

نقش

بازار سرمایه در تامین مالی

صنعت لیزینگ

جهت ارائه به همایش

لیزینگ ، کارآفرینی و توسعه اقتصادی

علی شیدایی

مدیر عامل و عضو هیات مدیره لیزینگ جامع سینا

دانشجوی دوره DBA انجمن مهندسی مالی ایران

shaidaye@yahoo.com

اردیبهشت ماه ۱۳۹۳

نقش بازار سرمایه در تامین مالی صنعت لیزینگ

چکیده

امروزه بحث تامین منابع مالی در کشور و صنعت لیزینگ از اهمیت بالایی برخوردار بوده و نقش حیاتی در چرخه فعالیت و عمر شرکت ها دارد. علیرغم فعالیت لیزینگ در حوزه پول ، منابع تامین مالی این صنعت به دلیل محدودیت در جذب سپرده ، محدود بوده و تا مقداری گران است و تامین مالی از طریق سهامداران ، بازار پول ، بازار سرمایه و فروشندگان کالا انجام می گردد که به دلیل اهمیت قیمت تمام شده پول جهت تعیین استراتژی و حوزه های فعالیت ، استفاده از روش های مختلف تامین مالی در میزان قیمت تمام شده با اهمیت بوده و شرکت های لیزینگ به منظور افزایش سهم بازار و کاهش بهای تمام شده پول ، می بایست از منابع مختلف برای رسیدن به ترکیب بهینه هزینه سرمایه (WACC) استفاده نمایند.

در این مقاله تامین مالی از طریق بازار سرمایه و روش های آن از جمله انتشار سهام ، اوراق مشارکت و اوراق صکوک مورد بررسی قرار می گیرد.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه - لیزینگ - ابزارهای تامین مالی - اوراق صکوک - اوراق اجاره

مقدمه :

برپایه طبقه بندی بازار مالی با نگرش به سررسید دارایی ها، بازار سرمایه به بازار دادوستد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از یک سال و دارایی های بدون سررسید اطلاق می شود. این بخش از بازار مالی نقش مهمتری در گردآوری منابع پس اندازی و تأمین نیازهای سرمایه گذاری واحدها دارد. بازار سرمایه نسبت به بازار پول بسیار گسترده تر است و از تنوع ابزاری بیشتری برخوردار است.

بازار سرمایه پلی است که پس انداز واحدهای اقتصادی دارای مازاد را به واحدهای سرمایه گذاری که بدان نیازمندند انتقال می دهد. بنابراین بازار سرمایه، واحدهای پس اندازی و سرمایه گذاران را با یکدیگر ارتباط

می دهد . از طرف دیگر سازوکارهای تعبیه شده در این بازار از طریق رشد حجم پس انداز و سرمایه گذاری، رشد اقتصادی را تسریع می کنند.

استفاده از بازار سرمایه برای تأمین مالی مخارج دولت نیز از جمله قدیمی ترین و متداولترین شکل مبادلات مالی است. اتکای دولت ها به بازار سرمایه در اغلب اقتصادهای مدرن نه تنها از این جهت مهم است که دولت ها غالباً اوراق بدهی منتشر می کنند تا بخش عمده هزینه های خود را تأمین مالی نمایند، بلکه استقراض دولت غالباً حجم عظیمی از کل وجوه عرضه شده در بازار توسط وام دهندگان را جذب می کند.

ابزارهای تامین مالی

تامین مالی از طریق مبتنی بر حق مالی و مبتنی بر بدهی می باشد. که هر کدام به تفصیل بررسی می گردد.

ابزارهای مبتنی بر سرمایه

یکی از روش های تأمین مالی، تأمین مالی مبتنی بر سرمایه است. این روش مستلزم واگذاری قسمتی از سود پروژه در مقابل دریافت سرمایه می باشد. در واقع در این روش، با استفاده از آورده نقدی و غیرنقدی سهامداران و افزودن بر حجم حقوق صاحبان سهام در شرکت و یا پروژه، سرمایه مورد نیاز تأمین می شود. آورده سهامداران در پیشبرد فعالیت های پروژه مصرف و سود حاصل از انجام پروژه نیز تماماً و در آینده، بین سهامداران توزیع می گردد و از طریق انتشار سهام و افزایش سرمایه است.

ابزارهای مبتنی بر بدهی

استفاده از اوراق بدهی در بسیاری از کشورها یکی از روش های اصلی تامین مالی قلمداد می شود. در این روش شرکتها منابع مالی خود را از طریق انتشار اوراق قرض یا تعهد بدهی یا اوراق بدهی تأمین می کنند. هرگونه اوراق که توسط دولت یا شرکت منتشر شود و قابل معامله باشد، اوراق بدهی گفته می شود. اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه شرکتی، CDS، اوراق قرضه شهرداری ها، سهام ممتاز، اوراق قرضه با پشتوانه رهنی (مانند CDOs، CMOs) و اوراق بهادار بدون کوپن از انواع اوراق بدهی می باشد. استفاده از اوراق

قرضه در نظام مالی اسلامی، ربوی است و مردود شناخته می شود بنابراین از ابزارهای دیگری که مطابق با شرع اسلام است، مانند صکوک و اوراق مشارکت استفاده می شود.

انتشار اوراق ترکیبی

عموما این اصطلاح به ابزارهای مالی اطلاق می گردد که ترکیبی از مشخصات ابزارهای بدهی و ابزارهای حقوق صاحبان سهام را دارند. یکی از نمونه های این ابزارها اوراق قرضه تبدیل شونده هستند. این اوراق این اختیار را به دارنده خود می دهد که آن ها را تبدیل به سهام شرکت ناشر کند. به همین دلیل قیمت بازار این اوراق، هم تحت تاثیر نرخ های بهره بازار و هم قیمت سهام ناشر است. اوراق مشارکت و صکوک قابل تبدیل و تعویض و اوراق بهادارسازی دارایی را نمونه هایی از آن می توان نام برد.

بررسی ابزارها تامین مالی از طریق بازار سرمایه

تامین مالی از طریق بازار سرمایه مبتنی بر بشرح زیر بررسی می گردد.

۱- سهام

سهام عادی: نوعی ابزار مالی است که نشانگر مالکیت دارنده آن در یک شرکت است. بازده سهام عادی از پرداخت سود سهام (حاصل درآمد جاری و گذشته شرکت) و عایدی سرمایه (حاصل تغییرات قیمت سهام) ناشی میشود. سهام عادی سررسید ندارد.

سهام صرف نظر از شکل آن، نشان دهنده منافع مالک در شرکت است و از آن جاکه طلب و ادعای سهامداران در مورد دارایی های شرکت در مرحله آخر تمام طلب ها قرار دارد، منافع سهام به عنوان "منفعت باقیمانده" شناخته می شود.

متداول ترین نوع سهام، سهام عادی است که مبین میزان مشارکت و تعهدات و منافع دارنده آن در یک شرکت سهامی است.

سهام ممتاز: این نوع سهام نیز همانند سهام عادی نشانگر مالکیت دارنده آن در یک شرکت است اما برخلاف سهام عادی، سود سهام معینی دارد که پرداخت آن بر پرداخت سود سهام عادی مقدم است.

سهام ممتاز از نظر دریافت سود سهام و دریافت هرگونه وجهی در زمان انحلال شرکت یا توزیع دارایی‌ها نسبت به سهام عادی برتری دارد. برای نمونه هنگام توزیع سود سهام، ابتدا سهام ممتاز سود خود را دریافت می‌کنند.

۲- اوراق قرضه: ابزار بدهی درازمدت دولتها و شرکتهای است. دارنده این اوراق، براساس قرارداد حق دارد مقدار مشخصی بهره دریافت کند و در سررسید، ارزش اسمی اوراق را پس گیرد.

۳- اوراق مشارکت: این اوراق به منظور تأمین بخشی از منابع مورد نیاز طرحهای سودآور تولیدی و خدماتی منتشر میشود. اوراق مشارکت، نوع خاصی از اوراق قرضه است که بهره یا سود آن تا هنگام سررسید قطعی نیست.

پس از پیروزی انقلاب و اجرای عملیات بانکداری اسلامی و به تبع آن ممنوعیت بهره در اقتصاد به دلایل شرعی و مبنای فقه اسلامی، انتشار و دادوستد اوراق قرضه متوقف شد. اما وجود ابزار دیگری در بازار مالی کشور که عملکردی مشابه اوراق قرضه داشته باشد و بتواند جایگزین آن گردد و در کنترل حجم نقدینگی و مهم تر از آن در تأمین مالی طرح های زیربنایی و همچنین طرح های تولیدی و خدماتی از منابع مالی بخش خصوصی جامعه مؤثر باشد. ضروری به نظر می رسيد.

بنابراین در پی مطالعات نسبتاً گسترده سازمان برنامه و بودجه، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بانک مرکزی و وزارت مسکن و شهرسازی، در برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور (۱۳۷۴) مسأله استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق بهادار به عنوان یک سیاست مالی (۱۳۷۸) مطرح شد. در سیاست های کلی برنامه، انتشار اوراق مشارکت، اوراق سرمایه گذاری و اوراق مشارکت کوتاه مدت به عنوان یکی از روش های کارآمد سیاست های پولی و مالی مدنظر قرار گرفت. در طول سال های برنامه، موارد استفاده از اوراق مشارکت گسترش یافت و اموری چون اجرای طرح های بزرگ ساختمانی و تأمین مالی طرح های توسعه مؤسسات عمومی و خصوصی به اوراق مشارکت مسکن اضافه شد.

براساس قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب مهرماه ۱۳۷۶، اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که با مجوز قانونی خاص یا مجوز بانک مرکزی، برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز به منظور ایجاد، تکمیل و توسعه طرح های عمرانی - انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین

منابع مالی جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدی تولیدی، توسط دولت، شرکت های دولتی، شهرداری ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام المنفعه و شرکت های وابسته به دستگاه های مذکور، شرکت های سهامی عام و خاص و شرکت های تعاونی تولید منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح های یاد شده را دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می گردد. به اوراق مشارکت سود ثابتی به طور علی الحساب تعلق می گیرد که در مقاطعی از سال پرداخت می شود. سود قطعی اوراق هم، در سررسید و از محل سود طرح مورد مشارکت و به تناسب قیمت اسمی و مدت زمان سرمایه گذاری در اوراق، تعیین و به دارندگان اوراق مشارکت پرداخت می گردد.

چنانچه سود طرح، کمتر از سود علی الحساب پرداخت شده باشد یا طرح زیان ده باشد، دستگاه صادرکننده اوراق مسؤول آن است و سود علی الحساب پرداخت شده، قابل تعدیل یا استرداد نیست. صادرکنندگان اوراق، متعهد پرداخت سود علی الحساب در مواعد مقرر و بازپرداخت اصل مبلغ اوراق در سررسید و سود قطعی آن در فاصله زمانی پنج ماه بعد از سررسید هستند. این تعهدات، در مورد اوراق مشارکت طرح های عمرانی اعم از آن که دولت و یا یکی از دستگاه های اجرایی مجری آن باشند توسط دولت تعهد و تضمین می شود و در مورد اوراق مشارکت منتشر شده توسط دستگاه های عمومی (به استثنای طرح های عمرانی) یا خصوصی، شخص حقوقی دیگری با عنوان ضامن، تعهدات ناشر را تضمین می کند. در مورد اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، این بانک پرداخت اصل و سودهای متعلقه را در سررسیدهای مقرر، از طریق بانک های عامل تضمین می کند.

از ویژگی های اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی، می توان به موارد زیر اشاره کرد:

- اوراق با نام یا بی نام است،
- قیمت اسمی مشخصی دارد،
- سررسید آن مشخص است و به عبارتی مدت معین دارد،
- بازپرداخت اصل اوراق در سررسید و پرداخت سود علی الحساب آن در مقاطع معین توسط ناشر، تضمین شده است،

- خرید و فروش اوراق از طریق شعب منتخب بانک عامل یا از طریق بورس اوراق بهادار (در صورت پذیرش) مجاز است،

- دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح های مربوط، سهمیم هستند،

- هر ورقه نشا ندهنده میزان قدرالسهم دارنده آن در طرح مورد سرمایه گذاری است،

- با فروش اوراق مشارکت رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق محقق می شود (در واقع ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق می تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق به منظور اجرای طرح و خرید و فروش هرگونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام نماید .

انتقال اوراق به رابطه وکالت خدشه وارد نمی کند و این رابطه تا سررسید اوراق بین ناشر و دارندگان اوراق نافذ و معتبر است)،

- اوراق مشارکت به عنوان وثیقه طرف های معامله در قراردادهای مربوط به وزارتخان ه ها، مؤسسات و شرک تهای دولتی، شهردار یها و سایر دستگا ههای اجرایی پذیرفته می شود.

از مقررات موجود درباره اوراق مشارکت و به ویژه قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت چنین می توان نتیجه گرفت که این اوراق ابزار مالی جدیدی برای جذب پس اندازها و تجهیز منابع مالی و جلب مشارکت مردم در تأمین مالی طرح های عمرانی و زیربنایی دولتی و طرح های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شرک تهای دولتی شهرداری ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و شرک تهای وابسته به آنها و همچنین شرک تهای سهامی عام و خاص و شرک تهای تعاونی تولیدی است.

۴- اوراق صکوک

صکوک از جمله مهمترین ابزارهای مالی اسلامی است که در چند سال اخیر منتشر و در میان کشورهای اسلامی و نیز در سطح بین المللی از مقبولیت و پذیرش قابل توجهی برخوردار شده است. در این قسمت به ارائه تعریف آن و نیز مهمترین انواع آن پرداخته می شود.

اصطلاح صکوک در اصل برگرفته از واژه عربی صک به معنای چک ، نوشته بدهکار، سفته و یا قبض بدهی است اما در یک معنای کلی گواهی سرمایه گذاری اسلامی بهترین معنا برای آن است .

صکوک گواهی‌هایی است با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت بلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از داراییها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود. صکوک انواع مختلفی دارد که مهمترین و رایجترین آنها، صکوک اجاره، سلم، استصناع، مشارکت، مرابحه و مضاربه است. همچنین می‌توان صکوک را به دو گروه ابزار حقوق صاحبان سهام و ابزار بدهی تقسیم نمود. بر این اساس صکوک اجاره، سلم، استصناع و مرابحه زیر مجموعه ابزار بدهی و صکوک مشارکت و مضاربه زیر مجموعه ابزار حقوق صاحبان سهام قرار می‌گیرند.

مزایای صکوک

صکوک دارای مزیت‌های متعددی بوده و به عقیده برخی صاحب نظران، این نوع اوراق بهادار اسلامی پل ارتباطی بین دو بازار پول و سرمایه بشمار می‌رود. برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان در ۶ مورد بیان کرد.

- ۱- صکوک نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد.
- ۲- از طرف دیگر دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
- ۳- با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.
- ۴- از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است.
- ۵- مزیت پنجم صکوک کمک به توسعه بازار سرمایه با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که چنانچه برای دادوستد این نوع اوراق بازاری ثانویه فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد.

ریسک های مهم صکوک

ریسک‌های مربوط به صکوک (اجاره) را در حالی به طرق مختلفی می‌توان دسته‌بندی کرد که مهم‌ترین ریسک‌هایی که دارندگان اوراق صکوک با آن مواجه هستند را می‌توان به سه گروه دسته‌بندی کرد.

۱- ریسک از بین رفتن دارایی‌ها: یعنی چنانچه به دارایی مورد اجاره در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید طبیعتاً از ارزش آن دارایی کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق بیمه کردن دارایی‌ها به طور کامل حذف کرد.

۲- ریسک نرخ سود: مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند. بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آن‌ها در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می‌کنند.

۳- ریسک هم کاهش قیمت دارایی: یعنی چنانچه ارزش دارایی‌ها در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد زیرا در این صورت آن‌ها می‌توانند با اعمال اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه اختیار فروش به شرکت با مقصد خاص یا بانی بفروشند.

ارکان صکوک

در فرآیند انتشار صکوک اجاره، وجود حداقل سه نهاد مالی (بانی، شرکت واسط و امین) ضروری است. شرکتی که احتیاج به نقدینگی جهت تأمین دارایی‌های مورد نیاز خود دارد بانی نامیده می‌شود. شرکت واسط نیز با انتشار صکوک و فروش به سرمایه‌گذاران، وجوه مورد نیاز جهت خرید دارایی و اجاره آن به بانی را گردآوری می‌نماید. امین، شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران، مسئولیت نظارت بر کل فرآیند عملیاتی صکوک اجاره را به عهده دارد.

انواع صکوک:

۱- صکوک اجاره

- ۲- صکوک سلم
- ۳- صکوک استصناع
- ۴- صکوک مضاربه
- ۵- صکوک مشارکت
- ۶- صکوک مراهجه

صکوک اجاره (اوراق اجاره)

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه گذاری با ارزش برابر از دارایی های بادوام فیزیکی ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده اند.

شیوه تأمین مالی با استفاده از اوراق صکوک اجاره، به صورت خلاصه اینگونه است: ابتدا شرکتی که احتیاج به نقدینگی دارد(بانی)، یکسری از دارایی های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می کند. سپس یک شرکت با مقصد خاص(شرکت ناشر) تأسیس می کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به شرکت با مقصد خاص می فروشد، با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید داراییها مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می شود. در مرحله بعد شرکت ناشر از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می کند.

بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت ناشر قرار دهد. شرکت ناشر نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره بها نیز متوقف می شود و مالکیت دارایی های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آنگاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی ها، سود سرمایه ای به دست می آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه ای مواجه می شوند

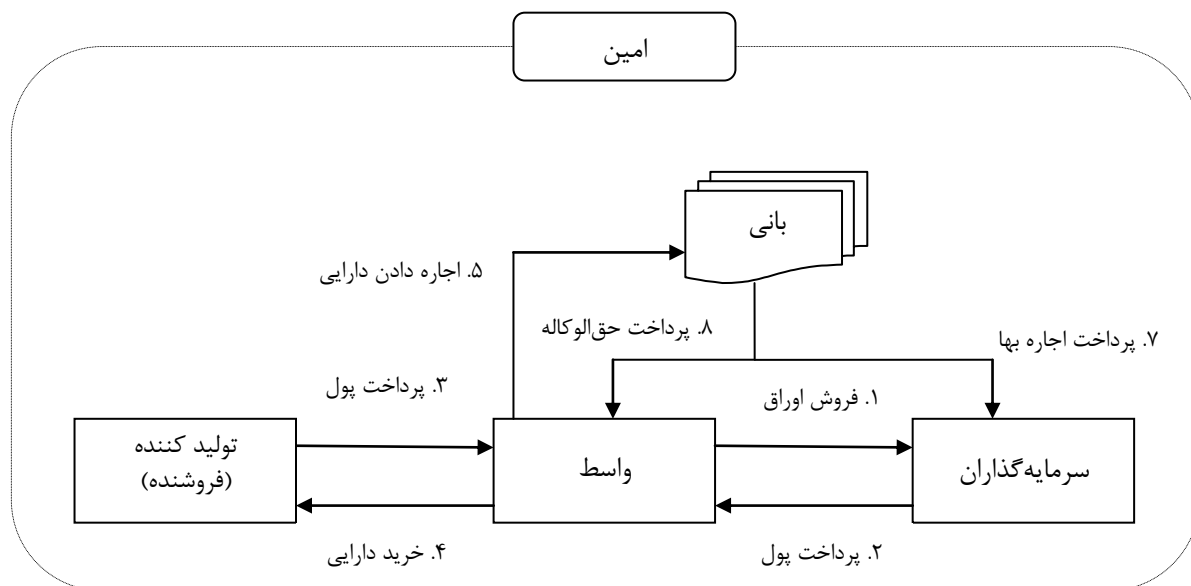
انواع اوراق اجاره

اوراق اجاره را می توان به روش های مختلفی دسته بندی کرد. این اوراق را براساس نوع عقد می توان به دو دسته اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک و براساس بانی به دو دسته شرکت های عادی و مؤسسات مالی (بانک ها و مؤسسات مالی و اعتباری غیر بانکی و لیزینگ ها) تقسیم نمود. البته هر یک از این انواع، خود دارای دسته بندی های دیگری نیز هستند. در یک تقسیم بندی کلی دیگری نیز می توان اوراق اجاره را با توجه به هدف انتشار به سه دسته شامل اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم نمود.

۱. اوراق اجاره تأمین دارایی:

اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراقی است که در آن واسط، یک دارایی (یا مجموعه ای از دارایی ها) را به نیابت از سرمایه گذاران، از فروشنده ای خریداری نموده و به بانی اجاره می دهد. فرآیند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی در نگاره ۱ آورده شده است. از آنجا که در این حالت، اوراق اجاره جهت به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسط منتشر می شود، لذا از این پس به اوراقی که طی چنین فرآیندی منتشر می شوند اوراق اجاره تأمین دارایی گفته می شود.

کاری که شرکت واسط در این اوراق انجام می دهد، شبیه کاری است که شرکت های لیزینگ انجام می دهند. با این تفاوت که در شرکت های لیزینگ، باید منابع مالی از محل آورده شرکت یا (در موارد معدودی) از اخذ تسهیلات بانکی تأمین گردد؛ حال آنکه در اوراق اجاره واسط که در جایگاه شرکت لیزینگ قرار دارد با انتشار اوراق اجاره از مردم مبالغی را جمع آوری می کند، وجوه حاصل را صرف خرید دارایی می کند و آن را به بانی اجاره می دهد و غیر از این اجاره خاص، هیچ فعالیت دیگری انجام نمی دهد.



نگاره ۱: فرآیند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی

در صورتی که قرارداد اجاره از نوع عملیاتی (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می شود. در سررسید اوراق، واسط آن عین مستأجره را تحویل گرفته و در بازار به فروش می رساند. در این حالت واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله برداشته و مابقی را به صاحبان اوراق می پردازد.

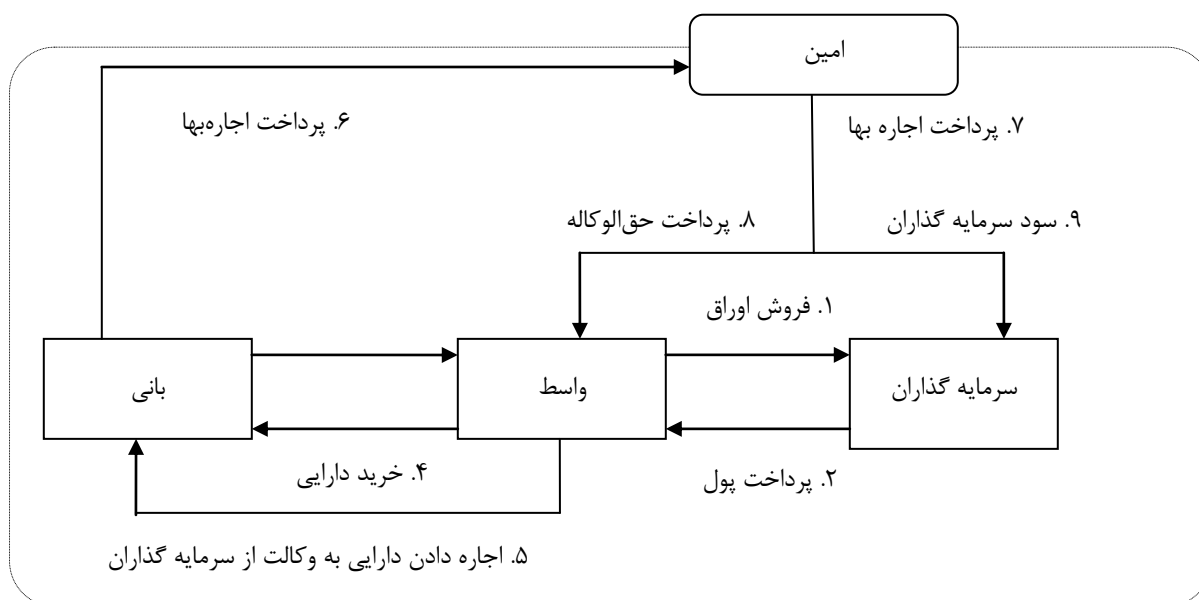
در این صورت درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید و فروش دارایی اجاره داده شده در سررسید اجاره که ممکن است این تفاوت با توجه به نوع دارایی مثبت یا منفی باشد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق از دو بخش ثابت شامل اجاره بهای دریافتی و متغیر شامل سود یا زیان ناشی از تغییر قیمت دارایی در پایان دوره اجاره عملیاتی تشکیل می شود. به عنوان مثال اگر زمین، دارایی مبنای قرارداد اجاره باشد در چنین شرایطی، در پایان سررسید اوراق (با توجه به شرایط کشورمان) قیمت زمین احتمالاً افزایش خواهد یافت. در این حالت سرمایه گذاران از محل افزایش قیمت زمین نیز سود به دست خواهند آورد زیرا زمین در بازار به قیمت روز به فروش خواهد رسید و میزان درآمد آن بین سرمایه گذاران تقسیم خواهد شد.

در صورتی که اجاره از نوع سرمایه‌ای (به شرط تملیک) باشد، واسط عین مستأجره را به صورت اجاره به شرط تملیک یا اجاره با شرط اختیار فروش به بانی، در اختیار وی قرار می دهد. در قرارداد اجاره شرط می شود در سررسید اوراق، عین مستأجره را به بانی تملیک می کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله بر می دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه که به طور معمول بیشتر از روش قبل است زیرا در این نوع از اجاره، ارزش دارایی (عین مستأجره) نیز در اجاره بهای پرداختی گنجانده می شود. درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.

این اوراق برای شرکتهایی مناسب است که نیاز به یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها داشته باشند یعنی شرکت بیشتر نیازمند دارایی ثابت باشد تا دارایی جاری. به عنوان مثال شرکت‌های هواپیمایی، شرکت‌های نفتی، شرکت‌های کشتیرانی، شرکت‌های حمل و نقل و شرکت‌های تولیدی می‌توانند جهت خرید هواپیما، دکل، کشتی و یا سایر دارایی‌های ثابت، از این اوراق استفاده نمایند.

۲. اوراق اجاره تأمین نقدینگی:

در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف آن‌ها یک دارایی ثابت مشهود را از بانی خریداری کرده سپس به همان بنگاه اجاره می‌دهد. به عبارت دیگر این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد است. در این حالت بانی با استفاده از اوراق اجاره، اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می‌کند. به بیان ساده می‌توان گفت بانی توانسته است با وثیقه قرار دادن دارایی، مبلغی را جهت رفع نیازهای نقدینگی خود کسب نماید. این عامل سبب نامگذاری این اوراق به اوراق تأمین نقدینگی شده است، زیرا شرکتی که نیازمند وجه نقد است دارایی خود را می‌فروشد و آن را به شرط تملیک مجدداً اجاره می‌کند. در این نوع از اوراق نیز اجاره دارایی به صورت مختلف قابل تصور است. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی در نگاره ۲ آورده شده است.



نگاره ۲: فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی

در صورتی که اجاره مورد استفاده در اوراق اجاره تأمین نقدینگی از نوع سرمایه‌ای باشد، واسط پس از انتشار اوراق و خرید دارایی (عین مستأجره) از بانی، مجدداً آن را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می‌دهد. بنابراین دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخص به بانی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود واسط در سررسید، دارایی را به بانی تملیک کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله بر می‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه که به طور معمول مقدار اجاره-بها (به دلیل اینکه اجاره از نوع سرمایه‌ای است) بیشتر از روش اجاره عملیاتی می‌باشد. از این رو درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.

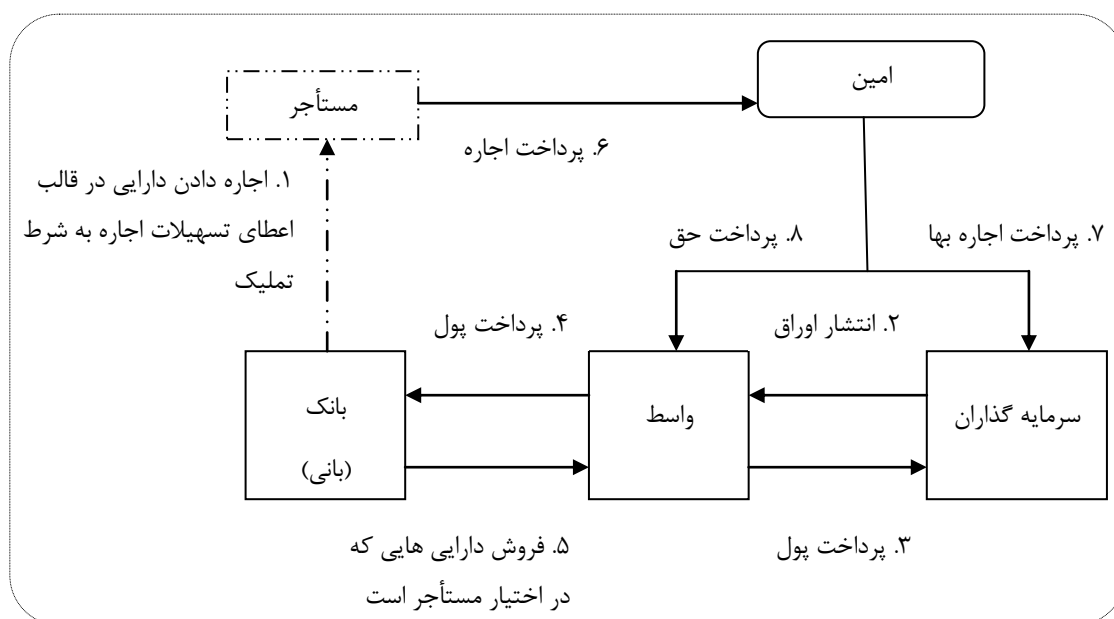
در این نوع از اوراق، نمی‌توان اجاره عملیاتی را متصور نمود. زیرا بانی تنها به دنبال کسب وجه نقد جهت وضعیت مالی خود است و دارایی ثابت نقش حیاتی در ادامه فعالیت وی دارد. اگر دارایی در پایان سررسید قابلیت بهره‌برداری را نداشته باشد، بنابراین اجاره عملیاتی نیز قابل تصور نیست چون در پایان این مدت دارایی ارزشی ندارد. لیکن اگر قابلیت استفاده را داشته باشد منطقی به نظر نمی‌رسد که بانی دارایی را به سرمایه‌گذاران جهت فروش در بازار بدهد زیرا بانی می‌تواند بدون نیاز به هزینه کردن جهت خرید یک دارایی جدید از همان دارایی قبلی خود استفاده می‌کند. از این رو در این حالت تنها اجاره سرمایه‌ای قابل تصور است. مگر آنکه دارایی پایه، در فعالیت‌های عملیاتی بانی نقش مهمی نداشته باشد. به عنوان مثال اگر شرکتی تولیدی قطعه زمینی داشته باشد که از آن استفاده‌ای نمی‌کند و آن را دارایی پایه جهت انتشار اوراق قرار دهد، می‌توان اجاره عملیاتی را نیز در این حالت متصور شد اما اگر دارایی پایه ماشین‌آلات و تجهیزات اصلی یک شرکت باشد، آنگاه نمی‌توان اجاره عملیاتی را در نظر گرفت. بنابراین شرکت‌هایی که با مشکل سرمایه در گردش مواجه هستند می‌توانند به کمک این اوراق، یک یا چند دارایی خود را به فروش رسانند و با کسب وجه نقد و نیز اجاره مجدد دارایی خود، مشکلات مالی را تا حدی مرتفع سازند.

۳. اوراق اجاره رهنی:

نوع سوم اوراق اجاره بیشتر مورد استفاده بانک‌ها، لیزینگ‌ها و مؤسسات اعتبار دهنده می‌باشد. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخت کرده است را به شخص ثالثی (واسط) می‌فروشد. بر این اساس ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس دارایی-

هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در طی زمان به افراد مختلفی داده است را از وی خریداری می‌نماید. با فروش این دارایی‌ها رابطه بانی و واسط قطع می‌شود و واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک دارایی‌هایی می‌شود که بانک (بانی) آن‌ها را قبلاً به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار نموده است. فرآیند عملیاتی این اوراق در نگاره ۳ آورده شده است.

براساس این مدل، بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی، تعاونی‌های اعتبار و شرکت‌های لیزینگ می‌توانند دارایی‌هایی را که قبلاً به شخص یا اشخاصی به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار نموده‌اند را به واسط بفروشند. با این نقل و انتقال رابطه بین بانی و واسط کاملاً قطع خواهد شد. با توجه به شرایط این دسته از نهادهای مالی که تسهیلات خود را تنها به صورت اجاره سرمایه‌ای اعطا می‌کنند، لذا تنها می‌توان اوراق اجاره سرمایه‌ای (به شرط تملیک) را برای این دسته از اوراق طراحی نمود. از این رو درآمد صاحبان اوراق در این حالت کاملاً قابل پیش‌بینی است. این اوراق را می‌توان نوع خاصی از اوراق رهنی در نظر گرفت.



نگاره ۳: فرآیند عملیاتی این اوراق

ارکان اوراق اجاره

به طور کلی جهت انتشار ابزارهای تامین مالی نیازمند اشخاص حقوقی می باشد که به عنوان ارکان انتشار، به ایفای وظایف خود اقدام نمایند. این ارکان شامل:

۱. بانی
۲. نهاد واسط
۳. ضامن
۴. متعهد پذیره نویس
۵. مشاور عرضه
۶. عامل فروش
۷. بازارگردان
۸. عامل پرداخت سود

بانی: شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق اجاره می نماید.

نهاد واسط: در قالب حقوقی توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی (سهامی خاص) « شرکت با مسئولیت محدود » براساس مقررات، تشکیل می گردد. فعالیت شرکت و اداره آن براساس قانون تجارت و اساسنامه شرکت انجام خواهد شد.

به صورت سهامی خاص با موضوع تأسیس « مدیریت دارایی مرکزی » به منظور نظارت بر نهادهای واسط، شرکت و اداره نهاد واسط براساس مقررات تشکیل می شود. این شرکت یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار است و سازمان بورس و اوراق بهادار در آن سهامدار نمی باشد.

ضامن: شخص حقوقی است که پرداخت مبالغ اجاره بها و حسب مورد بهای خرید دارایی مورد اجاره توسط بانی به نهاد واسط را تضمین می نماید. ضامن توسط بانی معرفی و صرفاً از میان بان کها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه ها و شرکتهای تأمین سرمایه، شرکت های سرمایه گذاری یا نهادهای عمومی مورد تأیید سازمان تعیین می شود. ضامن باید مستقل از بانی بوده و استقلال آن توسط حسابرس بانی تأیید گردد.

متعهد پذیره نویس: شخص حقوقی است که تعهد می نماید در صورت عدم فروش کامل اوراق منتشره در دوره پذیره نویسی نسبت به خرید اوراق باقیمانده اقدام نماید. که توسط بانی معرفی و پس از تایید سازمان بورس و اوراق بهادار مبنی بر کفایت سرمایه لازم، مورد قبول قرار می گیرد.

مشاور عرضه: شرکت کارگزاری دارای مجوز مشاور عرضه و یا شرکت تامین سرمایه که به عنوان نماینده قانونی ناشر نزد مراجع ذیصلاح و سازمان بورس و اوراق بهادار م یباشد و نسبت به تهیه گزارشات و بیانیه ثبت مورد نیاز سازمان و مدارک مورد نیاز جهت اخذ مجوز ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار، اقدام می نماید.

عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق اجاره از طرف ناشر برای فروش اقدام م ینماید. عامل فروش اوراق اجاره از بین بانک ها یا مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی و شرکتهای تامین سرمایه، شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران توسط بانی تعیین می گردد.

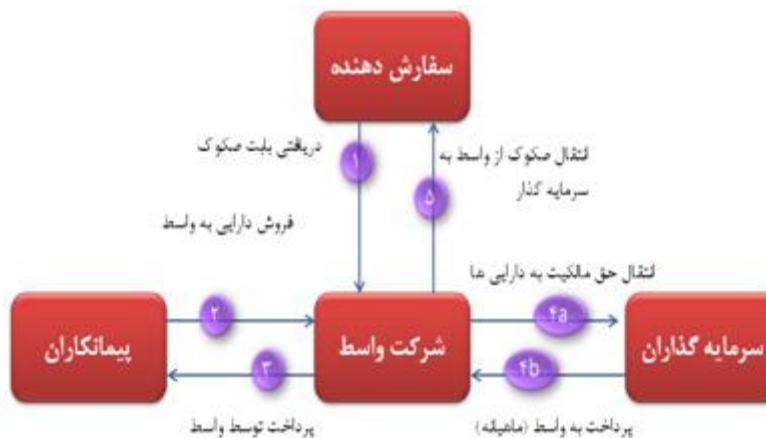
بازارگردان: شرکت کارگزاری دارای مجوز مشاور عرضه و یا شرکت تامین سرمایه که تعهد م ینماید در مدت زمان انتشار تا سررسید اوراق اجاره نسبت به بازارگردانی و نقدشوندگی اوراق اجاره اقدام نماید به عبارت دیگر زمانی که متقاضی فروش برای اوراق وجود داشته باشد و کسی نسبت به خرید اوراق اقدام ننماید، موظف است نسبت به خرید اوراق اقدام نماید.

عامل پرداخت: شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت های مرتبط با اوراق اجاره در سررسیدهای معین به سرمایه گذاران اقدام می نماید.

صکوک سلم، که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می کند و در مقابل تعهد می کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. بنابراین پرداخت وجه، نقداً (آنی) انجام می شود اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می افتد.

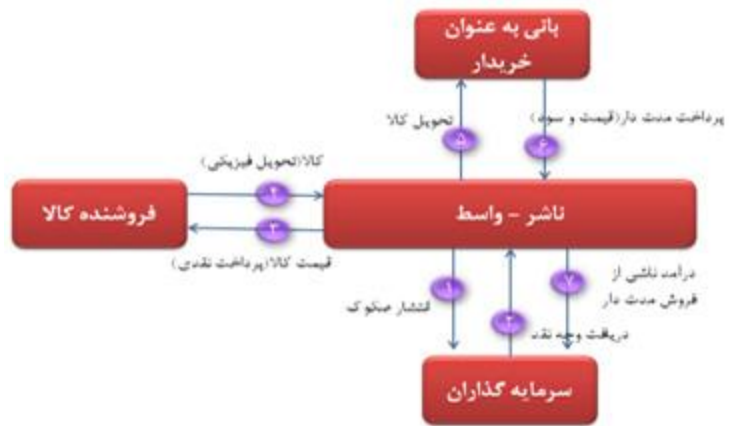
صکوک استصناع، منظور از استصناع، خرید کالایی است که طبق سفارش خریدار تهیه می گردد. صکوک استصناع، اسناد و گواهی های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت

کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صکوک می‌باشد. ناشر صکوک استصناع، تولید کننده کالا است. پذیره‌نویس آن، خریداران کالای مورد نظر و وجوه جمع‌آوری شده، هزینه ساخت کالا است.



صکوک مضاربه، گواهی‌هایی که نشان‌دهنده پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی هستند که طبق قرارداد مضاربه مدیریت می‌شوند و طبق سازوکار معرفی یکی از طرفین به عنوان مضارب جهت مدیریت عملیات، صورت می‌گیرد. "صکوک مضاربه برای استفاده از مشارکت عموم در طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری کاربرد دارد. **صکوک مشارکت**، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تامین مالی کسب‌وکارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود. دارندگان صکوک به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند. صکوک مشارکت را می‌توان در بازارهای دست دوم مورد معامله قرار داد.

صکوک مرابحه، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از یک کالای مرابحه می‌باشد و برای تامین مالی کالای مرابحه منتشر می‌شود. در این صکوک، ناشر صکوک، فروشنده کالای مرابحه به حساب می‌آید؛ پذیره‌نویس، خریدار کالا (مالک کالای مرابحه) و وجوه دریافتی نیز هزینه خرید کالا به حساب می‌آید. صکوک مرابحه قابل معامله در بازار ثانویه نیست؛



منابع و ماخذ:

- ۱- رحمانی ، علی و شیدایی ، علی ، شناخت صنعت لیزینگ در ایران و جهان ، انتشارات نیاز دانش ، ۱۳۹۲
- ۲- رحمانی ، علی ، تامین منابع مالی شرکت های لیزینگ ، همایش صنعت لیزینگ ، فرصت ها و چالش ها ، ۱۳۸۴
- ۳- حنیفی ، فرهاد ، لیزینگ ، جلد اول اصول و مفاهیم ، انتشارات سرخ ، ۱۳۹۰
- ۴- عزیزی ، فیروزه ، ابزارهای مالی کاربرد پذیر در بازارهای مالی اسلامی، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، ۱۳۸۶
- ۵- سازمان بورس و اوراق بهادار ، کتاب مجموعه مقالات همایش ملی نقش بازار سرمایه در تامین مالی ، ۱۳۸۹
- ۶- تامین سرمایه بانک ملت ، راهنمای انتشار صکوک اجاره در ایران ، همایش تامین مالی ، ۱۳۹۰