

همایش لیزینگ و تأمین مالی

صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای لیزینگ:

راهکاری نوین برای تأمین مالی پایدار در صنعت لیزینگ ایران

علی رحمانی^{۱*}، سمیرا موفق^۲

تاریخ ارسال:

چکیده:

این مقاله به بررسی نقش صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای اجاره به‌عنوان راهکاری نوین برای تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ می‌پردازد. در شرایط کنونی اقتصاد ایران، شرکت‌های لیزینگ با چالش‌های متعددی در زمینه تأمین مالی مواجه هستند. تفاوت نرخ تأمین مالی و نرخ سود قراردادهای لیزینگ، محدودیت‌های نقدینگی و وابستگی به منابع بانکی از جمله مهم‌ترین این چالش‌ها محسوب می‌شوند. صنعت لیزینگ به‌عنوان یکی از ارکان تأمین مالی در اقتصاد جهانی، نقش بسزایی در تسهیل دسترسی به تجهیزات و دارایی‌های سرمایه‌ای دارد. با توجه به محدودیت‌های موجود در تأمین مالی سنتی، استفاده از ابزارهای نوین مالی همانند اوراق بهادارسازی اقساط قراردادهای لیزینگ (اجاره و فروش اقساطی) و نیز صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای لیزینگ می‌تواند راهگشای مشکلات این صنعت باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که این صندوق‌ها با ایجاد ساختار دوگانه ضمانتی (شامل وثایق مستقیم از مشتریان و تعهدات شرکت لیزینگ) و بهره‌گیری از مزایای اوراق بهادارسازی، می‌توانند به‌عنوان راهکاری کارآمد برای تأمین مالی پایدار عمل کنند. مزایای این روش شامل تنوع بخشی منابع مالی، کاهش هزینه‌های تأمین مالی، بهبود مدیریت ریسک و افزایش شفافیت در بازار است. با این حال، موفقیت این ابزار مالی مستلزم توجه به الزاماتی همچون تدوین چارچوب قانونی مناسب، توسعه زیرساخت‌های لازم و مدیریت مؤثر ریسک‌های عملیاتی و اعتباری است. این پژوهش با بررسی تجربیات جهانی و تحلیل شرایط بازار داخلی، چارچوبی برای پیاده‌سازی موفق این ابزار مالی و صندوق سرمایه‌گذاری در صنعت لیزینگ ایران ارائه می‌دهد.

واژگان کلیدی: صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای لیزینگ، تأمین مالی لیزینگ، اوراق بهادارسازی لیزینگ، اوراق مبتنی بر دارایی،

^۱ استاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. rahmani@alzahra.ac.ir

^۲ دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. S.Movaffagh@alzahra.ac.ir

۱. مقدمه:

در شرایط فعلی اقتصاد تورمی ایران، نرخ تأمین مالی در بازارهای مختلف روند صعودی دارد. شرکت‌های لیزینگ موظف‌اند نرخ سود قراردادهای لیزینگ را سه درصد بیشتر از نرخ تسهیلات عقود بانک‌ها تعیین کنند، درحالی‌که بهای تمام شده منابع مالی آنها به مراتب بالاتر از این نرخ است. لیزینگ‌ها نمی‌توانند از بانک‌ها با نرخ‌های سود مصوب تأمین مالی کنند و اگر یک شرکت لیزینگ منابع مالی را از بازار بدهی با انتشار اوراق بدهی اعم از صکوک یا مشارکت تأمین کنند، باید نرخ تمام شده‌ای بالاتر از ۳۵ درصد را تحمل کنند و در قراردادهای تسهیلاتی خود با مشتریان نرخ سود تسهیلات را ۲۶ درصد قرار دهد. به عبارت دیگر، سود تسهیلات اعطایی کمتر از بهای تمام شده منابع مالی است و زیان ناخالص را به دنبال دارد. علاوه بر مشکل نرخ، بانک‌ها در شرایط فعلی امکان اعطای اعتبار در سقف‌های مورد تقاضای لیزینگ‌ها را ندارند. نرخ بهره یک متغیر کلان و ریسک سیستماتیک و ابزار سیاست پولی است که لیزینگ‌ها کنترلی بر آن ندارند ولی می‌توانند این ریسک را مدیریت کنند. ولی تنوع ابزارهای تأمین مالی ریسک اتکال‌پذیری بیش از حد به منابع بانکی را کاهش می‌دهد. در دهه قبل دو شرکت لیزینگ جامع سینا و لیزینگ سپهر صادرات از طریق اوراق بهادار سازی دارایی‌ها (فروش و اجاره مجدد املاک)، و لیزینگ رایان سایپا از طریق صکوک اجاره برای خرید املاک تأمین مالی کرده‌اند. ایران خودرو نیز از طریق انتشار اوراق رهنی روی چک‌های دریافتی از مشتریان بابت فروش قسطی خودرو، اقدام به تأمین مالی از بازار نموده است. هر چهار مورد انتشار اوراق از طریق یک نهاد واسطه مالی خاص هر انتشار صورت گرفته است. سه مورد اول انتشار اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌ها (ABS^۳)، و مورد آخر انتشار اوراق بهادار مبتنی بر وام رهنی (MBS^۴) است. این اوراق از طریق عرضه عمومی به فروش رسیده‌اند. این که چرا شرکت‌های لیزینگ از این ابزارها استفاده نمی‌کنند نیاز به بررسی دقیق‌تری دارد. شاید علاوه بر ساختار پیچیده، فرآیند طولانی اخذ مجوز از سازمان بورس، تودیع وثایق نزد بانک‌ها برای دریافت تعهد پرداخت (تضمین بانک)، نرخ بالای سود و نوسان نرخ سود در طول دوره انتشار اوراق بتواند این عدم استفاده را توجیه کند.

به منظور رفع چالش‌های مذکور، می‌توان از صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای لیزینگ به عنوان راهکاری برای تأمین مالی استفاده کرد. این صندوق می‌تواند به شرکت‌های لیزینگ کمک کند تا منابع مالی مورد نیاز خود را با نرخ مناسب‌تر و پایدارتر تأمین کنند. امکان ایجاد یک صندوق سرمایه‌گذاری که به طور اختصاصی در قراردادهای اجاره شرکت‌های لیزینگ سرمایه‌گذاری کند، وجود دارد. این نوع صندوق‌ها می‌توانند به عنوان یک ابزار مالی جذاب برای سرمایه‌گذارانی عمل کنند که به دنبال بازدهی پایدار و نسبتاً کم‌ریسک هستند.

^۳ Assets Backed Securities

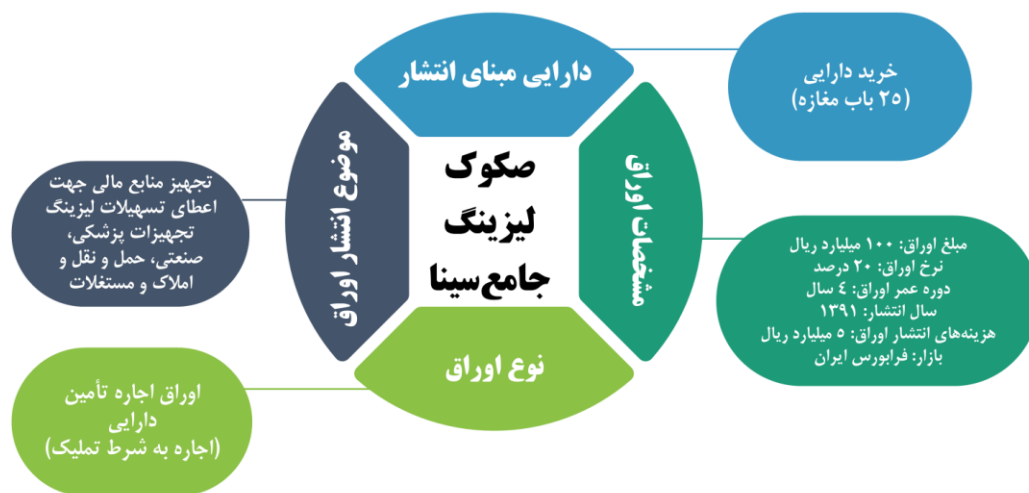
^۴ Mortgage Backed Securities

۲. تجربه انتشار صکوک اجاره در شرکت های لیزینگ:

با بررسی وبگاه شرکت مدیریت دارایی مرکزی مشخص شد تاکنون سه شرکت لیزینگ اقدام به انتشار صکوک اجاره بر مبنای دارایی (املاک نموده اند). انتشار اوراق بهادار بر مبنای دارایی ها (ABS) در واقع اوراق بهادار سازی^۵ دارایی ها نامیده می شود. مشخصات این انتشار به شرح زیر می باشد:

۱-۲. شرکت لیزینگ جامع سینا

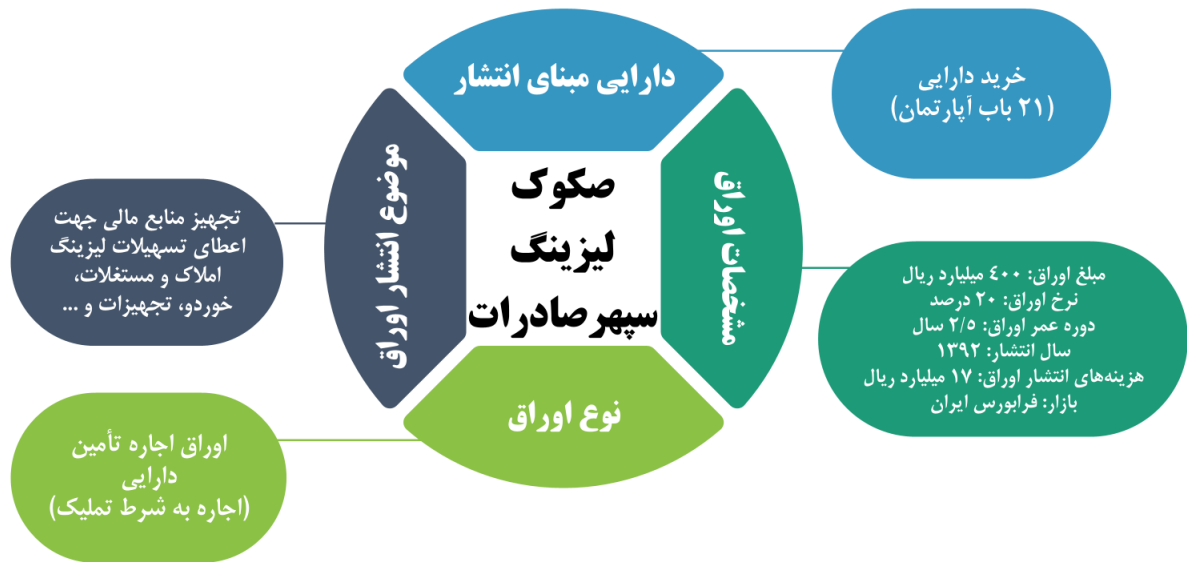
در نمودار زیر جزئیات انتشار اوراق توسط لیزینگ جامع سینا ارائه شده است.



این اولین انتشار اوراق و در زمانی انجام شد که نرخ سود بانکی حدود ۱۹ درصد بود. بانک ایران زمین به عنوان تضمین کننده اصل و سود اوراق، با شرکت دارایی مرکزی (مدیر نهاد واسط انتشار اوراق) و شرکت لیزینگ قرارداد سه جانبه ای منعقد کردند و همین قرارداد مبنای ضمانت و تعهد پرداخت بانک قرار گرفت. کل هزینه های مرتبط با انتشار اوراق اعم از ضمانت بانک، تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی برای مدت ۴ سال ۵ درصد (متوسط سالانه ۱/۲۵ درصد) می باشد. سود هر سه ماه یک بار پرداخت می شد. نرخ موثر این تأمین مالی حدود ۲۲ درصد می باشد.

۲-۲. شرکت لیزینگ سپهر صادرات

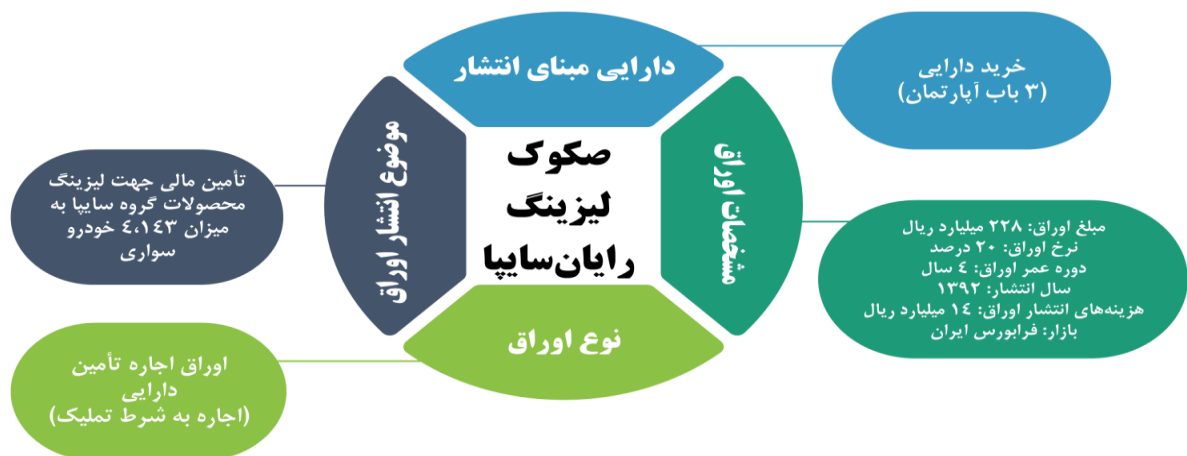
این اوراق نیز در زمان رکود بازار مسکن بر مبنای املاک این شرکت منتشر شد. جزئیات این انتشار به شرح زیر است:



این اوراق نیز در زمان مناسبی منتشر شد و هزینه‌های جانبی انتشار برای دو سال و نیم ۴/۲۵ درصد (متوسط سالانه ۱/۷ درصد) می‌باشد.

۳-۲. شرکت لیزینگ رایان سایا

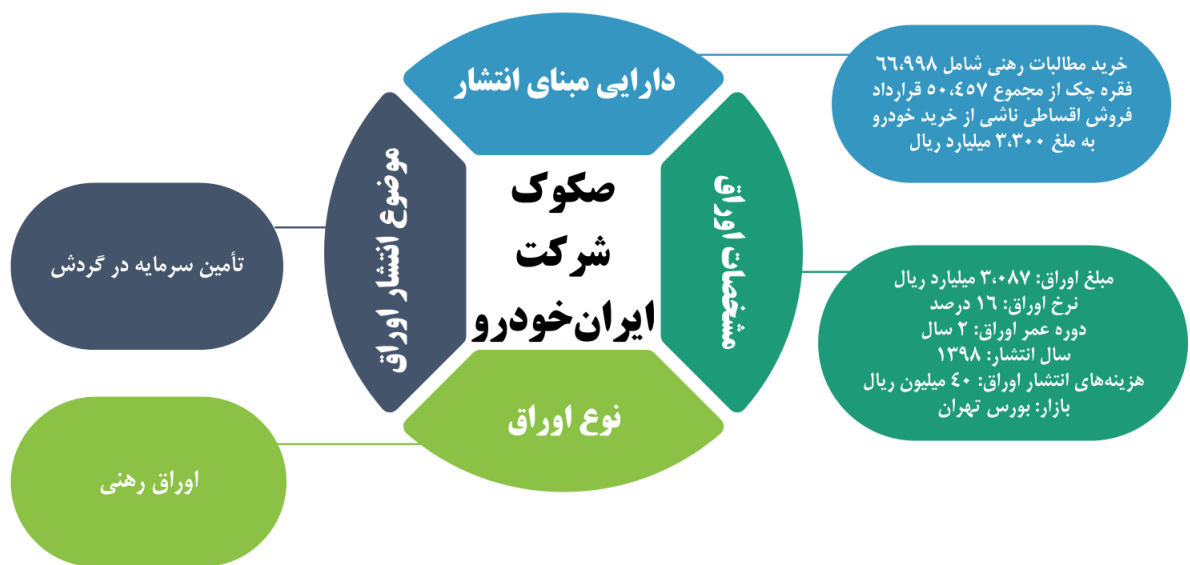
این شرکت نیز اقدام به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها (املاک) نمود. ویژگی‌های این انتشار به شرح زیر است:



این اوراق نیز با نرخ سود ۲۰ درصد و پرداخت‌های سود سه ماهه با هزینه‌های جانبی انتشار ۶/۱۴ درصد برای ۴ سال (متوسط ۱/۵۳ درصد) منتشر شد و نرخ موثر آن حدود ۲۲ درصد می‌باشد.

۳. تجربه انتشار اوراق رهنی توسط ایران خودرو

با عنایت به این که شرکت‌های لیزینگ در قالب عقود اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی فعالیت می‌کنند تجربه ایران خودرو در اوراق بهادار سازی اقساط فروش خودروهای سواری می‌تواند الگوی مناسبی باشد.



نرخ این اوراق و نیز هزینه‌های انتشار آن در مقطع زمانی انتشار بسیار مناسب ارزیابی می‌شود.

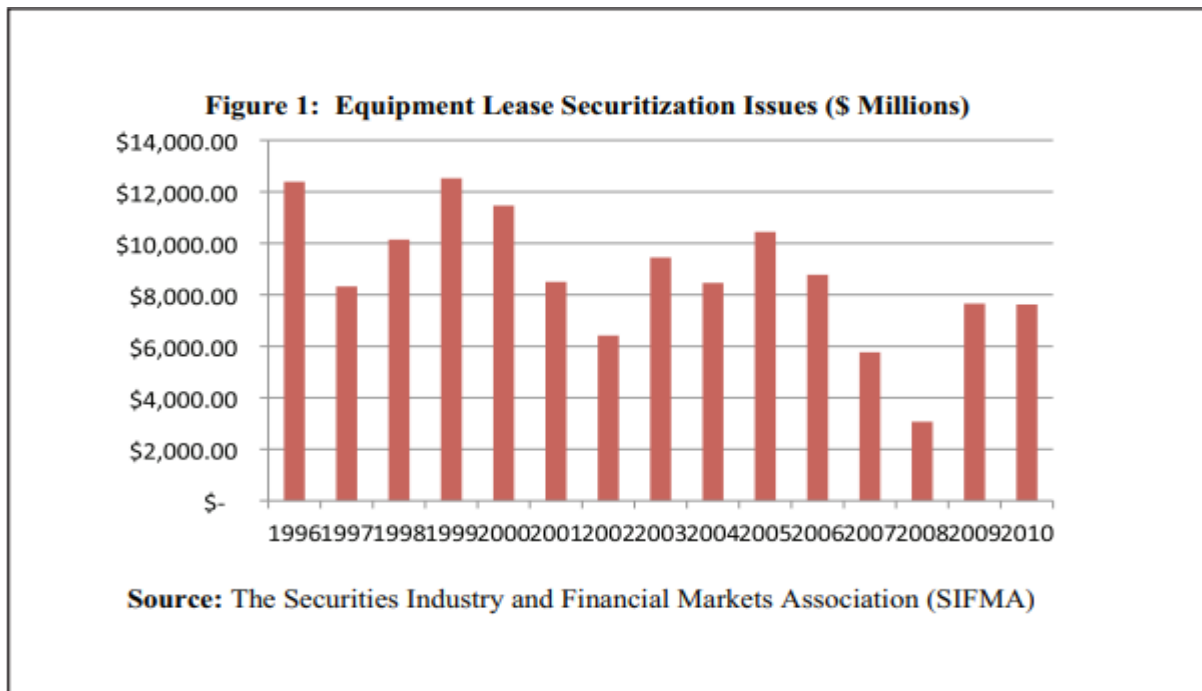
۴. ارکان اصلی اوراق اجاره:

برای انتشار اوراق اجاره، چهار نهاد ایفای نقش می‌کنند: بانی، واسط، ضامن، و متعهد پذیره نویسی و بازارگردان. بانی: شخص حقوقی است که به منظور تأمین مالی خود، تقاضای انتشار اوراق اجاره می‌کند و می‌تواند با استفاده از این وجوه اوراق، دارایی‌ها را از واسط اجاره کند. در مثال‌های فوق این همان شرکت لیزینگ است. واسط (ناشر): نهاد مالی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران، مسئولیت نظارت بر کل فرایند عملیاتی اوراق اجاره را برعهده دارد. هدف از این نظارت، حفظ منافع سرمایه‌گذاران در چارچوب ضوابط اجرایی انتشار اوراق اجاره است. نهاد واسط یک شرکت کاغذی با مسئولیت محدود است که توسط شرکت مدیریت دارایی‌های مرکزی اداره می‌شود و کارکردش فقط انتشار یک مورد اوراق است. ضامن: نهادی است که ضمانت پرداخت اجاره‌بها و اصل مبلغ اوراق را بر عهده می‌گیرد. این نهاد می‌تواند بانک، مؤسسه مالی یا شرکت بیمه باشد.

متعهد پذیره نویسی و بازارگردان: نهادی است که فروش اوراق در بازار اولیه را تضمین و نقدشوندگی اوراق در بازار ثانویه را متعهد می‌شود. در عرضه‌های عمومی این نهاد لازم و ضروری است ولی در عرضه‌های خصوصی اوراق نیازی به آن نیست. معمولاً شرکت‌های تأمین سرمایه، صندوق‌های درآمد ثابت و صندوق‌های بازارگردانی این مسئولیت را به عهده می‌گیرند. در شرایط فعلی هزینه متعهد پذیره نویسی و بازارگردان رقم قابل توجهی است که یک دلیل آن این است که در شرایط کنترل نرخ سود بانکی، این سازوکار برای تعدیل نرخ سود اسمی به نرخ سود بازار هم کاربرد دارد.

۴. تاریخچه اوراق بهادارسازی اجاره تجهیزات:

بازار اوراق بهادارسازی اجاره تجهیزات در طول دو دهه گذشته نقش بسزایی در تسهیل دسترسی به اعتبار برای شرکت‌های فعال در حوزه لیزینگ و تأمین مالی تجهیزات ایفا کرده است. اجاره تجهیزات از جمله نخستین دارایی‌های غیر رهنی بود که در اواسط دهه ۱۹۸۰ به بازار اوراق بهادار دارایی‌ها (ABS) راه یافت و به اوراق بهادار تبدیل شد. شرکت Sperry Lease Finance پیش‌گام این عرصه بود و اولین نمونه از این اوراق بهادارسازی را در سال ۱۹۸۵ با پشتوانه قراردادهای اجاره تجهیزات کامپیوتری منتشر کرد. این اوراق در آن زمان فاقد رتبه‌بندی اعتباری بودند. چند سال بعد، در سال ۱۹۸۸، مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری شروع به ارزیابی کیفیت اعتباری قراردادهای اجاره کردند. این بازار در طول دهه ۱۹۹۰ رشد چشمگیری داشت و در سال ۱۹۹۹ به اوج خود رسید، به‌طوری‌که حجم معاملات به ۱۲/۵ میلیارد دلار رسید. با این حال، از دهه ۱۹۹۰ به بعد، حجم اوراق بهادارسازی‌های اجاره تجهیزات منتشر شده، روندی نسبتاً ثابت اما متنوع را تجربه کرده است؛ همان‌گونه که در شکل ۱ نشان داده شده است.



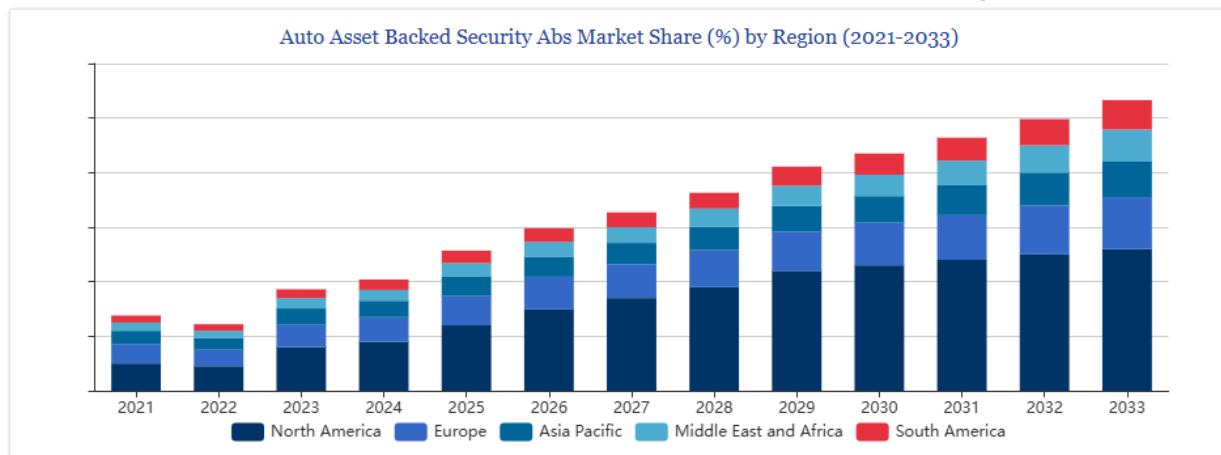
شکل ۱. انتشار اوراق بهادارسازی لیزینگ تجهیزات

۵. بازار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی خودرو

تحلیل بازار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی خودرو (Auto Asset Backed Security ABS) در ۵ منطقه اصلی بررسی شده است.

مناطق مورد بررسی عبارتند از:

- آمریکای شمالی (ایالات متحده، کانادا، مکزیک)
- اروپا (بریتانیا، فرانسه، آلمان، ایتالیا، روسیه، اسپانیا، سوئد، دانمارک، هلند، سوئیس، بلژیک)
- آسیا-اقیانوسیه (چین، ژاپن، کره، هند، استرالیا، فیلیپین، سنگاپور، مالزی، تایلند، اندونزی، بقیه مناطق آسیا-اقیانوسیه)
- آمریکای جنوبی (برزیل، آرژانتین، کلمبیا، پرو، شیلی، بقیه آمریکای جنوبی)
- خاورمیانه و آفریقا (عربستان سعودی، ترکیه، نیجریه، امارات متحده عربی، مصر، آفریقای جنوبی، کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس، بقیه خاورمیانه و آفریقا)



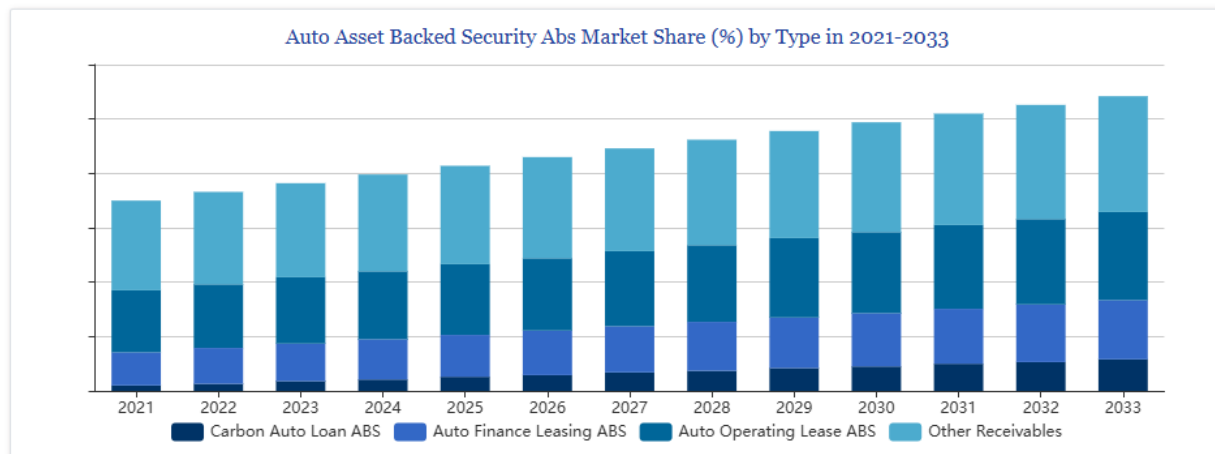
بر اساس تحقیقات بازار Cognitive Market Research، اندازه جهانی بازار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی خودرو (Auto Asset Backed Security) در سال ۲۰۲۴ حدود ۱۵۲۴۱/۲ میلیون دلار برآورد شده است که از این مقدار:

- آمریکای شمالی با سهم بیش از ۴۰٪ از درآمد جهانی، بزرگ‌ترین سهم بازار را به خود اختصاص داده است. اندازه بازار این منطقه در سال ۲۰۲۴ معادل ۶۰۹۶/۴۸ میلیون دلار بوده و پیش‌بینی می‌شود که با نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR) معادل ۴/۲٪ از سال ۲۰۲۴ تا ۲۰۳۱ رشد کند.
- اروپا با سهم بیش از ۳۰٪ از درآمد جهانی، اندازه‌ای معادل ۴۵۷۲/۳۶ میلیون دلار در سال ۲۰۲۴ داشته و پیش‌بینی می‌شود که با نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR) معادل ۴/۵٪ از سال ۲۰۲۴ تا ۲۰۳۱ رشد کند.
- منطقه آسیا-اقیانوسیه با سهم حدود ۲۳٪ از درآمد جهانی، اندازه‌ای معادل ۳۵۰۵/۴۸ میلیون دلار در سال ۲۰۲۴ داشته و پیش‌بینی می‌شود که با نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR) معادل ۸/۰۰٪ از سال ۲۰۲۴ تا ۲۰۳۱ رشد کند.

- آمریکای لاتین با سهم حدود ۶۰٪ از درآمد جهانی، اندازه‌ای معادل ۷۶۲/۰۶ میلیون دلار در سال ۲۰۲۴ داشته و پیش‌بینی می‌شود که با نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR) معادل ۵/۴٪ از سال ۲۰۲۴ تا ۲۰۳۱ رشد کند.
- خاورمیانه و آفریقا با سهم حدود ۲٪ از درآمد جهانی، اندازه‌ای معادل ۳۰۴/۸۲ میلیون دلار در سال ۲۰۲۴ داشته و پیش‌بینی می‌شود که با نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR) معادل ۵/۷٪ از سال ۲۰۲۴ تا ۲۰۳۱ رشد کند.

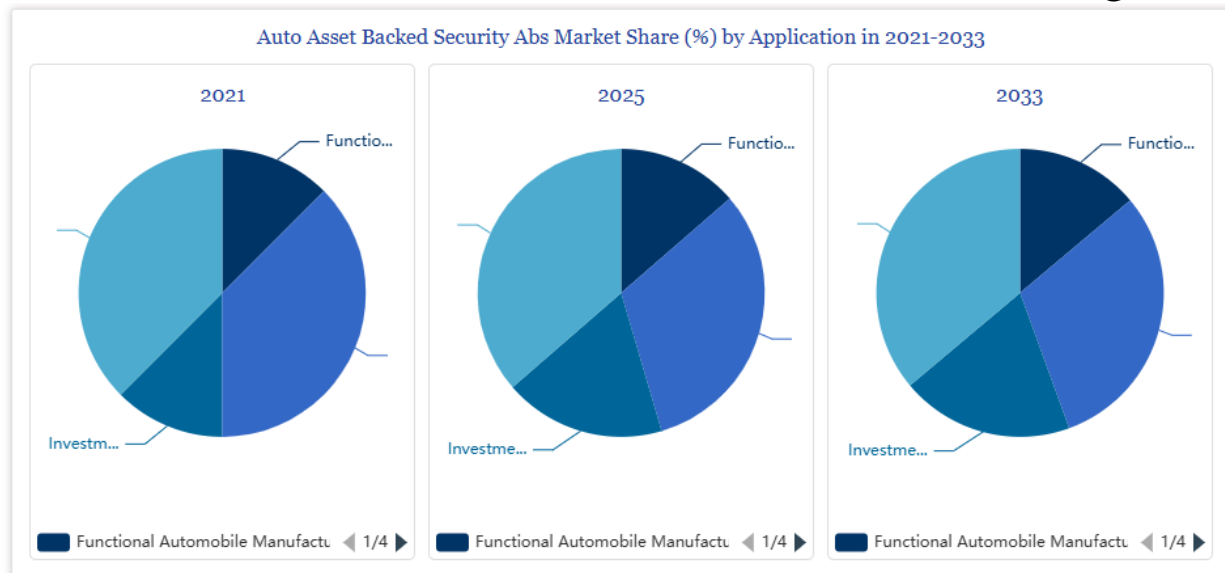
۶. اوراق بهادار با پشتوانه تأمین مالی لیزینگ خودرو (Auto Finance Leasing ABS)

شامل تبدیل قراردادهای لیزینگ به اوراق بهادار است که در آن خودروها به مصرف‌کنندگان یا کسب‌وکارها اجاره داده می‌شوند و پرداخت‌های لیزینگ به عنوان جریان‌های نقدی پایه برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی (ABS) عمل می‌کنند. رشد اوراق بهادار با پشتوانه تأمین مالی لیزینگ خودرو به دلیل تغییر ترجیحات مصرف‌کنندگان به سمت لیزینگ به جای مالکیت سنتی خودروها است. لیزینگ به مصرف‌کنندگان پرداخت‌های ماهانه کمتر و انعطاف‌پذیری بیشتری ارائه می‌دهد که در بازار امروز به طور فزاینده‌ای مورد توجه قرار گرفته است. علاوه بر این، کسب‌وکارهایی که برای مدیریت هزینه‌های عملیاتی و تأمین خودرو به لیزینگ خودرو روی می‌آورند، نیز سهم قابل توجهی در گسترش این بخش دارند. نوآوری‌ها در ساختار لیزینگ، مانند تضمین ارزش باقیمانده (Residual Value Guarantees) و شرایط لیزینگ متغیر، جذابیت اوراق بهادار با پشتوانه تأمین مالی لیزینگ خودرو را برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهند، زیرا ریسک‌ها را کاهش داده و پیش‌بینی‌پذیری جریان نقدی را بهبود می‌بخشند.



بر اساس تحقیقات بازار Cognitive Market Research، بانک‌های تجاری در حال حاضر بزرگ‌ترین سهم را در بازار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی خودرو در اختیار دارند. این موضوع به دلیل نقش اساسی آن‌ها در ایجاد وام‌های خودرو و تبدیل آن‌ها به اوراق بهادار با پشتوانه دارایی (ABS) است. با دسته‌بندی این وام‌ها در قالب اوراق بهادار، بانک‌ها می‌توانند به طور مؤثر ترانزاکشن خود را مدیریت کنند و تخصیص سرمایه را بهینه‌سازی کنند. پایبندی آن‌ها به استانداردهای نظارتی سخت‌گیرانه، شفافیت و کیفیت دارایی‌های تبدیل‌شده به اوراق را تضمین می‌کند که این امر به نوبه خود اعتماد سرمایه‌گذاران و ثبات بازار را افزایش می‌دهد. زیرساخت‌های مستقر و تخصص بانک‌های تجاری در ایجاد وام، آن‌ها را به بازیگران کلیدی در حفظ نقدینگی و عملکرد بازار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی تبدیل کرده است.

بانک‌های سرمایه‌گذاری نقش مهمی در عرضه اوراق بهادار با پشتوانه دارایی به بازار ایفا می‌کنند و ابزارهای پیشرفته مدیریت ریسک، ساختارهای نوآورانه معاملات و دسترسی به بازارهای جهانی را ارائه می‌دهند. توانایی آن‌ها در تطبیق عرضه اوراق بهادار با پشتوانه دارایی با تقاضای سرمایه‌گذاران و بهینه‌سازی استراتژی‌های قیمت‌گذاری، نقدینگی بازار را افزایش داده و فرصت‌های انتشار اوراق را گسترش می‌دهد. علاوه بر این، تخصص بانک‌های سرمایه‌گذاری در پیمایش محیط‌های نظارتی پیچیده و بهره‌برداری از پیشرفت‌های فناوری، مسیر رشد آن‌ها را در بازار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی خودرو تسریع می‌کند.



۷. مزایای اوراق بهادارسازی :

مزایای اقتصادی:

موریس و هادسون (۱۹۸۸) چندین مزیت برای شرکت‌هایی که از اوراق بهادارسازی به عنوان منبع تأمین مالی استفاده می‌کنند، شناسایی کرده‌اند. یکی از مزایای اصلی اوراق بهادارسازی، توانایی آن در تأمین نقدینگی و افزایش منابع است که معمولاً هم قابل اعتماد و هم کم‌هزینه تلقی می‌شود. این امر هزینه‌های استقراض را کاهش می‌دهد و دسترسی شرکت‌ها به بازارهای نقدشونده کشور را فراهم می‌کند که فراتر از منابع سنتی سرمایه هستند. از آنجاکه اوراق بهادارسازی از مجموعه‌ای از دارایی‌ها استفاده می‌کند، به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا ریسک‌های اجاره‌های فردی را با ترکیب آن‌ها در یک گروه بزرگ‌تر متنوع‌سازی کنند. این امر مدیریت ریسک در شرکت‌ها را با امکان فرایند کارآمدتر مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها بهبود می‌بخشد. به دلیل طراحی انعطاف‌پذیر اوراق بهادارسازی، این امکان وجود دارد که اوراق با مدت‌زمان، سطح ریسک و سررسید مؤثر متفاوت ایجاد شوند تا نیازهای خاص سرمایه‌گذاران را برآورده کنند. به این ترتیب، اوراق بهادارسازی می‌تواند بازارها را کارآمدتر کند. اوراق بهادارسازی مزایایی برای اجاره‌دهندگان نیز دارد که شامل تنوع‌بخشیدن به منابع تأمین مالی، کاهش هزینه منابع و بازده بالقوه بالاتر سرمایه است.

بهبود دسترسی به سرمایه:

این فرایند به اجاره‌دهندگان امکان می‌دهد تا به بازارهای سرمایه دسترسی بهتری داشته باشند. با تبدیل پرداخت‌های اجاره به اوراق بهادار قابل معامله، اجاره‌دهندگان می‌توانند به پایگاه سرمایه‌گذاران بزرگ‌تری دسترسی پیدا کنند و منابع مالی بیشتری جذب کنند. این دسترسی بهبود یافته به نقدینگی به اجاره‌دهندگان این امکان را می‌دهد تا با تقاضاهای متغیر بازار سازگار شوند و رشد کسب‌وکار خود را تقویت کنند.

تنوع بخشی به منابع تأمین مالی

شرکت‌های لیزینگ می‌توانند با استفاده از اوراق بهادار رهنی در کنار تسهیلات بانکی سنتی و خطوط اعتباری، منابع مالی خود را متنوع کنند. این امر از طریق دسترسی به بازارهای سرمایه و جذب سرمایه‌گذارانی با سطوح ریسک‌پذیری مختلف، از وابستگی به یک منبع تأمین مالی واحد می‌کاهد و با کاهش ریسک‌های مالی، ثبات مالی را بهبود می‌بخشد. همچنین، با سرمایه‌گذاری هم‌زمان در چندین لیزینگ این امکان برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌شود تا از مزایای تنوع بخشی به سبد سرمایه‌گذاری خود بهره‌مند شوند.

کاهش هزینه‌های تأمین مالی

برای اجاره‌دهندگان، اوراق بهادارسازی اغلب منجر به کاهش هزینه‌ها می‌شود. با تبدیل پرداخت‌های اجاره به اوراق بهادار، اجاره‌دهندگان می‌توانند سرمایه‌گذارانی را جذب کنند که به دنبال جریان‌های درآمدی قابل اعتماد هستند و به آنها نرخ‌های بهره رقابتی ارائه دهند. این مزیت رقابتی می‌تواند هزینه‌های استقراض را کاهش دهد که به بهبود سودآوری و عملکرد مالی منجر می‌شود.

بهبود نقدینگی

نقدینگی اجاره‌دهندگان زمانی که دارایی‌های اجاره‌ای اوراق بهادارسازی می‌شوند، بهبود می‌یابد. با تبدیل پرداخت‌های آینده اجاره به سرمایه اولیه، اجاره‌دهندگان می‌توانند به جریان‌های نقدی فوری دسترسی پیدا کنند و منابع مالی را برای اهداف مختلفی مانند گسترش سبد اجاره‌های خود، خرید دارایی‌های جدید یا استفاده از فرصت‌های استراتژیک کسب‌وکار به کار گیرند.

۸. چالش‌ها و ریسک‌های مرتبط با اوراق بهادارسازی

در طول بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹، اوراق بهادارسازی (به‌ویژه اوراق بهادارسازی وام‌های مسکن (MBS) و نه چندان اوراق بهادارسازی سایر دارایی‌ها (ABS)) مستعد مشکلات اطلاعاتی و انگیزشی میان طرف‌های مختلف درگیر در فرایند اوراق بهادارسازی (مانند وام‌دهندگان اولیه، خدمات‌دهندگان، سپرده‌گذاران و سایر مشارکت‌کنندگان بازار) بود. مشارکت‌کنندگان در بازار اوراق بهادارسازی، از جمله وام‌دهندگان اولیه، ناشران اوراق، مؤسسات رتبه‌بندی و سرمایه‌گذاران، به این درک رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران ممکن است اطلاعات کم‌تری نسبت به مشارکت‌کنندگان در فرایند اوراق بهادارسازی داشته باشند، به‌ویژه در مورد کیفیت اعتباری دارایی‌های پایه. علاوه بر این، در برخی موارد، منافع

برخی از مشارکت‌کنندگان در اوراق بهادارسازی ممکن است به‌خوبی با منافع سرمایه‌گذاران هم‌سو نباشد. ریسک‌های مهم اوراق بهادارسازی به شرح زیر است:

ریسک بازار

با استفاده از اوراق بهادارسازی اجاره، اجاره‌دهندگان در معرض ریسک‌های بازار قرار می‌گیرند که شامل نوسانات در نرخ‌های بهره، تغییر در شکاف اعتباری یا تغییر در تقاضای سرمایه‌گذاران برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی می‌شود. تغییرات در بازارهای مالی می‌تواند بر قیمت و قابلیت معامله‌پذیری دارایی‌های اوراق بهادارسازی شده تأثیر بگذارد و این موضوع ممکن است عملکرد کلی و ارزش‌گذاری اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار دهد.

ریسک اعتباری

اوراق بهادارسازی اجاره با ریسک اعتباری ذاتی همراه است. عملکرد دارایی‌های اوراق بهادارسازی شده مستقیماً تحت تأثیر اعتبار و توانایی مستأجران در پرداخت تعهدات اجاره‌ای خود قرار دارد. اگر مستأجران از پرداخت اقساط اجاره خود امتناع کنند، سرمایه‌گذاران ممکن است با کاهش درآمد مواجه شوند و این موضوع می‌تواند بر ارزش دارایی‌های اوراق بهادارسازی شده نیز تأثیر منفی بگذارد.

ریسک حقوقی و قانونی

معاملات اوراق بهادارسازی تابع مقررات حقوقی و قانونی هستند. تغییرات در قوانین، الزامات انطباق یا مسائل حقوقی ممکن است بر فرایند اوراق بهادارسازی و عملکرد دارایی‌های اوراق بهادارسازی شده تأثیر بگذارند.

۹. صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای لیزینگ

بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصادیق نهادهای مالی را تعیین می‌کند. انواع نهادهای مالی: شرکتهای تأمین سرمایه، مشاور سرمایه‌گذاری، سب‌گردان، کارگزاری، سرمایه‌گذاری، هلدینگ، صندوقهای سرمایه‌گذاری، موسسات رتبه‌بندی، پردازش اطلاعات مالی. صندوق سرمایه‌گذاری نهاد مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک اند (بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار).

در بند ۵ ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی تعریف گسترده‌تری را معرفی می‌کند: صندوق سرمایه‌گذاری، منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند. بنابر این صندوق‌ها می‌توانند در دارایی‌های دیگری غیر از اوراق بهادار هم سرمایه‌گذاری کنند. این تعریف راه را برای تعریف صندوق‌های زمین و ساختمان، املاک و مستغلات، صندوق پروژه و باز کرده است. قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت و نیز قانون جهش مسکن نیز صندوق‌های سرمایه‌گذاری خاص را مورد توجه قرار داده‌اند.

در حال حاضر عمده اوراق بدهی شامل صکوک اجاره که در بورس تهران و فرابورس ایران منتشر می‌شود، توسط صندوق‌های درآمد ثابت خریداری می‌شود. ولی این اوراق بدهی را نهاد واسطه منتشر کرده است و این نهاد واسطه تضمین‌های لازم را از شرکت لیزینگ یا هر ناشر دیگری می‌گیرد. مگر یک شرکت بورسی یا فرابورسی که رتبه اعتباری BBB و بیشتر داشته باشد و سازمان بورس و اوراق بهادار مجوز انتشار اوراق بدون ضامن را داده باشد. صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای لیزینگ می‌تواند به‌عنوان یک نهاد مالی برای تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ مورد استفاده قرار گیرد. بدین‌گونه

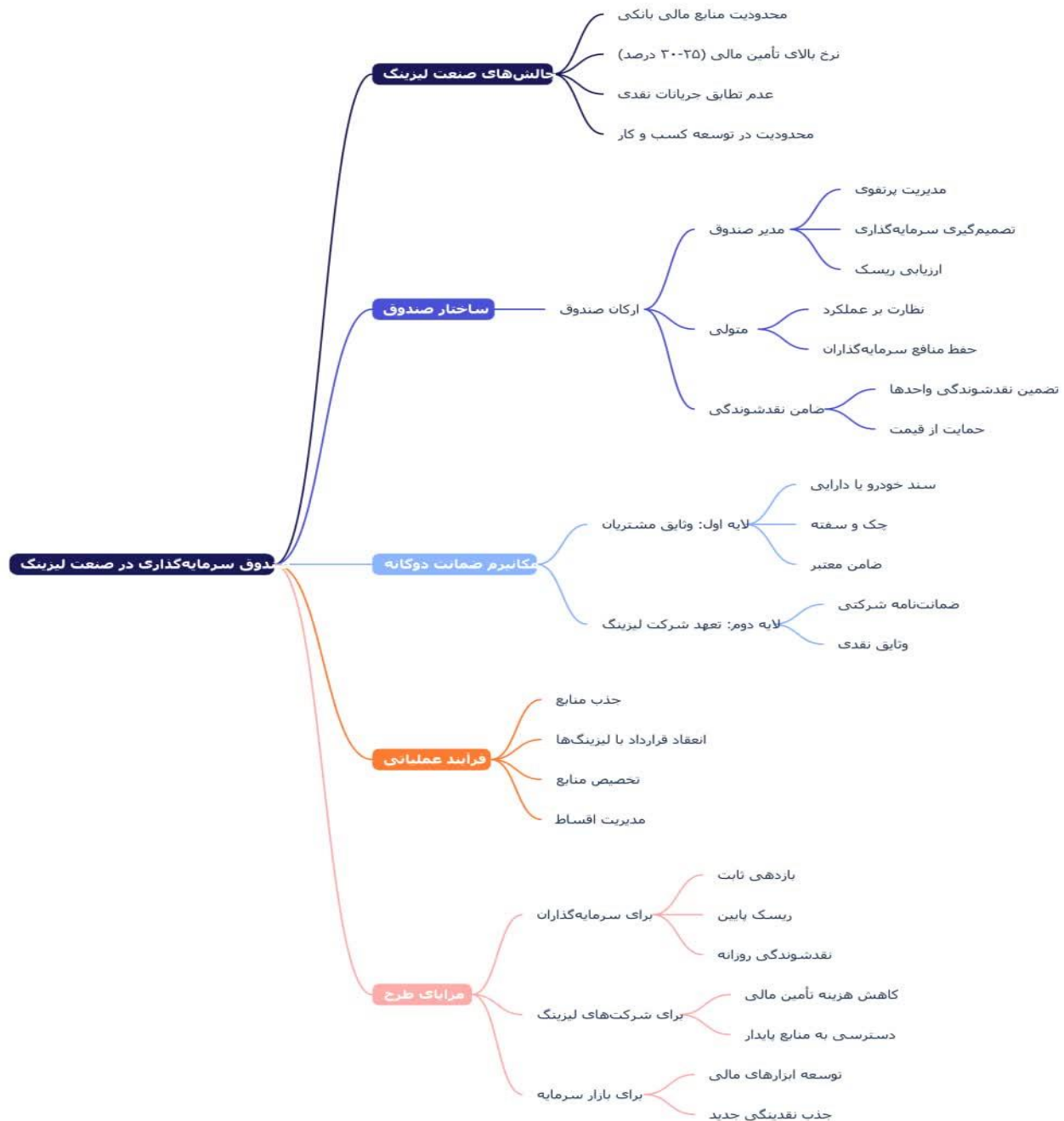
که در این روش صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاری در قراردادهای اجاره، منابع مالی لازم را برای شرکت‌های لیزینگ تأمین می‌کند. نوآوری اصلی این طرح در ترکیب هوشمندانه دولایه ضمانتی است. لایه اول شامل وثایق مستقیم از مشتریان نهایی (مانند سند دارایی، چک و ضمانت‌نامه) و لایه دوم شامل تعهدات شرکت لیزینگ (ضمانت‌نامه شرکتی و تعهد جایگزینی قراردادهای معوق) است. این ساختار دوگانه، ریسک سرمایه‌گذاری را به حداقل ممکن می‌رساند و بازدهی ثابت و مطمئنی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند.

صندوق سرمایه‌گذاری در لیزینگ اوراق بهادار، به‌عنوان یک نهاد مالی نوین، نیازمند رعایت قوانین و مقررات خاصی است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار وضع می‌شود. این قوانین باهدف حمایت از سرمایه‌گذاران و حفظ سلامت بازار، مواردی از قبیل ثبت، افشاگزارش و مبارزه با پول‌شویی را در برمی‌گیرند. یکی از جنبه‌های مهم در این چارچوب نظارتی، الزامات حفظ ریسک است. به‌موجب این الزامات، حامیان مالی یا مدیران اجاره اوراق بهادار ملزم به حفظ درصدی از ریسک مرتبط با دارایی‌های اوراق بهادار شده هستند. این امر، علاوه بر تشویق شیوه‌های وام‌دهی اخلاقی، منافع مبتکران را با سرمایه‌گذاران همسو می‌کند.

شفافیت و افشای اطلاعات نیز از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. اجاره دهندگان باید اطلاعات کامل و دقیقی درمورد دارایی‌های اوراق بهادارسازی شده، از جمله شرایط اجاره، کیفیت اعتبار پایه و سایر شاخص‌های ریسک ارائه کنند. این امر انتخاب‌های سرمایه‌گذاران آگاهانه را تشویق کرده و اعتماد بازار را افزایش می‌دهد. در نهایت رعایت این چارچوب نظارتی نه تنها به حفظ حقوق سرمایه‌گذاران کمک می‌کند، بلکه به توسعه و پایداری بازار لیزینگ اوراق بهادار نیز منجر خواهد شد.

۱۰. ویژگی‌های صندوق سرمایه‌گذاری در قرارداد لیزینگ:

مهم‌ترین ویژگی‌های صندوق به شرح زیر است.



۱۱. ساختار و نحوه عمل صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای اجاره:

- صندوق از نوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری (Mutual Fund) با مدیریت فعال نمی‌باشد، بلکه نوعی صندوق امین سرمایه‌گذاری (Unit Trust Fund) است.

- دارایی صندوق می‌تواند در قالب سری‌های مختلف قرارداد اجاره باشد که هر سری به طور متقابل با تمامی سری‌های قبلی وثیقه می‌شوند.
- این سرمایه‌گذاری‌ها توسط املاک، خودرو و مبالغ اجاره‌های متعلق به شرکت لیزینگ تضمین می‌شوند.
- مستاجرین می‌توانند رتبه بندی اعتباری شوند و قراردادهای اجاره رتبه بندی شود. هزینه این کار یک عامل مهم موثر بر تصمیم‌گیری است
- تسویه قراردادهای لیزینگ زودتر از موعد به نحو مناسب تسویه می‌شود.

بهبود اعتباری (Credit Enhancement)

- تقدم و تأخر صندوق نسبت به عواید اجاره
- اضافه وثیقه‌گذاری: استفاده از وثیقه بیشتر از مقدار مورد نیاز برای پشتیبانی از قراردادها.
- شرکت لیزینگ رتبه بندی اعتباری می‌شود
- خرید قراردادهای اجاره با حق رجوع (with recourse) باشد. یعنی اگر مستاجر قسط را پرداخت نکرد شرکت لیزینگ ملزم به پرداخت آن است.

اهرم مالی (Leverage):

- نسبت اهرم مالی برای اوراق با رتبه "A" معمولاً حدود ۷۰٪ است. به عبارت دیگر شرکت لیزینگ بخشی از قراردادهای اجاره را می‌تواند به صندوق واگذار کند و بخشی دیگر ماهیت وثیقه دارد.

اوراق با نرخ ثابت:

- اوراق سرمایه‌گذاری صندوق به طور سنتی از نوع درآمد ثابت هستند تا با اجاره‌های پایه مطابقت داشته باشند.

اولویت پرداخت‌ها (Priority of Payments):

- وجوه موجود پس از کسر هزینه‌ها، ابتدا به پرداخت سود اوراق و سپس به بازپرداخت اصل اوراق تخصیص می‌یابد.
- در این دوره تمامی وجوه باقیمانده پس از پرداخت سود اوراق، صرف بازپرداخت کامل اصل اوراق خواهد شد.

ملاحظات کلیدی برای ایجاد صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای اجاره

تعیین استراتژی سرمایه‌گذاری

- تمرکز بر قراردادهای اجاره: صندوق باید به‌طور خاص بر روی قراردادهای اجاره شرکت‌های لیزینگ متمرکز شود. این قراردادها معمولاً شامل اجاره خودرو، ماشین‌آلات صنعتی، تجهیزات پزشکی و سایر دارایی‌های با ارزش هستند.
- تنوع بخشی: برای کاهش ریسک، صندوق می‌تواند در قراردادهای اجاره متنوع از شرکت‌های لیزینگ مختلف سرمایه‌گذاری کند.

رعایت مقررات و دریافت مجوزها

- مجوزهای قانونی: برای ایجاد صندوق سرمایه‌گذاری، باید مجوزهای لازم از نهادهای نظارتی مانند سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت شود. تایید بانک مرکزی نیز ضرورت دارد. انعطاف بیشتری در مقررات بانک مرکزی ضرورت دارد، مثل تفاوتی که بین گواهی سپرده عام و گواهی سپرده خاص به لحاظ نرخ سود سپرده‌گیری و تسهیلات دهی وجود دارد.

- رعایت قوانین: صندوق باید مطابق با قوانین و مقررات بانکی، مالی و سرمایه‌گذاری کشور فعالیت کند.

ساختار حقوقی صندوق

- انتخاب ساختار مناسب: صندوق می‌تواند به صورت صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق قابل معامله در بورس (ETF) یا صندوق سرمایه‌گذاری امانتی (Unit Trust) و سایر ساختارهای حقوقی ایجاد شود.

صندوق‌های پروژه‌محور: برخی صندوق‌ها ممکن است به صورت پروژه‌محور در حوزه‌های خاصی مانند قراردادهای اجاره ماشین‌آلات یا تجهیزات سرمایه‌گذاری کنند. این صندوق‌ها معمولاً به صورت محدود و با اهداف خاص فعالیت می‌کنند.

- مدیریت صندوق: باید یک مدیر صندوق حرفه‌ای انتخاب شود که مسئول مدیریت روزانه صندوق و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری باشد. در حال حاضر تامین سرمایه‌ها، سبدگردان‌ها و مشاوران سرمایه‌گذاری می‌توانند این صندوق را تاسیس و مدیریت کنند.

جذب سرمایه‌گذاران

- ارائه طرح توجیهی و امیدنامه: برای جذب سرمایه‌گذاران، باید یک طرح توجیهی قوی ارائه شود که شامل مزایای سرمایه‌گذاری در این صندوق، استراتژی‌های کاهش ریسک و پیش‌بینی بازدهی باشد.

- شفافیت و گزارش‌دهی: صندوق باید به طور منظم گزارش‌های مالی و عملکردی را به سرمایه‌گذاران ارائه دهد.

مدیریت ریسک

- ارزیابی ریسک اعتباری: باید شرکت‌های لیزینگ و قراردادهای اجاره آن‌ها به دقت ارزیابی شوند تا از ریسک نکول و سایر ریسک‌های مرتبط جلوگیری شود.

- توزیع ریسک: سرمایه‌گذاری در انواع مختلف دارایی‌ها و شرکت‌های لیزینگ می‌تواند به توزیع ریسک کمک کند.

بازاریابی و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری

- بازاریابی: برای جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، باید یک استراتژی بازاریابی قوی طراحی و اجرا شود.

- فروش واحدها: واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق می‌توانند از طریق شرکت‌های لیزینگ، کارگزاری‌ها و سایر کانال‌های توزیع به فروش برسند. می‌توان مستاجر و نیز فروشنده مورد اجاره را در شرایط خاص ملزم به خرید واحدهای صندوق کرد.

حاکمیت شرکتی و نظارت

- کمیته‌های نظارتی: تشکیل کمیته‌های نظارتی برای اطمینان از رعایت قوانین و مقررات و همچنین حفظ منافع سرمایه‌گذاران ضروری است.

- حسابرسی مستقل: انجام حسابرسی‌های مستقل به‌طور دوره‌ای برای اطمینان از سلامت مالی صندوق.

بازدهی و توزیع سود

- توزیع سود: صندوق می‌تواند به‌طور دوره‌ای سود حاصل از قراردادهای اجاره را بین سرمایه‌گذاران توزیع کند.

- افزایش ارزش سرمایه: علاوه بر توزیع سود، افزایش ارزش سرمایه‌گذاری نیز می‌تواند برای سرمایه‌گذاران جذاب باشد.

خروج از سرمایه‌گذاری

- نقدشوندگی: باید مکانیسم‌هایی برای نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شود تا سرمایه‌گذاران بتوانند در صورت نیاز، سرمایه خود را خارج کنند. ساز و کار بازارگردانی می‌تواند به بهبود نقدشوندگی کمک کند.

۱۲. چگونه شرکت لیزینگ قراردادهای لیزینگ را می‌تواند به صندوق واگذار کند؟

شرکت‌های لیزینگ می‌توانند قراردادهای اجاره خود را از طریق روش‌های مختلف به صندوق‌های سرمایه‌گذاری واگذار کنند. این فرآیند معمولاً تحت عنوان اوراق بهادارسازی شناخته می‌شود. در این روش، شرکت لیزینگ جریان‌های نقدی حاصل از قراردادهای اجاره خود را به یک صندوق منتقل می‌کند و در ازای آن، وجوه نقد دریافت می‌کند.

انتقال قراردادهای اجاره به صندوق

- انتقال دارایی: قراردادهای اجاره به‌عنوان دارایی به صندوق منتقل می‌شوند. این انتقال می‌تواند به‌صورت فروش دارایی یا انتقال حقوق ناشی از جریان‌های نقدی باشد.

روش‌های انتقال قراردادها

- فروش مستقیم: شرکت لیزینگ می‌تواند قراردادهای اجاره را به صندوق بفروشد و در ازای آن، وجوه نقدی دریافت کند.
- انتقال جریان‌های نقدی: شرکت لیزینگ فقط جریان‌های نقدی آینده حاصل از قراردادها را به صندوق منتقل می‌کند، اما مالکیت دارایی‌ها را حفظ می‌کند.
- چالش‌ها و ملاحظات خاص
- ارزیابی قراردادها: قراردادهای اجاره باید به‌دقت ارزیابی شوند تا ارزش واقعی و ریسک‌های مرتبط با آن‌ها مشخص شود.
- رعایت مقررات: این فرآیند باید مطابق با قوانین و مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار و سایر نهادهای نظارتی انجام شود.
- هزینه‌ها: انتقال می‌تواند هزینه‌های قانونی، مالیاتی، مالی و حسابداری به همراه داشته باشد.
- نقش نهادهای نظارتی
- سازمان بورس و اوراق بهادار: این نهاد بر فرآیند انتشار اوراق و انتقال دارایی‌ها نظارت می‌کند.
- بانک مرکزی: بانک مرکزی نیز بر فعالیت‌های شرکت‌های لیزینگ نظارت دارد.

۱۳. نتیجه‌گیری

بررسی‌های انجام شده در این پژوهش نشان می‌دهد که صندوق سرمایه‌گذاری در قراردادهای لیزینگ می‌تواند مزایای قابل توجهی برای صنعت لیزینگ به همراه داشته باشد. این صندوق‌ها با ایجاد کانال جدید تأمین مالی، وابستگی شرکت‌های لیزینگ به منابع بانکی را کاهش می‌دهند و از طریق جذب سرمایه‌گذاران متنوع و بهره‌گیری از مزایای مقیاس، به کاهش هزینه‌های تأمین مالی کمک می‌کنند. همچنین، ساختار دوگانه ضمانتی این صندوق‌ها که شامل وثایق مستقیم از مشتریان و تعهدات شرکت لیزینگ می‌شود، ریسک‌های اعتباری را به طور موثری پوشش می‌دهد.

یکی دیگر از مزایای قابل توجه این صندوق‌ها، افزایش شفافیت در بازار است که از طریق الزامات نظارتی و استانداردهای افشای اطلاعات حاصل می‌شود. با این حال، باید توجه داشت که موفقیت این نهاد مالی مستلزم توجه به برخی الزامات اساسی است. این الزامات شامل تدوین چارچوب قانونی و نظارتی مناسب، توسعه زیرساخت‌های بازار سرمایه، آموزش و فرهنگ‌سازی در میان فعالان بازار، و مدیریت موثر ریسک‌های عملیاتی و اعتباری می‌باشد. در مجموع، صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق اجاره می‌تواند به عنوان نوآوری مالی موثر، نقش مهمی در حل چالش‌های تأمین مالی صنعت لیزینگ ایفا کند و زمینه توسعه پایدار این صنعت را فراهم آورد. توسعه این نهاد مالی نه تنها به نفع شرکت‌های لیزینگ است، بلکه می‌تواند به عمق‌بخشی بازار سرمایه و تقویت نظام تأمین مالی کشور نیز کمک شایانی نماید.

فهرست منابع:

حنیفی، فرهاد. (۱۳۹۰). کتاب جامع لیزینگ، انتشارات سرخ.
طباطبائی، سید مصطفی. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر صنعت لیزینگ در تسهیل تأمین مسکن، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت- گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی
قاسمی، زهرا (۱۳۸۹). رعایت و کفایت استانداردهای حسابداری در صورتهای مالی شرکت های لیزینگ ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء به راهنمایی دکتر علی رحمانی.
گلستانی، مهدی. (۱۳۸۹). اوراق (صکوک) اجاره ابزاری نوین برای تأمین مالی شرکت های لیزینگ. مجله اقتصادی- ماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی، ۹(۱۰)، صص ۵۴-۳۷.

McMurray, J. P., & Mundel, S. M. (1997). Real estate lease-backed securities (Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology).

Yang, L., Wang, R., Chen, Z., & Luo, X. (2020). What determines the issue price of lease asset-backed securities in China?. *International Review of Financial Analysis*, 72, 101583.

https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2022/07/Net_Lease_ABS_Presentation.pdf

<https://www.store.leasefoundation.org/cvweb/Portals/ELFA-LEASE/Documents/Products/SecuritizationReport.pdf>

<https://www.gripinvest.in/blog/securitization-of-leased-assets>

<https://www.monitordaily.com/article-posts/lease-securitization/>

<https://www.autofinancenews.net/allposts/capital-funding/auto-lease-abs-issuance-hits-10-year-high/>

https://www.google.com/search?q=auto+lease+abs+statistics&rlz=1C1GCEA_enIR1104IR1118&ie=UTF-8