

Leasing

Leasing (engelsk for leie) er utbredt i Norge, både som begrep og som finansieringsform (se www.finfo.no). Ordningen går ut på at et leasingselskap (utleier) tilbyr sine kunder (leietakere) å leie driftsmidler av leasingselskapet. Utleier beholder eiendomsretten, men gir fra seg bruksretten. Leietaker kjøper bruksretten, men ikke eiendomsretten.

Alternativet til leasing er å investere i driftsmidler selv og finansiere på vanlig måte. Leasing er derfor en *finansieringsform*. Dette betyr også at leasing og kjøp er gjensidig utelukkende alternativer.

Vi undersøker først differansekantantstrømmen mellom leasing og kjøp. Deretter bruker vi nåverdi og internrente av denne differansekantantstrømmen til å velge beste alternativ. Med utgangspunkt i disse resultatene gjennomgår vi til slutt både gode og tvilsomme argumenter for å leie fremfor å eie.

EKSEMPEL N.5.1

AS Kaba trenger ny varebil. Den koster kr 300 000 i innkjøp og skal brukes som varetaxi de kommende tre årene. Det forventes en årlig inntjening på 320 000 og årlige driftsutbetalinger på 240 000. Kaba betaler 28 % skatt, og selskapet regner med at skattesatsen vil forbli uendret over tid. Bilen kan avskrives med 25 % av saldo, og den antas å kunne selges etter tre år til bokført verdi. Prosjektanalytiker tror at nominelle inn- og utbetalinger fra driften vil følge generell prisstigning på 3 %.

I stedet for å kjøpe bilen kan Kaba leie den fra AS Leaseco. Tilbudet derfra er tre års leieperiode og årsleie på 110 000 kr. Denne leien betales etterskuddsvis og vil ikke bli inflasjonsjustert. Leietaker dekker alle driftsutbetalinger. Etter dagens norske praksis vil Kaba måtte betale leien måneds- eller kvartalsvis. Dessuten skal deler av leien (10–20 % av bilens innkjøpspris) innbetales ved kontraktsinngåelse. Kontrakten kan også gi AS Kaba mulighet til å overta bilen etter tre år til en forhåndsavtalt pris. Disse kompliserende faktorene endrer ikke de analyseprinsipper vi nå skal vise. Å inkludere disse elementene vil dessuten gi flere tall å holde styr på. Av pedagogiske grunner velger vi derfor å holde oss til forenklingene.

Valget står altså mellom kjøp og leie. Da vet du at det går an å beregne nåverdi og internrente av hvert alternativ og så velge mellom dem ut fra disse lønnsomhetsmålene. Det er to forhold du må være særlig oppmerksom på i denne situasjonen. For det første er kjøp og leie gjensidig utelukkende alternativer. Da vet du fra del 4.4 at det kan føre galt av sted å bruke internrente som lønnsomhetsmål. For det andre er det unødvendig tungvint å lønnsomhetsberegne hvert alternativ for seg. Dette skyldes at viktige komponenter av kontantstrømmen er nøyaktig de samme for både kjøp og leie. Dette ser du fra tabell N.5.1, som viser komponentene i kontantstrømmen for hhv. Kjøp (K) og Leie (L).

TABELL N.5.1: Kontantstrømskomponenter ved kjøp og leie

Kjøp (K)	Kontantstrømskomponent	Leie (L)
Ja	Investering	Nei
Ja	Salgsinnbetaling etter skatt	Ja
Ja	Driftsutbetaling etter skatt	Ja
Ja	Skattereduksjon fra avskrivning	Nei
Nei	Leie etter skatt	Ja
Ja	Utrangeringsverdi etter skatt	Nei

Her ser du at uansett om du eier eller leier driftsmidlet, vil du få samme salgsinnbetaling og samme driftsutbetaling. Dette betyr at selv om inn- og utbetalinger fra driften er høyst relevante for valget om å

investere eller ikke, er de irrelevante for å avgjøre om investeringen skal finansieres med leasing eller på annen måte. Derfor kan du se bort fra disse to felles komponentene. Det holder å fokusere på *differansekantantstrømmen* mellom leie og kjøp, $L - K$. Dermed står vi igjen med:

(N.5.1)	$L - K =$	+	Investering
		-	Spart skatt fra avskrivning
		-	Restverdi etter skatt
		-	Leie etter skatt

Uttrykk (N.5.1) viser at hvis bedriften velger å leie i stedet for å kjøpe, er fordelene at bedriften slipper utlegget til investeringen. Dette er første ledd i differansekantantstrømmen. Ulempen ved leie kommer fra tre kilder. For det første kan ikke leietaker avskrive driftsmidlet, siden det tilhører utleier. Dermed mister bedriften skattereduksjonen fra kostnadsførte avskrivninger. Denne årlige skattereduksjonen er lik avskrivningsbeløpet multiplisert med skattesatsen.

Den andre ulempen ved leie er at siden bedriften ikke eier driftsmidlet, går den glipp av restverdien etter skatt ved planperiodens slutt. For det tredje må bedriften betale leie. Siden denne kan kostnadsføres skattemessig, er det leien etter skatt som er den relevante ekstrabetalingen.

EKSEMPEL N.5.2

Ut fra opplysningene i eksempel N.5.1 viser tabell N.5.2 prosjektdata i øvre del. I nedre del beregnes differansekantantstrømmen mellom leie og kjøp slik den er definert i uttrykk (N.5.1).

TABELL N.5.2: Prosjektdata og differansekantantstrømmen leie minus kjøp for AS Kaba. Beløp i tusen kroner.

Prosjektdata	År			
	0	1	2	3
Investering	-300			
Avskrivning		-75	-56	-42
Bokført verdi		225	169	127
Restverdi				127
Leie		-110	-110	-110

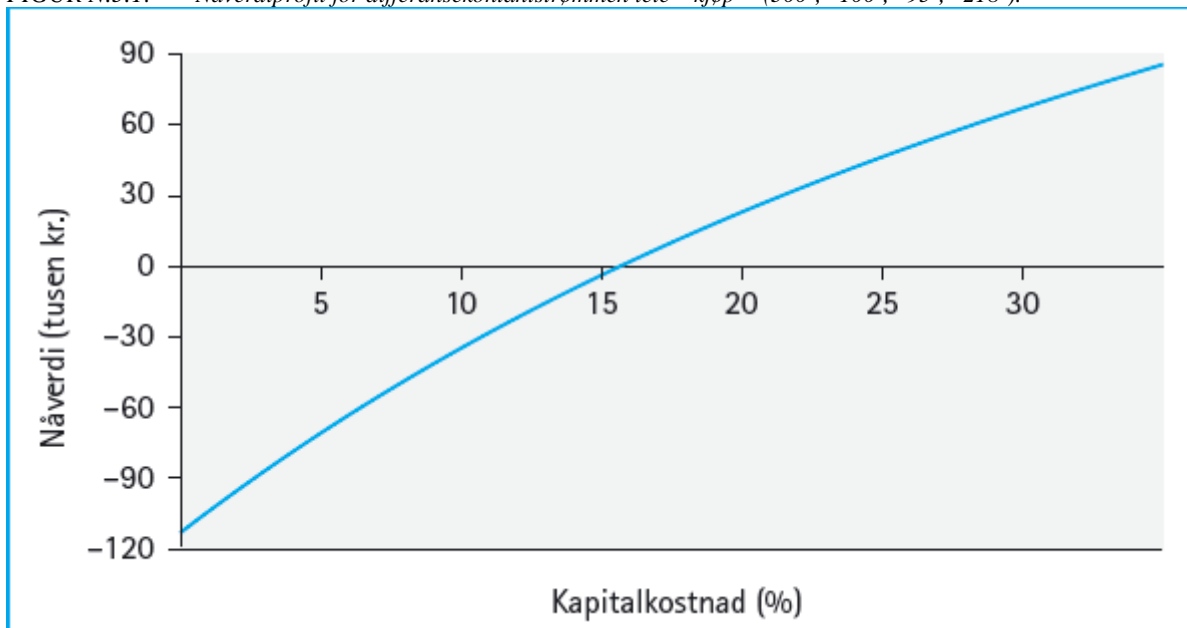
Differansekantantstrøm	År			
	0	1	2	3
Spart investering	300			
Tapt skattefordel fra avskrivning		-21	-16	-12
Tapt restverdi etter skatt				-127
Leie etter skatt		-79	-79	-79
Leie - Kjøp	300	-100	-95	-218

Her er for eksempel tapt skattefordel i år 2 produktet av avskrivningsbeløpet på 56 og skattesatsen på 28 %. Siden varebilen forutsettes solgt til bokført verdi på tidspunkt 3, oppstår det ingen salgsgevinst. Tapt restverdi etter skatt blir dermed lik restverdien på 127.

Differansekantantstrømmen leie – kjøp er lik (300', -100', -95', -218'). Dette er den kontantstrømseffekten Kaba oppnår ved å leie varebilen fremfor selv å investere.

Figur N.5.1 viser nåverdiprofil for differansekantantstrømmen på leasingprosjektet i Kaba. Denne differansekantantstrømmen er et finansieringsprosjekt, siden tegnfølgen er (+, -, -, -). Følgelig er internrenten *effektiv rente på leasing*. Figuren viser at leie er mer lønnsomt enn kjøp dersom nominell kapitalkostnad etter skatt overstiger 15,4 %. Er kapitalkostnaden lavere, lønner det seg å eie fremfor å leie. Sagt annerledes: Å finansiere med leasing er best dersom alternativ finansiering koster mer enn 15,4 %. Kan Kaba finansiere varebilen til en lavere kostnad enn 15,4 %, lønner det seg å investere selv og bruke denne alternative finansieringen.

FIGUR N.5.1: Nåverdiprofil for differansekantantstrømmen leie – kjøp = (300', -100', -95', -218').



Spørsmålet er så hvordan *kapitalkostnaden* skal bestemmes. Altså: Hva slags finansieringsform er det relevante alternativet til leasing? Dette emnet hører egentlig hjemme i kapittel 7. I dette tilfellet er logikken såpass enkel at vi likevel kan ta svaret på direkten. En leasingavtale er egentlig det samme som å oppta et lån på tidspunkt null lik nåverdien av de fremtidige leiebeløpene. Det er jo dette beløpet selskapet forplikter seg til ved å undertegne avtalen. Alternativet til å leie er derfor ikke bare å kjøpe, som vår analyse er basert på så langt. Dette innebærer også å finansiere kjøpet med gjeld. Korrekt kapitalkostnad ved leasing er derfor den *beste alternative lånerenten etter skatt*.

EKSEMPEL N.5.3

Figur N.5.1 viser nåverdiprofilen til Kabas differansekantantstrøm. Ifølge denne bør selskapet satse på leasing fremfor å investere selv dersom kapitalkostnaden overstiger 15,4 %.

Kaba har 28 % skatt. Dermed kan vi ta utgangspunkt i lærebokens uttrykk (5.6):

$$i_s = i \cdot (1 - s)$$

Dette uttrykket sier at effektiv rente etter skatt i_s er lik effektiv rente før skatt i redusert med skattesatsen s . Løses dette uttrykket med hensyn på effektiv lånerente før skatt, får vi

$$\begin{aligned}i &= i_s / (1 - s) \\ &= 0,154 / 0,72 \\ &= 22 \%\end{aligned}$$

Altså: Leasing er billigere enn å investere selv hvis effektiv rente før skatt på å lånefinansiere investeringen overstiger 21,4 %. Dette ligger langt over hva banker forlanger for ordinære, usikrede lån. Det vil derfor være bedre for Kaba å kjøpe enn å leie.

Fremgangsmåten ved leasinganalyse blir dermed slik:

- Budsjetter differansekantantstrømmen leie minus kjøp fra (N.5.1). Internrenten i denne kantantstrømmen er effektiv rente på leasing.
- (N.5.2) • Hvis selskapet investerer selv i stedet for å leie, er relevant kapitalkostnad lånerente etter skatt.
- Velg leie hvis differansekantantstrømmen har positiv nåverdi. Dette skjer når effektiv leasingrente etter skatt er lavere enn alternativ lånerente etter skatt. I motsatt fall er det billigst å kjøpe.

Hva med lønnsomheten til leasingselskapet, dvs. *utleier*? Leietaker sparer investeringen, oppnår ikke spart skatt fra avskrivning, mister restverdien etter skatt og må betale leie etter skatt. Tilsvarende vil utleier finansiere investeringen, spare skatt på avskrivningen, få restverdien etter skatt samt motta leien etter skatt. La S betegne nåverdien av disse fire komponentene for leietaker. I så fall må nåverdien tilsynelatende bli $-S$ for utleier. Sagt annerledes: Finansieringsprosjektet for leietaker ser ut til å bli det speilvendte av et investeringsprosjekt for utleier. Er det da slik at gevinsten for den ene parten nødvendigvis blir tapet for den andre? Av to grunner er svaret nei:

- Utleier har høyere skattesats enn leietaker.
- Utleier er spesialist i kjøp og salg av investeringsobjekter.

Anta at skattesatsen er den samme for begge parter. Da er skattebesparelsen ved avskrivninger den samme uansett i hvilket regnskap avskrivningene kostnadsføres, dvs. uansett kjøp (avskrivninger hos bruker) eller leie (avskrivninger hos utleier). Hvis derimot bruker har lavere skattesats enn utleier, blir brukers skattereduksjon ved kjøp lavere enn den utleier kan oppnå ved leasing. Avskrivningene bør derfor gjøres der skattesatsen er høyest. I den grad skattefordelen for utleier slår ut i lavere leie, er det altså et argument for å lease dersom bruker ikke er i skatteposisjon.

Selv om både utleier og bruker er i samme skatteposisjon, finnes det fortsatt et skatterelatert argument for leasing. Visse skatter er nemlig uavhengig av skattbar inntekt, slik som merverdiavgift (mva.). Dette er eksempelvis tilfellet når en privatperson leaser en bil og når en bedrift leaser en personbil (men ikke en varebil). Da betaler leasingselskapet ingen mva. Privatpersonen eller den næringsdrivende ville imidlertid ha måttet betale mva. hvis de hadde kjøpt bilen selv. Dermed kan det være penger å spare på en leasingavtale, til tross for at begge parter betaler full inntektsskatt.

Det andre argumentet for leasing oppstår hvis utleier er *spesialist i kjøp og salg* av driftsmidler. Et leasingselskap kan eksempelvis være hyppig kjøper av biler til sine kunder. Både kvantumsrabatten og evnen til å velge rett kjøps- og salgstidspunkt er størst hos leasingselskapet. Tilsvarende er høye *transaksjonskostnader* ved brukers kjøp et relevant argument for å leie. Alle velger leiebil fremfor lokalt kjøp av egen bil ved to ukers sydenreise. Nesten alle leier et sted å bo fremfor å kjøpe ved kortere opphold utenfor hjemmet. I slike situasjoner er pengemessige kostnader (som kjøps- og salgsgebyrer) samt personlig plunder og heft (som kontraktsforhandlinger og klager) uforholdsmessig store i forhold til brukstiden. Alt dette er eksempler på at leasing lønner seg ved korte bruksperioder.

Vi har nå gjennomgått to holdbare grunner for å velge leasing fremfor kjøp. La oss til slutt se på et par tvilsomme argumenter for leasing. Det er vanlig å se leasingselskapene reklamere for at leasing gir 100 %

finansiering. Vær skeptisk til dette argumentet. For det første medfører forskuddsbetaling av leie at leietaker får en utbetaling på starttidspunktet, om enn ikke i nærheten av investeringsbeløpets størrelse. Dette betyr at deler av investeringen må eierfinansieres. For det andre har du sett at leasing egentlig er lånefinansiering. Dette betyr at hvis selskapet som helhet ønsker å holde seg på et bestemt forhold mellom gjeld og egenkapital, må utestående gjeld i andre prosjekter reduseres med samme beløp som den gjeldsøkning leasingavtalen innebærer.

Når en nyinvestering finansieres med lån, vil dette fremkomme som økt gjeld i selskapets balanse. Velges i stedet leasing, skulle en umiddelbart tro at denne finansieringsformen ikke gir en tilsvarende gjeldsøkning i balansen. Dermed skulle leasing kunne gi et *bedre finansielt inntrykk* enn lån. Nylige endringer i norske regnskapsregler gjør at slike finansielle illusjoner ikke kan oppstå. Selskapet må nemlig føre opp nåverdien av fremtidige leasingforpliktelser som gjeld i balansen. Diskonteringsrenten i denne nåverdiberegningen skal være leasingavtalens effektive rente. Det inntrykk balansen gir av selskapets gjeldsgrad, er derfor det samme uansett om det finansieres med gjeld eller leasing.

Vi kan oppsummere dette notatet med å fastslå at ved leasing leier kunden (leietaker) driftsmidler av leasingselskapet (utleier) fremfor å investere selv. Leasing og kjøp er derfor gjensidig utelukkende alternativer. Uansett om du eier eller leier, får du samme salgsinnbetaling og driftsutbetaling. Derfor kan du fokusere på differansekontantstrømmen mellom leie og kjøp. Denne differansekontantstrømmen viser at fordelene ved å leie er at du slipper å investere. Ulempen er at du ikke kan avskrive driftsmidlet, ikke kan innkassere restverdien ved planperiodens slutt, og at du må betale leie.

Differansekontantstrømmen leie minus kjøp er et finansieringsprosjekt. Tilsvarende er internrenten på denne kontantstrømmen etter skatt den effektive renten ved leasing. Leasing kan være spesielt gunstig hvis leietaker ikke er i skatteposisjon, eller hvis utleier er spesialist på kjøp og salg av driftsmidler. Derimot er det tvilsomt om leasing har gunstig regnskapseffekt, eller om leasing innebærer hundre prosent finansiering.

OPPGAVE

Bilbao Finans (BF) tilbyr bl.a. leasingfinansiering av biler. For en varebil som koster 220 000 kroner i innkjøp (med mva.), har BF følgende betingelser:

- To års leieperiode.
- Månedlig leie på 3 050 kroner (uten mva.), første beløp om én måned.
- Leietaker dekker alle utbetalinger til drift (service, forsikring, reparasjon, bensin osv.).

Du er økonomisjef i et selskap som vurderer å inngå denne kontrakten med BF om en firmabil. Månedlige utbetalinger til bilens drift er 1 800 kroner. Ved kjøp blir mva. på investeringen (25 %) refundert. Ifølge en inngått gjenkjøpsavtale skal BF etter to år selge bilen tilbake til bilforhandleren for 120 000 kroner. Saldosatsen er 20 %, og inngående saldo første år er investeringsbeløp uten mva. Relevant skattesats er 28 %.

- Beregn differansekontantstrømmen leie – kjøp etter skatt og vis at dette er et finansieringsprosjekt.
- Skisser nåverdiprofilen.
- Et eventuelt kjøp vil bli lånefinansiert fullt ut. Hvilken lånerente (før skatt) kan selskapet maksimalt betale hvis kjøp skal konkurrere med leie?

LØSNING

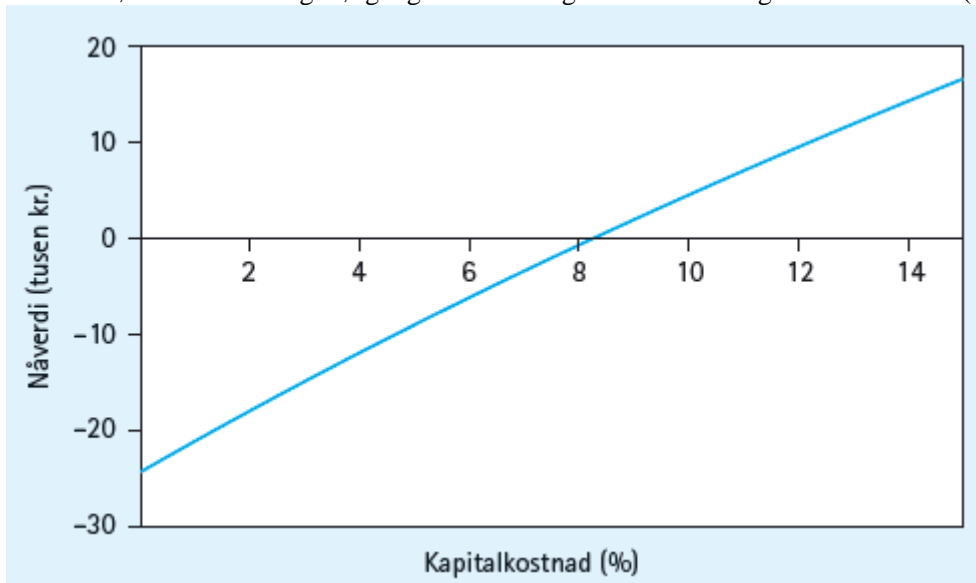
a Mva. inngår ikke i avskrivningsgrunnlaget. Derfor beregner vi først innkjøpspris uten mva. til 176 000 kroner ($220\,000/1,25$). Årlige avskrivninger i de to årene blir da henholdsvis 35 200 og 28 160 kroner. Årlig skattebesparelse (28 % av disse avskrivningsbeløpene) fordeles over 12 måneder (821 første år og 657 andre år). Bokført verdi ved salg er kr 112 640 ($176\,000 - 35\,200 - 28\,160$). Bokført gevinst ved salg er dermed kr 7 360. Salgsverdi etter skatt er følgelig 118 013 kroner ($120\,000 - 0,27 \cdot 7\,360$). Vi antar at gevinst og tap

får umiddelbar skatteeffekt. Mva. på leie regnes ikke med siden leietaker kan motregne denne mot inngående mva. Her er budsjettet for 6 av de 25 tidspunktene:

	Måned					
	0	1	12	13	23	24
Investering	176 000					
Leie etter skatt		2 196	2 196	2 196	2 196	2 196
Spart skatt på avskrivninger		821	821	657	657	657
Salgsverdi etter skatt						130 259
Differansekantantstrøm etter skatt	176 000	-3 017	-3 017	-2 853	-2 853	-133 112

Du ser her at å leie fremfor å kjøpe er et finansieringsprosjekt fordi det har tegnrekkefølgen (+, -, ..., -).

b Pass på at kontantstrømmen her er på månedsbasis, mens kapitalkostnaden på horisontal akse i en nåverdiprofil som regel er årsrenter, slik som her. I diskonteringen må du derfor omgjøre årlig kapitalkostnad til den tilsvarende månedlige ved hjelp av (3.23). På samme måte er internrenten på denne kontantstrømmen månedlig. Følgelig må du omregne den til en årlig internrente vha. (3.22).



c Effektiv leasingkostnad er 4,3 % etter skatt, dvs. 5,9 % ($4,3/0,73$) før skatt. Maksimal lånerente ut fra formel (5.6) i læreboken er derfor 5,9 %.