depot مرتين، الأولى مع الدخل التشغيلي غير المعدل وكلفة رأس المال والأخرى مع الدخل التشغيلي المعدل وكلفة رأس المال .

وتلخص التقديرات لتكلفة رأس المال و الإستثمارات التشغيلية مع وبدون تعديلات الإستثمار التشغيلي كالاتي :

## الجدول يلخص التقديرات

المعدل	الحالي	
\$ 24156	\$ 24156	الإيرادات
\$ 1415	\$ 1310	الدخل التشغيلي (t -1)
\$ 283	\$ 283	+الإندثارات
\$ 1453	\$ 1396	-النفقات الرأسمالية
\$ 474	\$ 474	-التغير في رأس المال العامل
(\$ 230)	(\$277)	تخمين التدفق النقدي الحر
51379	51379	=القيمة السوقية لحق الملكية
3776	1205	=ظهور الدين
%6.85	%2.29	=نسبة الدين / رأس المال
%9.80	%9.80	كلفة حق الملكية
%4.06	%4.06	كلفة الدين
%9.41	%9.67	كلفة رأس المال

ولغرض التقييم، يفترض بأن الإيرادات، الدخل التشغيلي والإندثار سينمو بنسبة 15% سنويا للخمس سنوات المقبلة و5% فيما بعد. كما يفترض ان النفقات الرأسمالية والإستثمارات الممولة ستتمو بنسبة 5% سنويا للخمس سنوات المقبلة . بعد 5 سنوات ، سيفترض بأن النفقات الرأسمالية (لا تحسب الإستثمارات الرأسمالية) بعد 5 سنوات ستكون 150% للإندثار ، وإن الإستثمارات الممولة ستستمر بالنمو بـ 5% سنويا .

في الجدول الآتي ، تلخص التدفقات النقدية المتوقعة للشركة على أساس سنوي لـ 5 سنوات المقبلة والسنة النهائية terminal year (السنة 6) مع الدخل التشغيلي غير المعدل . كذلك سيتم إحتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية عند كلفة رأس المال غير المعدلة .

السنة الطرفية	5	4	3	2	1	الأساس	
\$51016	\$48586	\$42249	\$36738	\$31946	\$27779	\$24156	الإيرادات
2767 \$	\$ 2636	\$2292	\$1993	\$ 1733	\$1507	\$ 1310	EBIT(1-t )
598 \$	\$ 569	\$ 495	\$ 430	\$ 374	\$ 325	\$ 283	+الإندثار
897 \$	\$2 178	\$1697	\$1616	\$ 1539	\$1466	\$ 1396	Cap Ex -
\$ 532	\$ 507	\$ 441	\$ 383	\$ 333	\$ 290	\$ 474	-التغير في WC
1936 \$	\$ 916	\$ 649	\$ 424	\$ 235	\$ 77	(\$277)	FCFE
	\$41475						القيمة الطرفية
	\$26722	\$ 449	\$ 321	\$ 195	\$ 70		PV

تأخيص القيم الحالية من التدفقات النقدية يعطي تقدير لقيمة الشركة ، ونصفية netting out الدين الغير معدل يعطي قيمة حق الملكية :

قيمة الشركة = \$27757

- قيمة الدين = \$ 1205

قيمة حق الملكية = \$26552

يلخص الجدول أدناه تقدير قيمة الشركة باستخدام التدفقات النقدية المعدلة للشركة وكلفة رأس المال المعدلة

السنة الطرفية	5	4	3	2	1	الأساس	
\$51016	\$48586	\$42249	\$36738	\$31946	\$27779	\$24156	الإيرادات
\$ 2988	\$ 2846	\$ 2475	\$2152	\$ 1871	\$1627	\$1415	EBIT(1-t )
\$ 598	\$ 569	\$ 495	\$ 430	\$ 374	\$ 325	283 \$	+الإندثار
\$ 1061	\$ 1938	\$ 1846	\$1758	\$ 1674	\$1594	\$ 1453	Cap Ex -
\$ 532	\$ 507	\$ 441	\$ 383	\$ 333	\$ 290	\$ 474	-التغير في WC
\$1993	\$ 970	\$ 683	\$ 441	\$ 238	\$ 68	(\$230)	FCFE
	\$ 45218						القيمة الطرفية
	\$ 29,465	\$ 477	\$ 337	\$ 199	\$ 62		PV
\$3445	\$ 3281	\$3125	\$2976	\$ 2835	\$2700	\$2571	الإستجارات الممولة
\$ 164	\$ 156	\$ 149	\$ 142	\$ 135	\$ 129		التغير في الإستجارات الرأسمالية

التغيير في الإستثمارات الممولة من سنة إلى سنة تضاف إلى النفقات الرأسمالية كل سنة. ويمكن أن تقدر قيمة الشركة وقيمة حق الملكية ، بإستخدام القيمة المعدلة لظهور الدين:

قيمة الشركة = \$ 30540

- قيمة الدين = \$ 3776

قيمة حق الملكية = \$ 26764

يلاحظ ازدياد قيمة الشركة ولكن كذلك قيمة الدين. وان قيمة حق الملكية قريبة جداً الى قيمتها المقدرة بإستخدام الدخل التشغيلي الغير معدل وكلفة رأس المال الغير معدلة. وهذا يجب أن لا يكون مفاجئ. طالما ان نسبة الدين تبقى مستقرة، والإستثمارات التشغيلية تقيم بإنصاف، وتعالج الإستثمارات التشغيلية كالدين الذي يجب أن يكون له تأثير محايد على قيمة حق الملكية في الشركة. (Williamson,1988:567-591)

تحت أي شروط ستباعدُ القيمتان بشكل ملحوظ؟ إذا زادت القيمة الحالية للإستثمارات التشغيلية عند معدل مختلف من النفقات الرأسمالية الأخرى ، فإن قيمة الشركة تحتسب بإستخدام التدفقات النقدية المعدلة وكلفة رأس المال التي ستتغير لأن نسبة الدين ستتغير. تحت تلك الشروط ستكون القيمة المحصلة بإستخدام التخمينات المعدلة أكثر دقة .

وستكون قيمة حق الملكية غير متأثرة بمعالجة الإستثمارات التشغيلية كالدين ، طالما ان الرافعة المالية لم يتوقع تغييرها خلال فترة التقييم. إذا كان هذا، سيكون هناك تأثير، لأن فقط بسبب كلفة حق الملكية التي ستتغير كتغير الرافعة المالية .

#### (6) التعديل إلى المضاعفات The Adjustment to Multiples

تقريباً نفس التحليل يتطبق عندما ننظر إلى تأثير تمويل نفقات الإستثمارات التشغيلية على المضاعفات الواسعة الاستخدام . إذا كان المضاعف هو مضاعف حق الملكية MV of Equity ، مثل السعر / الأرباح أو السعر / القيمة الدفترية، يجب أن لا يكون هناك تأثير من إعادة تصنيف نفقات الإستثمار التشغيلية. أما إذا كان المضاعف هو مضاعف قيمة الشركة، فيمكن أن تكون هناك تغييرات هامة في قيمة نفقات الإستثمار التشغيلية المعاد تصنيفها، بسبب الآثار على كل من الدخل

التشغيلي ورأس المال كمثل، يكون مضاعف القيمة (Value)/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإندثار (EBITDA) مع نفقات الإستجارات التشغيلية المعاد تصنيفها كآلاتي :

القيمة / EBITDA = (مضاعف قيمة حق الملكية + مضاعف قيمة الدين + القيمة الحالية للإستجارات التشغيلية) / (EBITDA + نفقات الإستجارات التشغيلية) سواء ازداد مضاعف (القيمة / Ebitda) أو إنخفض سيعتمد، ثانية، فيما إذا كانت (القيمة / Ebitda) الغير معدلة أكبر أو أقل من نسبة القيمة الحالية لنفقات الإستجارات التشغيلية الى نفقات الإستجارات التشغيلية السنوية.

مع مضاعف (القيمة / المبيعات) ، إن تحويل الإستجارات التشغيلية الى قيمة الدين المكافئ سيزيد المضاعف دائماً ، من خلال قيمة الشركة سيزداد الى قيمة الإستجارات التشغيلية بينما مقام الكسر سيَبقى بدون تغيير.

إنّ نتائج التحليل عندما تقارن مضاعفات قيمة الشركة عبر الشركات يمكن أن تكون كبيرة في أي من السيناريوهات التالية : (Hull & Hubbard, 1980:619-637)

\* عندما تستأجر بعض الشركات الأصول والشركات الأخرى تشتريها، فإن تحويل الإستجارات التشغيلية الى الدين المكافئ سيَجعل مضاعفات قيمة الشركة أكثر مقارن.

\* عندما عالجت بعض الشركات الإستجارات كإستجارات رأسمالية، بينما تتأهل الشركات الأخرى للإستجارات التشغيلية ، يمكن أن تكون هناك تغييرات هامة في كيفية تصنيف الشركات على مضاعفات قيمة الشركة بعد الإستجارات التشغيلية المحولة إلى الدين المكافئ. (El-Gazzar and etc., 1986: 217-237)

\* حتى إذا كانت كل الشركات تعالج كل الإستجارات كإستجارات تشغيلية ، يمكن أن تكون هناك اختلافات هامة عبر الشركات في كيفية ان تكون التزامات تلك الإستجارات كنسبة مئوية للإستجارات التشغيلية . في هذه الحالات، مرة أخرى، فإن تحويل نفقات الإستجارات التشغيلية الى دين سيَعطى تقديرات أكثر واقعية لما تقف عليه هذه الشركات (Titman & Wessels, 1988:1-19)

ويمكن توضيح - المضاعفات مع اعادة تصنيف الدخل التشغيلي لـ Home Depot - في الجدول الآتي ، تلخص مضاعفات قيمة الشركة لـ Home Depot مع أو بدون تعديلات الإستجارات التشغيلية كآلاتي :

Home Depot مع التعديلات	Home Depot	
\$ 51379	\$ 51379	القيمة السوقية لحق الملكية
\$ 3776	\$ 1205	قيمة الدين
\$ 2593	\$ 2299	EBITDA
\$ 2177	\$ 2016	EBIT
\$ 1415	\$ 1310	EBIT(1-t)
21.27	2287	Value/EBITDA
25.34	2608	Value/EBIT
38.98	4013	Value/EBIT(1-t)

يلاحظ بأن مضاعفات القيمة المعدلة تكون أوطأ بشكل ثابت من المضاعفات الغير معدلة عند تمويل الإستثمارات التشغيلية .

## رابعاً :- الإستنتاجات

يمكن أن يكون تقييم الشركة عن طريق كيفية التعامل مع الإستجارات التشغيلية. بينما التمييز المحاسبي **accounting distinction** بين الإستجارات التشغيلية والرأسمالية قد يبدو معقولاً .

وقد يتلشى السبب من وجهة النظر المالية، لإبقاء ذلك الإمتياز عندما يتعلق الأمر بتقدير الدخل التشغيلي، ورأس المال والربحية. فمن الضروري ان يعاد تصنيف نفقات الإستجار التشغيلي كنفقات رأسمالية وهذا سيؤثر على تقديرات الدخل التشغيلي . ومن الضروري معالجة القيمة الحالية لنفقات الإستجار التشغيلية المستقبلية كالدين، وهذا سيكون له تأثيراً على تقديرات رأس المال والرافعة المالية. أخيراً ، في تقدير التدفقات النقدية الحرة لأغراض التقييم، يجب رؤية الزيادات المتوقعة في التزامات الإستجار التشغيلي بمرور الوقت كنفقات رأسمالية.

## المصادر

(1) د. محمد محمود العجلوني ، البنوك الاسلامية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الاردن ، 2008 .

2) Aswath, Damodaran, " Dealing with Operating Leases in Valuation", Stern School of Business, 2003. available from

[adamodar@stern.nyu.edu](mailto:adamodar@stern.nyu.edu)

3)Graham, J.R., Lemmon, M.L., Schallheim, J.S , "Debt, leases, taxes and the endogeneity of corporate tax status ", Journal of Finance 53, 1998 .

4)Imhoff, E.A., Lipe, R.C., Wright, D.W., " Operating leases: income effects of constructive capitalization ", Accounting Horizons 11, 1997.

5) Myers, S., Majluf, N., " Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have", Journal of Financial Economics 13, 1984.

6)Marston, F., Harris, R.S., " Substitutability of leases and debt in corporate capital structures" , Journal of Accounting, Auditing and Finance 3, 1988 .

7)Rajan, R.G., Zingales, L., " What do we know about capital structure choice? Some evidence from international data", Journal of Finance 50, 1995.

8)Williamson, O.E., " Corporate finance and corporate governance ", Journal of Finance 43, 1988

- 9) Titman, S., Wessels, R., " The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance* 43, 1988.
- 10) Hull, J.C., Hubbard, G.L., *Lease evaluation in the UK: current theory and practice*, *Journal of Business Finance and Accounting* 7, 1980.
- 11) El-Gazzar, S., S. Lilien, and V. Pastena, " Accounting for leases by lessees," *Journal of Accounting and Economics* 8 (3), 1986.
- 12) Bazley, M., P. Brown, and H. Y. Izan, " An analysis of lease disclosures by Australian companies," *Abacus* 21 (1), 1985.
- 13) Cheng, C. S. A., and S. J. Hsieh, " Value relevance of the earnings impact of lease capitalization. *Advances in Accounting* 17", . 2000