



اوراق بهادار سازی دریافتنی‌های کارت‌های اعتباری

محمد مهدی بحر العلوم^۱
نگار قوامی پور^۲

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۱۲

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۵/۰۴

چکیده

هدف این پژوهش ابزارسازی جهت تامین مالی نظام پولی است. با توجه انتشار دستورالعمل صدور کارت‌های اعتباری از سوی شورای پول و اعتبار، انتظار می‌رود کارت‌های اعتباری در فضای پیش‌روی اقتصاد، نقش مهمی در رونق بخشی و تحریک تقاضا داشته باشند. طراحی اوراق بهادار به پشتوانه حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری از طریق فروش و انتقال حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری منجر به آزاد شدن منابع بانکی، هدایت نقدینگی به بخش مولد اقتصاد، کاهش میزان مطالبات بانکی و بهبود نسبت کفایت سرمایه بانک می‌شود و این امر توان وام‌دهی بانک‌ها را افزایش می‌دهد. مدل عملیاتی انتشار اوراق به پشتوانه دریافتنی‌های کارت‌های اعتباری، در قالب پرسشنامه ساختاریافته از ابعاد قوانین و مقررات ناظر بر انتشار اوراق، تاثیر انتشار اوراق بر ساختار مالی بانی، پیامدهای حاصل از انتشار اوراق بر ریسک‌های مترتب بر بانی و عملیات آن و همچنین نحوه کشف نرخ و قیمت‌گذاری اوراق مورد نظرخواهی خبرگان قرار گرفت. نتایج براساس آزمون‌های آماری بر مناسب بودن مدل پیشنهادی دلالت دارد.

واژه‌های کلیدی: اوراق بهادار سازی، کارت اعتباری، اوراق بهادار به پشتوانه دارایی.

۱- استادیار گروه مالی و بانکداری، دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول) m.bahrololoum@gmail.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی negar.gahvamipour@gmail.com

۱- مقدمه

تامین مالی یکی از مهمترین مسائلی است که در حوزه مدیریت مالی مورد توجه قرار دارد. طی سالیان روش‌های متنوعی در این رابطه توسعه یافته‌اند، وجود ابزارهای مالی متنوع می‌تواند باعث افزایش کارایی بازار و تخصیص بهینه منابع گردد و همچنین نقدینگی موجود در جامعه را به سرمایه‌ای مولد در جهت رونق تولید و بهبود شرایط اقتصادی کشور تبدیل نماید. از اواخر دهه ۶۰ میلادی، بازارهای مالی شاهد نوآوری‌های جدیدی در زمینه طراحی و توسعه ابزارهای مالی بودند. نوآوری مهمی که در اواسط دهه ۸۰ میلادی انجام گرفت پدیده بکارگیری دارایی‌ها به عنوان پشتوانه‌ای برای اوراق بهادار است. اوراق بهادارسازی دارایی‌ها از طریق خروج دارایی از ترازنامه بانی، فروش به نهاد واسط و سپس انتشار اوراق و عرضه آن در بازار سرمایه صورت می‌پذیرد. با توجه به حجم و ماهیت مطالبات بانکی، این نوع از دارایی‌ها همواره گزینه مطلوبی در فرآیند اوراق بهادارسازی به شمار می‌آیند.

بازار اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها بیانگر یک گروه بزرگ و متنوع از اوراق بهادار مناسب برای گروه متنوعی از سرمایه‌گذاران است. گاهی این ابزارها تنها راه سرمایه‌گذاران نهادی برای کسب بازده از طریق دارایی‌های با درجه اعتباری بالا می‌باشد. این ابزارها به دلیل مقرون به صرفه بودن و حذف دارایی‌ها از ترازنامه، که منجر به آزاد شدن خطوط اعتباری می‌شوند و شرایط استفاده از منابع مالی کم‌هزینه‌تر را فراهم می‌کنند، موردعلاقه و توجه ناشران آن نیز می‌باشند [۹].

یکی از انواع اوراق بهادار به پشتوانه دارایی، اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری است. این اوراق از سال ۱۹۸۷ در بازار بدهی عمومی در ایالات متحده آمریکا منتشر شد و طی سالیان به نقدشونده‌ترین بخش در بازار اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها تبدیل شده است. تنها در کشور ایالات متحده آمریکا در سال ۲۰۱۴ حجم اوراق بهادارسازی دریافتی‌های کارت‌های اعتباری ارزشی بالغ بر ۱۳۶٫۵ میلیارد دلار بوده است. همچنین مطابق آمارهای منتشر شده، این میزان در اتحادیه اروپا معادل ۳۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۶ است [۲۱].

فعالیت‌های اقتصادی و بطور کلی اقتصاد ایران وابسته و متمرکز بر شبکه بانکی است که علی‌رغم عدم تعادل موجود در منابع و مصارف آن، وظیفه عمده تأمین مالی و تخصیص منابع تجهیز شده به بنگاه‌های اقتصادی را نیز بر عهده دارد. در ماه‌های اخیر بحث صدور کارت‌های اعتباری در فضای بازار پولی کشور بسیار مطرح بوده است و با ابلاغ دستورالعمل انتشار کارت اعتباری مرابحه از سوی بانک مرکزی فرآیند صدور آن از سوی بانک‌ها آغاز شده است. با وجود اینکه زمان زیادی از صدور این کارت‌ها در شبکه بانکی کشور نگذشته است، از سوی تسهیلات گیرندگان با استقبال قابل توجهی مواجه شده است و تنها در بانک ملی ایران بیش از ۳۳۰ هزار کارت اعتباری در اختیار

مشتریان قرار گرفته‌است. درصد نکول این کارت‌ها کمتر از ۰.۲٪ بوده که نشان از موفقیت این پروژه دارد. با توجه به درصد بالای مطالبات معوق بانک‌ها و نقدینگی پایین در سیستم بانکی کشور، بیم این وجود دارد که نظام بانکداری کشور توانایی ارائه مناسب این نوع از تسهیلات را نداشته باشد. انتشار اوراق بهادار به پشتوانه کارت‌های اعتباری این امکان را برای بانک‌ها ایجاد خواهد نمود تا با فروش حساب‌های دریافتی ناشی از صدور کارت‌های اعتباری بسیار سریع‌تر از موعد بازپرداخت تسهیلات به وجوه آن دسترسی پیدا کرده و توان پرداخت تسهیلات جدید برای بانک فراهم شده و همچنین نسبت کفایت سرمایه خود را نیز بهبود بخشند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

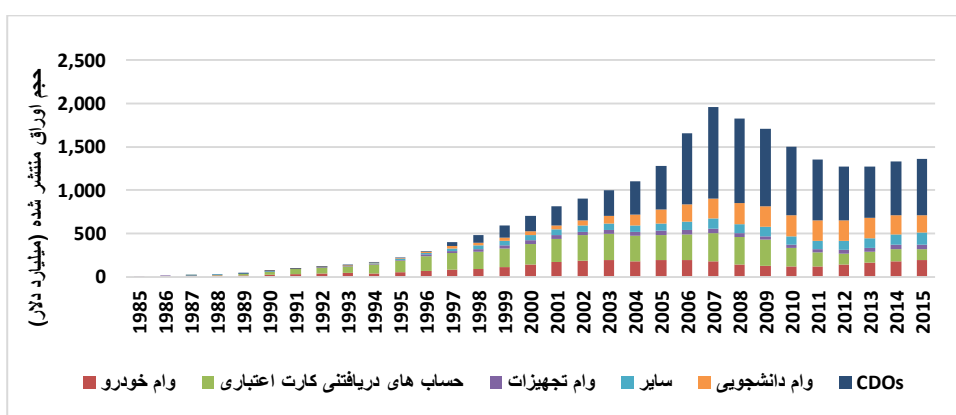
هدف اصلی پژوهش حاضر، ابزارسازی در حوزه تامین مالی مبتنی بر بدهی و طراحی مدل عملیاتی اوراق بهادارسازی دریافتی‌های کارت‌های اعتباری از سوی بانک ناشر کارت اعتباری می‌باشد. این مدل توانایی رفع مشکلات نقدینگی، بهبود نسبت کفایت سرمایه بانک و افزایش توان پرداخت تسهیلات، اثرگذاری در جهت رفع رکود و رونق اقتصادی را دارا می‌باشد. همچنین نوآوری در ابزارهای مالی بازار سرمایه کشور را نیز به همراه دارد.

پژوهش حاضر می‌تواند مورد نظر و توجه نهادهای فعال در بازار سرمایه مانند شرکت‌های تامین سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار، نهادهای نظارتی، بانک‌ها و بانک مرکزی باشد و به عمق بخشی بازار پول و سرمایه کشور کمک نماید.

در این مقاله در ابتدا به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش خواهیم پرداخت و در ادامه باتوجه به سوالات پژوهش، روش‌شناسی پژوهش و مدل عملیاتی انتشار اوراق به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری تبیین می‌گردد و در نهایت با طرح نتایج آزمون‌های آماری به نتیجه‌گیری موضوع می‌پردازیم.

پیدایش اوراق بهادارسازی به دهه ۱۹۷۰ بر می‌گردد، زمانی که وام‌های رهنی خانه توسط آژانس‌های دولت ایالات متحده تجمیع می‌شدند. در اوایل دهه ۱۹۸۰ فرآیند تبدیل سایر دارایی‌هایی که به نوعی دارای درآمد بودند نیز صورت پذیرفت و در سال‌های بعد این بازار به طور چشمگیری گسترش یافت [۱۸]. اوراق بهادارسازی فرآیندی است که طی آن از طریق یک واسطه مالی، دارایی‌های مالی غیرنقدشونده (مانند وام‌های رهنی) تجمیع شده و جریان‌های نقدی ناشی از آن دارایی‌ها مجدد دسته بندی می‌گردد و اوراق بهادار به پشتوانه جریان‌های نقدی دسته بندی شده منتشر می‌شود. این فرآیند به صاحبان دارایی اصلی این امکان را می‌دهد تا دارایی را از ترانزنامه خارج نمایند و بتوانند به‌طورمجدد به وام‌دهی بپردازند در نتیجه نقدینگی بیشتری برای

تامین مالی ایجاد می‌گردد. به محصولاتی که در فرآیند اوراق بهادارسازی ایجاد می‌شوند ابزار تامین مالی ساختاریافته^۱ گفته می‌شود. اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها^۲ باثبات‌ترین نوع از محصولات اوراق بهادارسازی می‌باشد که در طی سالیان با وجود شرایط رونق و رکود بازار اوراق بهادارسازی از پایداری نسبی برخوردار بوده است. نمودار ۱ حجم اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها را بین سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۵ در ایالات متحده آمریکا نشان می‌دهد.



نمودار ۱- حجم اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها در ایالات متحده آمریکا ۱۹۸۵-۲۰۱۵

منبع: SIFMA

از آنجایی که حساب‌های دریافتی معمولاً مهم‌ترین دارایی بانک‌ها موسسات اعتباری است و به دلیلی اینکه ذیل دارایی‌های جاری قرار می‌گیرد از قدرت نقدشوندگی بیشتری نسبت به سایر دارایی‌ها برخوردار است و در نتیجه گزینه مناسبی برای تبدیل به اوراق بهادارسازی به شمار می‌رود. در این پژوهش تلاش شده است تا مدل عملیاتی جهت انتشار اوراق بهادار به پشتوانه حساب‌های دریافتی کارت‌های اعتباری^۳ که نقدشونده‌ترین نوع از اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها می‌باشد طراحی گردد.

مشارکت‌کنندگان زیادی در فرآیند انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری درگیر هستند. صادرکنندگان کارت‌های اعتباری، مانند بانک‌ها و موسسات اعتباری، به عنوان فروشنده مجموعه‌ای از حساب‌های دریافتی کارت‌های اعتباری را به شرکت با مقصد خاص می‌فروشند. زمانی که حساب‌های دریافتی به نهاد واسط منتقل شد، بانی حساب‌های موردنظر را از ترازنامه خود حذف می‌کند. این فرآیند به بانی این امکان را می‌دهد تا از طریق حذف حساب‌ها از

ترازنامه خود نسبت کفایت سرمایه خود را بهبود بخشد و با جذب نقدینگی، نسبت به صدور کارت‌های اعتباری و پرداخت تسهیلات اقدام نماید. نهاد واسط سپس اوراق بهادار به پشتوانه دریافتنی‌های کارت‌های اعتباری را منتشر می‌کند. متعهد پذیرهنویسی به بانی و نهاد واسط در انتشار اوراق بهادار کمک می‌کند و سرمایه‌گذاران بالقوه را به بانی متصل می‌کند. سرمایه‌گذاران که به‌طور عمده شامل صندوق‌های پوششی، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و سایر سرمایه‌گذاران نهادی که به دنبال سود ثابت هستند، نسبت به خرید این اوراق بهادار اقدام می‌کنند. شرکت‌های رتبه بندی اعتباری نیز، نسبت به ارزیابی کیفیت حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری اقدام کرده و رتبه اعتباری اوراق بهادار را تعیین می‌کنند.

معمولا از مکانسیم‌های ارتقای درجه اعتباری^۴ استفاده می‌شود تا اوراق بهادار به پشتوانه دریافتنی‌های کارت‌های اعتباری رتبه اعتباری بالاتری را کسب کرده و سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب نماید. ارتقای درجه اعتباری خارجی می‌تواند از طریق حساب‌های وثیقه نقدی، اعتبارات اسنادی و افزایش درجه اعتباری از طریق ضمانت شخص ثالث صورت پذیرد. ارتقای درجه اعتباری داخلی نیز از طریق اضافه وثیقه، وجوه پشتیبان، شکاف سود و طبقه بندی اعتباری^۵ انجام می‌شود. برخلاف اوراق رهنی و برخی از انواع اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها، اوراق بهادار به پشتوانه دریافتنی‌های کارت‌های اعتباری اوراق بهاداری است که دارایی پایه آن هیچگونه دارایی فیزیکی نیست بلکه تنها شامل مطالبات کارت‌های اعتباری می‌باشد. به همین دلیل نحوه عملکرد بانی در انتشار این اوراق از اهمیت بسیار بالایی برخوردار می‌باشد و سازوکارهای متناسب با ماهیت تسهیلات مورد توجه بانی خواهد بود. رکن بانی در انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دریافتنی‌های کارت‌های اعتباری تنها شامل بانک‌ها و موسسات اعتباری می‌باشد که سازوکارهای عملیاتی متفاوتی از سایر شرکت‌های تجاری دارند و از این جهت نسبت به اوراق به پشتوانه حساب‌های دریافتنی متفاوت است، لذا در تعیین مدل عملیاتی لازم است تا به نحوه عملکرد بانی و تاثیرات انتشار این اوراق بر بانی توجه شود.

مقالات علمی زیادی در مورد اوراق بهادارسازی وجود دارد که به اقتصاد اوراق بهادارسازی، انگیزه‌های بانی برای تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها و تاثیرات اوراق بهادارسازی بر بازار سرمایه و سیستم بانکی می‌پردازند. در ادامه به تعدادی از این مقالات اشاره خواهد شد. ریدیو (۱۹۹۷)، از طریق بررسی انگیزه‌های نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی مشارکت-کنندگان بازار، به طراحی و ارائه مدل بهینه اوراق بهادارسازی به پشتوانه دارایی و تشریح ساختار حاکمیتی این اوراق پرداخت و به اهمیت نقش اطلاعات و انگیزه ناشران در تصمیم‌گیری جهت انتشار این اوراق اشاره نمود [۲۰].

لوتسکینا (۲۰۱۱)، تاثیر اوراق بهادار سازی بر مدیریت نقدینگی بانکها را از طریق گزارش‌های فدرال رزرو از درآمد سه ماهه و ترازنامه بانک‌های آمریکا نشان داد که اوراق بهادار سازی با تبدیل وام‌های غیرنقدشونده به اوراق با نقدشوندگی بالا موجب افزایش اعتبار بانک و همچنین تامین پشتوانه وام‌های پرداختی از طریق اوراق بهادار سازی می‌گردد و حساسیت بانکها نسبت به شوک‌های تامین منابع را کاهش می‌دهد؛ اما از طرفی ریسک نقدینگی در شرایط رکود بازار اوراق بهادار سازی را افزایش می‌دهد [۱۹]. همچنین دافی و گارلیانو (۲۰۰۱) نشان دادند که اوراق بهادار سازی نقدینگی بانکها را افزایش داده و بر روی ارزش کل بازار تاثیر مثبت دارد. هافمن و نیچکا (۲۰۰۸) نیز معتقدند که اوراق بهادار سازی از طریق کاهش هزینه‌های واسطه‌گری و افزایش فرصت تسهیم و تنوع‌بخشی ریسک، خلق ارزش می‌نماید [۱۷] و در ادامه آلبرتازی و همکاران (۲۰۱۴) با تجزیه و تحلیل عدم تقارن اطلاعاتی در معاملات اوراق بهادار سازی بر روی یک میلیون وام مسکن اوراق بهادار سازی شده و اوراق بهادار سازی نشده، به این نتیجه دست یافتند که بین انتقال ریسک و احتمال نکول رابطه برقرار است و نتایج به دست آمده حاکی از آن است که وام‌های اوراق بهادار سازی شده احتمال نکول کمتری نسبت به وام‌های اوراق بهادار سازی نشده دارد [۸]. گرینباوم و تاکور (۱۹۸۷) نیز در پژوهش خود عنوان می‌کنند که اوراق بهادار سازی به بانکها اجازه می‌دهد تا منشاء وام را از کارکرد وجوه وام جدا کنند و همچنین به بانکها اجازه می‌دهد تا ریسک را به همراه دسته‌ای از دارایی‌ها به سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه منتقل نمایند. بنابراین، اوراق بهادار سازی به‌طور بالقوه می‌تواند منجر به کاهش ریسک بانکها شود [۱۵].

در رابطه با ریسک‌هایی که بانکها در فرآیند اوراق بهادار سازی با آنها مواجه هستند، مطالعات مختلفی تاثیر اوراق بهادار سازی را بر روی ریسک بازار بانکها مورد بررسی قرار داده‌اند. فرانکی و کراهنن (۲۰۰۵) و همچنین هینسل و کراهنن (۲۰۰۷) اثرات صدور تعهدات بدهی رهنی را بر روی ریسک سیستماتیک بانکها بررسی کردند و رابطه مثبت بین آنها یافتند [۱۳] [۱۵]. به طور مشابه اوده و میچالاک (۲۰۱۰) نشان می‌دهند که اوراق بهادار سازی ریسک سیستماتیک بانکهای اروپایی را در طول دوره ۱۹۹۷-۲۰۰۷ افزایش داده است [۲۰]. چنگ و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که اوراق بهادار سازی ریسک اطلاعات و ریسک بازار را افزایش می‌دهد [۱۱].

در ارتباط با تاثیرات انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری می‌توان به پژوهش کالومیوس و میسون (۲۰۰۴) با عنوان اوراق بهادار سازی کارت‌های اعتباری و آربیتراژ تنظیمی اشاره کرد. در این پژوهش به بررسی انگیزه و مطلوبیت این روش تامین مالی برای بانک پرداختند و اثرات انتشار این اوراق بهادار را از جنبه‌های مختلف از جمله تاثیر آن بر انتقال ریسک بانی، بهبود نسبت سپرده قانونی و آزادسازی منابع بانک مورد مطالعه قرار دادند [۱۰]. همچنین

هیگینز و میسون (۲۰۰۳) نشان دادند، اوراق بهادارسازی کارت‌های اعتباری اثرات مثبت بلندمدت و کوتاه‌مدت بر بازده سهام بانی و تاثیر مثبت بر عملکرد عملیاتی بانی در بلندمدت دارد [۱۶]. در داخل کشور نیز مطالعات زیادی در زمینه اوراق بهادارسازی و کاربردهای آن صورت گرفته است که از آنها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

فتحی و غفاری (۱۳۹۳) در مقاله‌ای تحت عنوان بررسی تاثیر فرآیند اوراق بهادارسازی بر ریسک اعتباری و ثبات بانکی، در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲، ۲۰ بانک کشور را با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار دادند. نتایج به‌دست آمده حاکی از آن است که، فرآیند اوراق بهادارسازی تاثیری بر روی ریسک اعتباری و ثبات بانکی بانک‌های تجاری ایران ندارد [۶]. در پژوهش‌هایی که در رابطه با کاربردهای اوراق بهادارسازی انجام شده است، سروش (۱۳۸۷) در مقاله‌ای تحت عنوان اوراق مشارکت رهنی ابزار نوین در تامین مالی بانک‌ها، ضمن بررسی اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های رهنی، ابزاری جایگزین با عنوان اوراق مشارکت رهنی را جهت تامین مالی بانک‌ها به ویژه در بخش مسکن ارائه نمود [۵]. تهرانی و همکاران (۱۳۸۸) نیز در مقاله‌ای با عنوان اوراق بهادار سایدکار، ابزاری نوین برای تامین مالی شرکت‌های بیمه، به معرفی جدیدترین نوع اوراق بهادار مرتبط با صنعت بیمه پرداختند و با معرفی مولفه‌ها و دلایل اقتصادی اصلی این ابزار به موارد مختلف استفاده از این اوراق در شرکت‌های بیمه اشاره نموده‌اند [۲].

رهنمای رودپشتی و دژدار (۱۳۹۳) در پژوهشی که در مورد اوراق بهادارسازی دارایی‌های فکری انجام دادند، به مقایسه روش‌ها با یکدیگر و بیان انواع اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری و نقد و بررسی آن پرداختند و در نهایت الگویی جهت تبدیل به اوراق بهادارکردن دارایی‌های فکری ارائه نمودند [۳]. به‌طور مشابه محصی و معدن‌چی زاج (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان اوراق منفعت برند ابزاری برای تامین مالی شرکت‌های دارای دارایی‌های فکری و سرمایه‌انسانی به معرفی مدلی جهت اوراق بهادارسازی مبتنی بر برند برای تامین مالی پرداخته و ابزارها و روش‌ها و همچنین ریسک‌های این اوراق را مورد توجه قرار داده‌اند [۷].

ارضاء و بت شکن (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریاقتنی، ضمن طراحی این اوراق و ارزشگذاری آن، با استفاده از روش دلفی متشکل از ۸۷ نفر از خبرگان حوزه مالی نسبت به اعتبارسنجی این مدل اقدام کردند که با تایید و موافقت اکثریت گروه دلفی مواجه شد [۱].

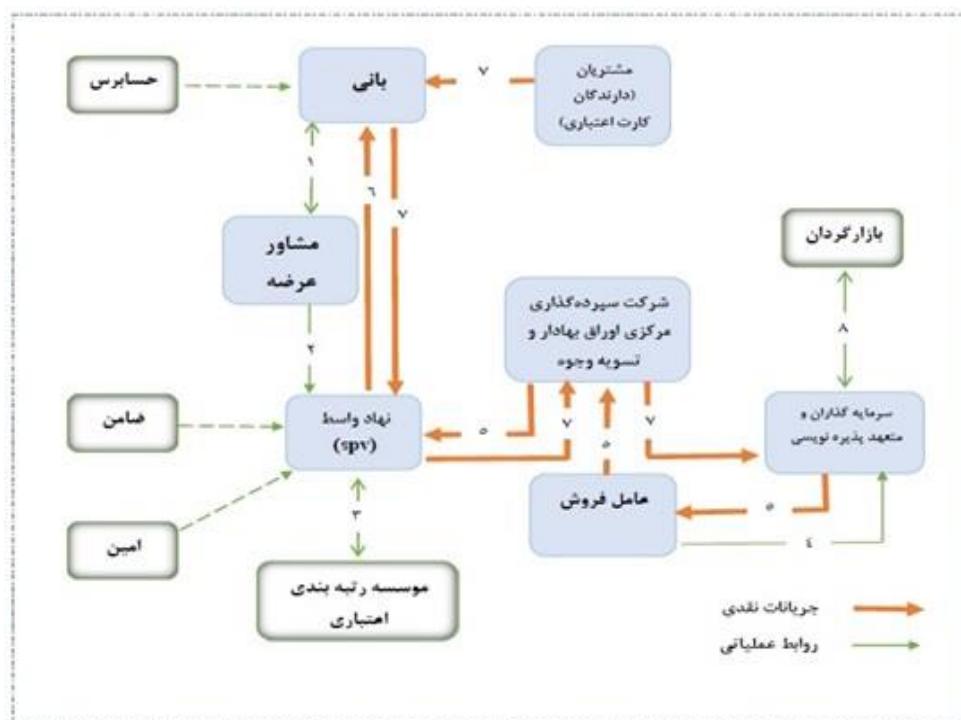
رهنمای رود پشته، سرشار و میرطاهر (۱۳۹۵) در مقاله اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در صنعت لیزینگ با بررسی صنعت لیزینگ در کشور و با توجه به مسائل فقهی و کاربردهای عقود اسلامی

مدلی جهت اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در شرکت‌های لیزینگ در چارچوب بانکداری بدون ربا طراحی نمودند [۴].

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، بنیادی؛ براساس ماهیت و روش از نوع اکتشافی بوده و بر اساس نوع داده‌ها از نوع کیفی می‌باشد. این پژوهش طی مراحل انجام شد:

مرحله اول: در این مرحله با بررسی ادبیات موضوع و مبانی نظری مفهوم اوراق بهادارسازی و انواع آن به ویژه اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، عوامل موثر در اوراق بهادارسازی، احکام و موازین شرعی مورد اهمیت در انتشار اوراق بهادار و مواردی که در طراحی مدل عملیاتی تاثیرگذار است استخراج گردید و مورد بررسی قرار گرفت و در نهایت مدل عملیاتی اوراق بهادار به پشته‌ها دریافتی‌های کارت‌های اعتباری طراحی گردید. مدل عملیاتی طراحی شده در نمودار ۲ نشان داده شده است.



نمودار ۲- مدل عملیاتی انتشار اوراق به پشته‌ها دریافتی‌های کارت‌های اعتباری

ارکان مدل اوراق بهادارسازی به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری

بانی: موسسه اعتباری است که حسابهای دریافتی مرتبط با کارت‌های اعتباری خود را به ناشر (نهاد واسط) می‌فروشد.

ناشر (نهاد واسط): شخص حقوقی که اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری را منتشر می‌نماید. نهاد واسط (SPV) یک موسسه مالی است که توسط بانی جهت انجام یک پروژه خاص انتخاب یا تاسیس می‌شود.

امین: شخص حقوقی مورد تایید بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار است که بر فرآیند انتشار اوراق بهادار نظارت دارد و تمامی نقل و انتقالات مالی با اجازه وی صورت می‌گیرد. امین موظف است به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق و حصول اطمینان از رعایت مقررات و صحت فرآیند عملیات دریافت اقساط، بر عملیات عامل وصول، نظارت و گزارش آن را در مقاطع مقرر به سازمان ارائه نماید.

ضامن: شخصی حقوقی است که بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق را در سررسیدهای مقرر تعهد و تضمین می‌کند. در صورت عدم ایفای تعهدات در سررسیدهای مقرر توسط ناشر یا بانی، ضامن مکلف است با نظارت امین از محل وثایق و تضمین‌های نزد خود و براساس ترتیبات مقرر در قراردادهای فی‌مابین اقدام به ایفای تعهدات نماید.

عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به فروش اوراق بهادار از طرف نهاد واسط اقدام می‌نماید.

موسسه رتبه بندی اعتباری: شرکتی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام به تعیین رتبه اعتباری اوراق می‌نماید.

حسابرس: حسابرس بانی در زمان ارائه طرح تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری باید از میان موسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب شده باشد. بانی موظف به ارائه گزارش توجیهی تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری به همراه اظهارنظر حسابرس می‌باشد.

بازارگردان: جهت ایجاد بازار ثانویه مطمئن و افزایش نقدشوندگی اوراق در بازار ثانویه بازارگردان اقدام به خرید و فروش اوراق می‌نماید.

متعهد پذیره‌نویس: متعهد پذیرنویسی با معرفی بانی و تایید سازمان انتخاب می‌شود. متعهد پذیره‌نویس باید از کفایت سرمایه لازم مطابق مقررات برخوردار باشد.

شرح مدل عملیاتی اوراق بهادارسازی به پشتوانه دریافتنی‌های کارت‌های اعتباری

- (۱) بانی جهت تامین مالی از محل حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری با مشاور عرضه اقدام به انعقاد قرارداد "مشاوره طراحی شیوه تامین مالی و عرضه اوراق بهادار" می‌نماید. مشاور عرضه پس از بررسی شرایط احراز بانی، اقدامات اولیه ذیل را انجام می‌دهد:
 - (الف) برآورد ارزش پرتفوی دارایی شامل حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری.
 - (ب) بررسی نبود مانع یا محدودیت‌های قانونی، قراردادی و قضایی برای انتقال حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری به نهاد واسط.
- (۲) مشاور عرضه پس از تهیه طرح توجیهی و انجام اقدامات اولیه، مبادرت به اخذ موافقت اصولی از سازمان بورس و اوراق بهادار نموده و سپس به نهاد واسط که از جانب شرکت مدیریت دارایی مرکزی تعیین می‌گردد مراجعه می‌نماید.
- (۳) نهاد واسط امیدنامه را جهت تعیین رتبه اعتباری اوراق به موسسه رتبه‌بندی ارائه می‌کند براساس رتبه اعتباری مشخص شده دارایی‌ها، امکان انتشار چند طبقه اوراق با درجه اعتباری متفاوت وجود دارد. یکی از راه کارهای افزایش جذابیت و مقبولیت اوراق نزد طیفی از سرمایه‌گذاران با درجه ریسک‌گریزی متفاوت، انتشار اوراق با سطوح اعتباری مختلف بر روی دارایی پایه اعتبارسنجی شده است در این ساختار، اوراق بدون اولویت در واقع سطوح پوشش ریسک اعتباری اوراق با اولویت است. اگر در مجموعه دارایی پایه نکولی صورت پذیرد، ابتدا این اوراق بدون اولویت هستند که متحمل زیان شده و اوراق با اولویت تنها زمانی متحمل زیان خواهند شد که مقدار زیان محقق شده فراتر از اصل و سود اوراق با اولویت پایین‌تر و همچنین اوراق بدون اولویت باشد. طبقه بندی اوراق بهادار این امکان را می‌دهد تا اوراقی طراحی شوند که رتبه اعتباری آن‌ها بالاتر از متوسط رتبه اعتباری مجموعه دارایی‌های پایه گردد.
- (۴) ناشر(نهاد واسط) اوراق مبتنی بر حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری را با ارزش تنزیل شده (به کسر) از طریق عامل فروش در بازار عرضه می‌کند.
- (۵) سرمایه‌گذاران اقدام به خرید اوراق می‌نمایند. خریداران ضمن خرید اوراق به نهاد واسط وکالت می‌دهند تا نسبت به خرید مطالبات از بانی اقدام نماید. خرید اوراق در بازار اولیه و ثانویه به منزله قبول وکالت نهادواسط بوده که تا سررسید و تصفیه نهایی اوراق معتبر و غیرقابل عزل می‌باشد.
- (۶) واسط با استفاده از وجوه جمع‌آوری شده به وکالت از سرمایه‌گذاران اقدام به خرید دارایی‌های موسسه اعتباری (مطالبات) براساس نرخ تنزیل معین در امیدنامه می‌کند و از طرف صاحبان اوراق، مالک دارایی می‌شود.

- ۷) بانی دیون خود را در این مرحله به‌فروش می‌رساند و عامل وصول یا بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص دیون را از تسهیلات گیرندگان وصول کرده و از طریق عامل پرداخت (شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه) به دارندگان اوراق پرداخت کند.
- ۸) صاحبان اوراق می‌توانند اوراق را نگهداری و در سررسیدهای معین سود و اصل مبلغ سرمایه‌گذاری را دریافت نمایند و یا آنکه اوراق را در بازار ثانویه به فروش برسانند. در صورت عدم تعادل عرضه و تقاضا در بازار ثانویه، بازارگردان مطابق مظنه اعلام شده نقدشوندگی را برقرار می‌کند.
- ۹) پس از انتشار اوراق بهادار، علی‌رغم واگذاری حساب‌های دریافتنی کارت‌های اعتباری از سوی بانی به ناشر، بانی همچنان به ارائه خدمات به دارندگان کارت‌های اعتباری می‌پردازد.

مرحله دوم: در این مرحله با توجه به این موضوع که اوراق طراحی شده برای اولین بار در نظام پولی و مالی کشور ایجاد شده است و سابقه عملیاتی در بازار سرمایه کشور ندارد، لذا موارد مستخرجه در مرحله قبل، در قالب پرسشنامه‌ای شامل ۲۱ سوال در معرض نظرخواهی از خبرگان و صاحب‌نظران در حوزه مالی و حقوقی قرار گرفت و سپس پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند و نتایج آن‌ها استخراج و جمع‌بندی شدند. پایایی پرسشنامه با استفاده از روش آلفای کرونباخ سنجیده شده است. مقدار آلفای کرونباخ در پرسشنامه تحقیق برابر با ۰/۸۲۳ بدست آمده است که خوب تلقی می‌گردد و حاکی از پایایی مناسب پرسشنامه طراحی شده است. اعتبار و روایی سوالات پرسشنامه با استفاده از نظرات متخصصین در حوزه طراحی ابزار و بانکداری سرمایه‌گذاری سنجیده شد و مورد تایید قرار گرفت، بنابراین سوالات پرسشنامه دارای روایی محتوا می‌باشند.

معیارهای انتخاب خبرگان در پژوهش حاضر شامل سابقه علمی و پژوهشی خیره، مرتبط بودن تخصص کاری با موضوع پژوهش، مدت اشتغال در فعالیت‌های مرتبط، درجه تخصص و به طور خلاصه تجربه‌های علمی و شغلی مرتبط با موضوع پژوهش می‌باشد. در مجموع ۱۱۸ نفر خبرگان و صاحب‌نظران بخش مالی و حقوقی جهت مشارکت در این پژوهش تعیین شدند که در نهایت ۹۴ پرسشنامه مورد بررسی قرار گرفت. مشارکت‌کنندگان در پژوهش، ۳۱ درصد دارای تحصیلات دکتری و ۶۹ درصد دارای تحصیلات کارشناسی ارشد، دارای سابقه کار و فعالیت در حوزه مالی و آشنا به روش‌های تامین مالی می‌باشند. درصد پاسخگویی هریک از گروه‌ها در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲- گروه‌های پاسخ‌دهنده

| نسبت | تعداد | گروه‌های پاسخ‌دهنده |
|------|-------|---|
| ۶۰ | ۵۶ | اعضای هیات مدیره، مدیران عامل، مدیران ارشد و کارشناسان نهادهای مالی |
| ۲۹ | ۲۷ | اعضای هیات مدیره، مدیران عامل، مدیران ارشد و کارشناسان ارکان نظارتی |
| ۱۱ | ۱۱ | اعضای هیات علمی دانشگاه‌ها |
| ۱۰۰ | ۹۴ | جمع |

۴- سوالات پژوهش

سوال اصلی که این پژوهش در صدد پاسخگویی به آن می‌باشد عبارت است از: مدل عملیاتی بومی‌سازی شده برای اوراق بهادارسازی دریافتی‌های کارت‌های اعتباری کدام است؟ که در این پژوهش مطابق جدول ۱ از چهار بعد و با استفاده از پرسشنامه ساختاریافته مورد سنجش قرار گرفت.

جدول ۱- تطابق سوالات پژوهش و پرسشنامه

| سوال پژوهش | شماره | سوالات پرسشنامه |
|--|-------|--|
| تاثیر انتشار اوراق بر ساختار مالی بانی | ۱ | انتشار اوراق راه‌کاری موثر جهت بهبود کفایت سرمایه و اصلاح ساختار مالی بانی (در مقایسه با افزایش سرمایه) است. |
| | ۲ | انتشار اوراق، ابزاری اثربخش جهت کاهش میزان مطالبات بانکی در مقایسه با بخش جرایم دیرکرد است. |
| | ۳ | انتشار اوراق، روشی مناسب جهت توسعه عملیات و بهبود توان وام‌دهی بانی در مقایسه با تجهیز منابع از بازار بین بانکی است. |
| | ۴ | انتشار اوراق امکان تامین مالی بانی را با نرخ کمیتر از ابزارهای سپرده‌ای با سررسید متناظر فراهم می‌آورد. |
| انتشار اوراق از منظر قوانین و مقررات | ۵ | خلاء مقرراتی (مقررات مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران) وجود ندارد. |
| | ۶ | خلاء قانونی (قوانین مصوب مجلس شورای اسلامی) جهت انتشار اوراق وجود ندارد. |
| ارکان انتشار اوراق | ۷ | امکان انتشار اوراق بدون رکن ضامن وجود دارد. |
| | ۸ | امکان انتشار اوراق بدون رکن بازارگردان وجود دارد. |
| | ۹ | امکان انتشار اوراق بدون رکن متعهد پذیره نویسی وجود دارد. |
| | ۱۰ | با ایفای نقش ضامن توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری موافق هستید؟ |
| پیامدهای | ۱۱ | با ایفای نقش ضامن توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری موافق هستید؟ |
| | ۱۲ | قابلیت تبدیل اوراق به سهام در سررسید راه‌کاری مناسب جهت تداوم منافع تامین مالی |

| سوال پژوهش | شماره | سوالات پرسشنامه |
|--|-------|--|
| حاصل از اوراق بهادار سازی دریافتی‌های کارت‌های اعتباری بر ریسک‌های مترتب بر بانی و عملیات آن | | انتشار اوراق نسبت به تسویه نقدی می‌باشد. |
| | ۱۳ | انتشار اوراق، راه‌کاری اثربخش جهت تعدیل ریسک نقدینگی بانی در مقایسه با سیاست جذب منابع سپرده‌ای می‌باشد. |
| | ۱۴ | انتشار اوراق، راه‌کاری ابزاری مناسب جهت تعدیل ریسک اعتباری بانی محسوب می‌شود. |
| | ۱۵ | انتشار اوراق، ابزاری کارآمد جهت کاهش ریسک نقدشوندگی مطالبات بانکی می‌باشد. |
| | ۱۶ | انتشار اوراق بر قیمت سهام شرکت بانی تاثیر مثبت دارد. |
| نحوه کشف نرخ و قیمت گذاری اوراق | ۱۷ | کشف نرخ اوراق با استفاده از سازوکار بازار صورت پذیرد. |
| | ۱۸ | بازارگردانی اوراق به قیمت بازار راه‌کاری مناسب جهت تطابق نرخ بازدهی اوراق و نرخ بازده انتظاری سرمایه‌گذاران می‌باشد. |
| | ۱۹ | با توجه به عدم ثبات در نرخ سود سپرده‌های بانکی، انتشار اوراق با سود شناور نسبت به سود ثابت از جذابیت بیشتری برای بانی برخوردار است. |
| | ۲۰ | با توجه به عدم ثبات نرخ سود نظام بانکی، انتشار اوراق با سود شناور نسبت به سود ثابت از جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران نهایی برخوردار است. |
| | ۲۱ | با انتشار اوراق با طبقات اعتباری متفاوت، با نرخ‌های سود متفاوت موافق هستید؟ (به بند ۳ مدل عملیاتی مراجعه شود). |

۵- یافته‌های پژوهش

خلاصه نتایج آزمون‌های آماری در جدول ۳ آمده است.

نتایج آزمون دوجمله‌ای نشان می‌دهد که اکثر سوال‌های پژوهش مورد تایید خبرگان قرار گرفته است. سوال‌های ۸ و ۹ و ۱۰ رد شدند و مشارکت‌کنندگان در این پژوهش، با این سوال‌ها نظر موافق نداشتند. برای سوال‌های ۴ و ۶ و ۷ و ۲۰ تفاوت معناداری میان نظر پاسخ‌دهندگان وجود ندارد. نتایج آزمون t شدت موافقت یا مخالفت خبرگان در هر سوال را نشان می‌دهد. نظر به اینکه نتایج آزمون t در مورد کلیه سوالات معنی‌دار شدند، درجات به سه دسته کم، نسبی و شدید تعریف شدند که با توجه به میزان t به دست آمده و میانگین درجه، درجه هر یک از سوالات مشخص شد. نتایج آزمون کلموگروف-اسمیرنف یک نمونه‌ای نشان داد که خبرگان در مورد همه سوالات به اجماع رسیده‌اند و آزمون کروسکال-والیس نشان داد که بین هر سه گروه پاسخگو در همه سوالات به جز ۱۱ همسانی پاسخ‌ها وجود دارد.

جدول ۳- جمع‌بندی نتایج آزمون‌های آماری

| شماره سوال | تایید یا رد | شدت موافقت یا مخالفت | | | اجماع یا عدم اجماع | همسان بودن پاسخ‌ها |
|------------|--|----------------------|---------|------------------------|--------------------|--------------------|
| | | آزمون t | میانگین | میزان موافقت یا مخالفت | | |
| ۱ | تایید | ۴/۴۹۸ | ۳/۴۹ | موافقت شدید | اجماع | همسان |
| ۲ | تایید | ۲/۶۳۳ | ۳/۳۱ | موافقت شدید | اجماع | همسان |
| ۳ | تایید | ۶/۸۷۴ | ۳/۷۲ | موافقت شدید | اجماع | همسان |
| ۴ | فاقد تفاوت معنادار بین نظرات موافق و مخالف | | | | | |
| ۵ | تایید | ۱/۴۰۹ | ۳/۱۸ | موافقت نسبی | اجماع | همسان |
| ۶ | فاقد تفاوت معنادار بین نظرات موافق و مخالف | | | | | |
| ۷ | فاقد تفاوت معنادار بین نظرات موافق و مخالف | | | | | |
| ۸ | رد | ۱/۶۷۱ | ۳/۲۱ | مخالفت نسبی | اجماع | همسان |
| ۹ | رد | ۱/۳۸۱ | ۳/۱۸ | مخالفت نسبی | اجماع | همسان |
| ۱۰ | رد | ۷/۲۰۰ | ۳/۸۶ | مخالفت شدید | اجماع | همسان |
| ۱۱ | تایید | ۳/۹۳۱ | ۳/۴۹ | موافقت شدید | اجماع | ناهمسان |
| ۱۲ | تایید | ۳/۱۳۵ | ۳/۳۴ | موافقت شدید | اجماع | همسان |
| ۱۳ | تایید | ۱/۳۲۶ | ۳/۱۶ | موافقت نسبی | اجماع | همسان |
| ۱۴ | تایید | ۱/۱۸۴ | ۳/۱۴ | موافقت نسبی | اجماع | همسان |
| ۱۵ | تایید | ۱/۴۲۹ | ۳/۱۸ | موافقت نسبی | اجماع | همسان |
| ۱۶ | تایید | -۱/۹۷۴ | ۲/۷۷ | موافقت نسبی | اجماع | همسان |
| ۱۷ | تایید | ۷/۸۱۰ | ۳/۹۴ | موافقت شدید | اجماع | همسان |
| ۱۸ | تایید | ۴/۷۳۷ | ۳/۵۵ | موافقت شدید | اجماع | همسان |
| ۱۹ | تایید | ۶/۰۲۵ | ۳/۶۵ | موافقت شدید | اجماع | همسان |
| ۲۰ | فاقد تفاوت معنادار بین نظرات موافق و مخالف | | | | | |
| ۲۱ | تایید | ۱۰/۱۷۲ | ۴/۰۴ | موافقت شدید | اجماع | همسان |

نتایج اطلاعات جمع‌آوری شده از خبرگان به تفکیک سوالات اصلی پژوهش به شرح زیر بیان می‌شوند:

- باتوجه به نظر خبرگان مدل عملیاتی طراحی شده برای اوراق بهادارسازی دریافتنی‌های کارت-های اعتباری مناسب است.

- تاثیر انتشار اوراق بر ساختار مالی بانی:
 - انتشار اوراق راه‌کاری موثر جهت بهبود کفایت سرمایه و اصلاح ساختار مالی بانی (در مقایسه با افزایش سرمایه) است.
 - انتشار اوراق، ابزاری اثربخش جهت کاهش میزان مطالبات بانکی در مقایسه با بخشش جرایم دیرکرد است.
 - انتشار اوراق، روشی مناسب جهت توسعه عملیات و بهبود توان وام‌دهی بانی در مقایسه با تجهیز منابع از بازار بین بانکی است.
- خلاء مقرراتی (مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران) جهت انتشار اوراق بهادار دریافتی‌های کارت‌های اعتباری وجود ندارد.
- ارکان انتشار اوراق بهادار دریافتی‌های کارت‌های اعتباری:
 - انتشار اوراق بدون رکن بازارگردان از منظر خبرگان اثربخش نیست.
 - انتشار اوراق بدون رکن متعهد پذیرهنویسی از منظر خبرگان اثربخش نیست.
 - امکان ایفای نقش ضامن توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد.
 - شرکت‌های سرمایه‌گذاری امکان ایفای نقش ضامن اوراق بهادار را دارند.
- پیامدهای حاصل از اوراق بهادارسازی دریافتی‌های کارت‌های اعتباری بر ریسک‌های مترتب بر بانی و عملیات آن:
 - قابلیت تبدیل اوراق به سهام در سررسید راه‌کاری مناسب جهت تداوم منافع تامین‌مالی انتشار اوراق نسبت به تسویه نقدی می‌باشد.
 - انتشار اوراق، راه‌کاری اثربخش جهت تعدیل ریسک نقدینگی بانی در مقایسه با سیاست جذب سپرده می‌باشد.
 - انتشار اوراق، ابزاری مناسب جهت تعدیل ریسک اعتباری بانی محسوب می‌شود.
 - انتشار اوراق، ابزاری کارآمد جهت کاهش ریسک نقدشوندگی مطالبات بانکی می‌باشد.
 - انتشار اوراق تاثیر مثبت بر قیمت سهام شرکت بانی دارد.
- نحوه کشف نرخ و قیمت‌گذاری اوراق:
 - لازم است تا کشف نرخ اوراق با استفاده از سازوکار بازار صورت پذیرد.
 - بازارگردانی اوراق به قیمت بازار راه‌کاری مناسب جهت تطابق نرخ بازدهی اوراق و نرخ بازده انتظاری سرمایه‌گذاران می‌باشد.
 - باتوجه به عدم ثبات در نرخ سود سپرده‌های بانکی، انتشار اوراق با سود شناور نسبت به سود ثابت از جذابیت بیشتری برای بانی برخوردار است.

➤ انتشار اوراق با طبقات اعتباری متفاوت، با نرخ‌های سود متفاوت مناسب می‌باشد.

۶- نتیجه‌گیری و بحث

عمده تامین مالی بانک‌ها در ایران از محل سپرده‌های افراد صورت می‌پذیرد. یکی از راه‌کارهایی که می‌تواند به گسترش شیوه‌های تامین مالی بانکها جهت جذب منابع و اعطای تسهیلات کمک کند فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها می‌باشد که دارایی‌ها غیرنقد را به اوراق بهادار با نقدشوندگی بالا تبدیل می‌کند و بانک‌ها را در مدیریت ریسک‌ها کمک می‌کند. انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها یکی از روش‌های متداول تامین مالی بانک‌ها و موسسات اعتباری در دنیا به شمار می‌روند. با استفاده از این روش تامین مالی منابع مالی قابل توجهی آزاد شده و نقدینگی فراوانی برای بانک‌ها ایجاد می‌گردد. یکی از ابزارهای طراحی شده براساس اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری می‌باشد. این اوراق از سابقه طولانی در دنیا برخوردار است و همواره از باثبات‌ترین و نقدشونده‌ترین انواع اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها بوده‌است. از این رو انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری با توجه به قوانین و مقررات و بررسی اثرات انتشار این اوراق بر ساختار عملیاتی و مالی بانی موضوع این پژوهش بوده و مدل عملیاتی انتشار این اوراق طراحی و در مقاله به تفصیل مورد بررسی قرار گرفت.

باتوجه به اطلاعات جمع‌آوری شده از خبرگان می‌توان نتیجه گرفت بانک‌ها به کمک استفاده از این ابزار می‌توانند باتوجه به محدودیت منابع و با اتکا به حساب‌های دریافتی کارت‌های اعتباری، به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده و از راه بازار سرمایه تامین مالی کنند. به این ترتیب منابع درگیر در تسهیلات کارت‌های اعتباری به واسطه استفاده از این ابزار مجدداً آزاد شده و منابع جدیدی در اختیار بانک‌ها قرار می‌گیرد و توان وام‌دهی بانک‌ها را افزایش می‌بخشد. همچنین انتشار این اوراق تأثیرات مثبتی بر بهبود نسبت کفایت سرمایه و اصلاح ساختار مالی بانی دارد. انتشار این اوراق به مدیریت ریسک‌های بانی کمک شایانی کرده و ریسک‌های نقدینگی، اعتباری و نقدشوندگی بانی را تعدیل می‌کند و تأثیرات مثبتی بر قیمت سهام شرکت بانی می‌گذارد.

براین اساس پیشنهاد می‌گردد نهادهای ناظر بر فرآیند انتشار اوراق به پشتوانه دریافتی‌های کارت‌های اعتباری یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، مقررات و دستورالعمل‌های لازم جهت انتشار این ابزار را تهیه کنند. همچنین بانک‌ها در جایگاه بانی باید زیرساخت‌های اطلاعاتی از جمله استفاده از موسسات رتبه‌بندی اعتباری جهت تعیین ریسک و ارزش ریالی تسهیلات را فراهم آورد. با توجه به تنوع تسهیلات پشتوانه انتشار اوراق بهادار، جهت تحلیل‌پذیری ریسک‌های مترتب بر دارایی برای سرمایه‌گذاران نهایی لازم است تا اوراق بهادار منتشر شده و

تسهیلات مورد اعتبارسنجی مناسب قرار گیرند، لذا پیشنهاد می‌گردد تا نسبت به تاسیس موسسات رتبه‌بندی اعتباری اقدام شود. با توجه به این موضوع که در حال حاضر موسسات رتبه‌بندی اعتباری معتبر در بازار سرمایه کشور فعالیت ندارند، لذا بر اساس یافته‌های تحقیق و تجربه عملیاتی انتشار اوراق پیشنهاد می‌شود تا زمان تاسیس موسسات رتبه‌بندی، ضمانت نهادهای مالی از ارکان اوراق بدهی ناشرین غیر دولتی حذف نشود. در زمان پذیره نویسی اوراق، ممکن است نرخ بازده موردانتظار سرمایه‌گذاران (نرخ تنزیل موردانتظار) با نرخ سود اسمی اوراق تطابق نداشته باشد، به همین جهت پیشنهاد می‌گردد تا کشف نرخ و بازارگردانی اوراق با استفاده از سازوکار بازار صورت پذیرد. به بانک‌ها متقاضی انتشار این اوراق پیشنهاد می‌گردد با استفاده از مکانیسم‌های افزایش درجه اعتباری و طبقه بندی اعتباری از مزایای این روش برای افزایش جذابیت اوراق و مقبولیت اوراق برای سرمایه‌گذاران با درجه ریسک گریزی متفاوت می‌شود بهره گرفته شود.

فهرست منابع

- * ارضاء، امیرحسین و بت شکن، محمدهاشم (۱۳۹۴). طراحی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی، دانش سرمایه گذاری، ۴(۱۶): ۸۹-۱۱۰.
- * تهرانی، رضا؛ ناصرپور، علی رضا و رحیمی، امیرمحمد (۱۳۸۸). اوراق بهادار سایدکار، ابزاری نوین برای تامین مالی شرکت های بیمه، مقالات دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، تهران.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و دژدار، محمد مهدی (۱۳۹۳)، طراحی الگوی تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی های فکری، دانش سرمایه گذاری، ۴(۱۶).
- * رهنمای رودپشتی، فریدون؛ سرشار، مهدی یار و میرطاهر، سید جواد (۱۳۹۵). اوراق بهادار سازی دارایی ها در صنعت لیزینگ، دانش سرمایه گذاری، ۵(۱۸): ۳۵-۵۰.
- * سروش، ابودر (۱۳۸۷). اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانک ها، اقتصاد اسلامی، ۸(۲۹): ۱۶۳-۱۸۸.
- * فتحه، محمدحسین؛ غفاری، سپیده (۱۳۹۳). بررسی تاثیر فرآیند اوراق بهادار سازی بر ریسک اعتباری و ثبات بانکی: شواهد تجربی از بانک های تجاری ایران، دانش سرمایه گذاری، ۴(۱۶): ۷۵-۸۸.
- * محمصی، احمدعلی و معدن چی زاج، مهدی (۱۳۹۳). اوراق منفعت برند ابزاری برای تامین مالی شرکت های دارای دارایی های فکری و سرمایه انسانی، دانش سرمایه گذاری، ۴(۱۶): ۱۲۳-۱۱۱.
- * Albertazzi, Ugo and Eramo, Ginette and Gambacorta, Leonardo and Salleo, Carmelo (2014). Asymmetric information in securitization: An empirical Assessment. *Journal of Monetary Economics*, 71: 33-49.
- * Baig, Suleman and Choudhry (2013), Moorad. *The mechanics of securitization: a practical guide to structuring and closing asset-backed security transactions*. Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- * Calomiris, C.W. & Mason, J.R. (2004). Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage. *Journal of Financial Services Research*, 26: 5
- * Cheng M, Dhaliwal D, Neamtiu M (2011) Asset securitization, securitization recourse, and information uncertainty. *Account Rev* 86:541-568
- * Duffie D, Gârleanu N (2001) Risk and valuation of collateralized debt obligations. *Financial Analysts Journal*, 57:1
- * Franke G, Krahen JP (2005) Default risk sharing between banks and markets: the contribution of collateralized debt obligations. CFS working paper No. 2005/06
- * Greenbaum SI, Thakor AV (1987) Bank funding modes: securitization versus deposits. *J Bank Financ*, September 1987, 379-401
- * Haensel D, Krahen JP (2007) Does credit securitization reduce bank risk? Evidence from the European CDO market, working paper.

- * Higgins, Eric, Mason, Joseph, (2003). What is the value of recourse to asset-backed securities? A clinical study of credit card banks. *Journal of Banking and Finance*, 28(4), 875-899.
- * Hoffmann, Mathias and Nitschka, Thomas. "Securitization of Mortgage Debt, Asset Prices and International Risk Sharing." Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich Working Paper Series, Working Paper No. 376. October 2008
- * Jobst, Andreas., (2008). "What is Securitization". *Journal of Finance and Development*. Vol. 2.
- * Loutskina, Elena (2011). The role of securitization in bank liquidity and funding management. *Journal of Financial Economics* 100 (2011) 663–684.
- * Riddiough, Timothy J. (1997). Optimal Design and Governance of Asset-Backed Securities. *Journal of Financial Intermediation* 6: 121–152
- * SIFMA. (2016), Securities Industry and Financial Markets Association. <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589959616>
- * Uhde A, Michalak T (2010) Securitization and systematic risk in European banking: empirical evidence. *J Bank Financ* 34:3061–3077