





مقدمه

امروزه با گسترش فعالیت‌های تولیدی و خدماتی، نیاز به تأمین منابع مالی بیش از پیش نمایان شده است. تا چندی پیش، ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه محدود به سهام و اوراق مشارکت بود. پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۱۳۸۸، بستر قانونی لازم جهت انتشار ابزارهای متنوع مالی فراهم شده است تا خلأ ناشی از کمبود تنوع ابزارهای مالی مرتفع شود. از جمله این ابزارها، می‌توان به اوراق اجاره اشاره کرد که ابزاری مناسب برای بسیاری از بنگاه‌های کشور محسوب می‌شود.

بر اساس قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸ یک نهاد مالی جدید به نام نهاد واسط تعریف و برخی از معافیت‌های مالیاتی برای آن در نظر گرفته شد. بر اساس ماده یک این قانون، "نهاد واسط یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید". در مواد ۱۱ و ۱۲ این قانون نیز معافیت‌های مالیاتی برای ابزارهای مالی اسلامی، که توسط این نهاد منتشر می‌شوند، در نظر گرفته شده است. هم‌اکنون انتشار این ابزار در چند نوبت از طریق فرابورس صورت گرفته است و امید می‌رود استفاده از این دسته از ابزارهای مالی توسعه یابد.

ماهیت اوراق اجاره

بر اساس ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، اوراق اجاره اوراق بهاداری است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود. در اوراق اجاره حق استفاده از منافع

یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در قبال اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. از آنجا که این اوراق بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

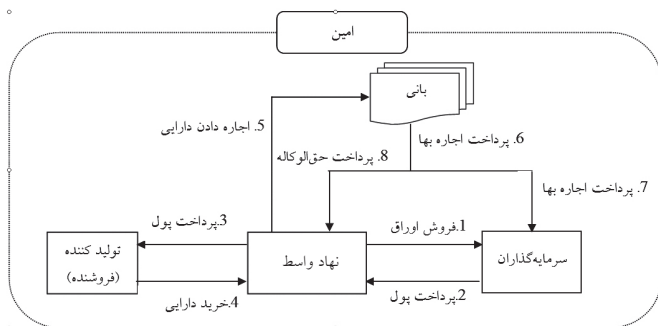
روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که یک نهاد مالی به نام نهاد واسط با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع‌آوری می‌کند. سپس با استفاده از آن، یک دارایی را خریداری کرده و به یک شخص حقوقی، که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌نماید و به آن بانی گفته می‌شود، اجاره می‌دهد. از آنجا که کالاهای مذکور با استفاده از منابع صاحبان اوراق خریداری می‌شود، آنان مالک کالاها و به تبع آن مالک اجاره‌بها هستند. بنابراین، افراد با پرداخت پول نقد و دریافت اوراق اجاره به نهاد واسط و کالت می‌دهند که پول آنان را به صورت مشاع همراه با پول سایر متقاضیان اوراق اجاره، برای خرید یک دارایی صرف کند. سپس، آن دارایی را به صورت اجاره در اختیار متقاضی (بانی) قرار دهد. سود دارندگان اوراق اجاره، همان اجاره بهایی است که بانی در سررسیدهای مختلف پرداخت می‌کند.

طراحی مالی اوراق اجاره

اوراق اجاره را می‌توان در یک تقسیم‌بندی کلی، مبتنی بر هدف انتشار به سه دسته اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم کرد.

۱. **اوراق اجاره تأمین دارایی:** اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراقی است که در آنها نهاد واسط، یک دارایی (یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها) را به نیابت از سرمایه‌گذاران، از فروشنده‌ای خریداری می‌کند و به بانی اجاره می‌دهد.

فرایند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی در نگاره زیر آمده است:

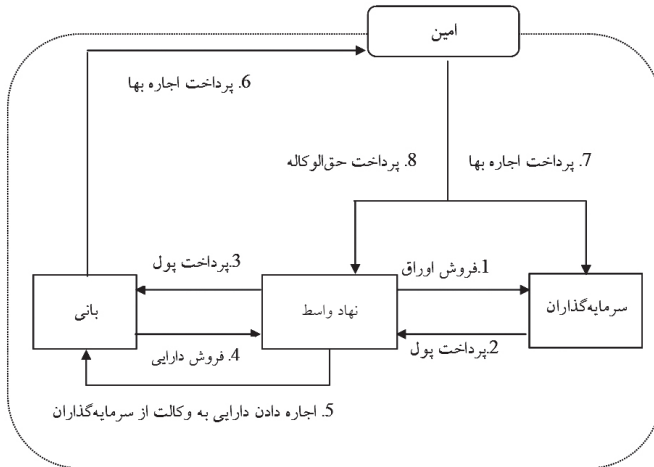


در صورتی که قرارداد اجاره از نوع عملیاتی (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می‌شود. در سررسید اوراق، نهاد واسط آن دارایی را تحویل می‌گیرد و در بازار به فروش می‌رساند. در این حالت، نهاد واسط قیمت فروش دارایی را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

در صورتی که اجاره از نوع سرمایه‌ای (به شرط تملیک) باشد، نهاد واسط دارایی را به صورت اجاره به شرط تملیک یا اجاره با شرط اختیار فروش به بانی، در اختیار وی قرار می‌دهد. در قرارداد اجاره شرط می‌شود که نهاد واسط در سررسید اوراق، دارایی را به بانی تملیک می‌کند. در این صورت نیز اجاره‌بهای پرداختی به صاحبان اوراق تعلق می‌گیرد.

این اوراق برای شرکت‌هایی مناسب است که به یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها نیاز داشته باشند؛ یعنی، شرکت بیشتر نیازمند دارایی ثابت باشد تا دارایی جاری.

۲. **اوراق اجاره تأمین نقدینگی:** در این نوع از اوراق اجاره، نهاد واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف آنها دارایی ثابتی را از بانی خریداری می‌کند و سپس به وی اجاره می‌دهد. به عبارت دیگر، این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجددند. در این حالت، بانی با استفاده از اوراق اجاره اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می‌کند. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی در نگاره زیر آورده شده است:

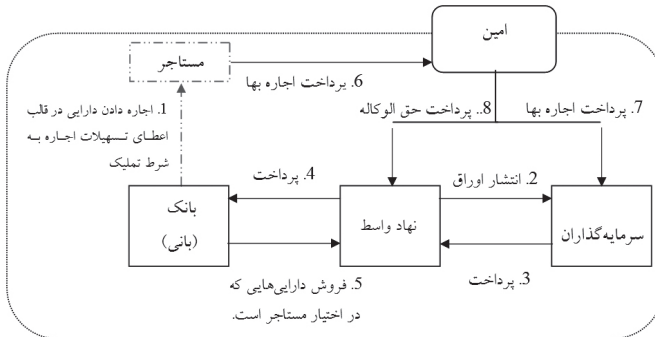


در صورتی که اجاره مورد استفاده در اوراق اجاره تأمین نقدینگی از نوع سرمایه‌ای باشد، واسط پس از انتشار اوراق و خرید دارایی از بانی، مجدداً آن‌را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می‌دهد. بنابراین، دارایی در مقابل اجاره‌بهای معین برای مدت مشخص به بانی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود که نهاد واسط در سررسید، دارایی را به بانی تملیک کند. در این حالت، درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره‌بهای ماهانه، و از این رو درآمد صاحبان اوراق در این



صورت کاملاً قابل پیش‌بینی است.

۳. اوراق اجاره رهنی: نوع سوم اوراق اجاره بیشتر مورد استفاده بانک‌ها، لیزینگ‌ها و مؤسسات اعتباردهنده است. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی را که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخت کرده است، به شخص ثالثی (نهاد واسط) می‌فروشد. بر این اساس، ابتدا نهاد واسط اوراق اجاره را منتشر می‌کند و سپس دارایی‌هایی را 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 نهاد واسط قطع می‌شود و نهاد واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک دارایی‌هایی می‌شود که بانک (بانی) آنها را قبلاً به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار کرده است. فرایند عملیاتی این اوراق در نگاره زیر آمده است:



مزایای انتشار اوراق اجاره

انتشار اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران و خریداران این اوراق دارای مزایای زیر است.

۱. تنوع بخشیدن به سبد دارایی‌ها
۲. کسب بازده متناسب با ریسک



۳. کسب سود ثابت از پیش تعیین شده با کمترین ریسک.

انتشار اوراق اجاره نیز برای شرکت‌های ناشر چنین مزایایی دارد:

۱. امکان تأمین مالی برای در اختیار گرفتن یک یا مجموعه‌ای از

دارایی‌های معین

۲. امکان تأمین مالی با استفاده از اوراق اجاره تأمین نقدینگی و تبدیل

دارایی‌ها به اوراق بهادار

۳. امکان مدیریت و بهینه‌کردن هزینه سرمایه شرکت به کمک ابزارهای

متنوع تأمین مالی و در نتیجه، افزایش ثروت سهام‌داران شرکت.