

# ریسک، بازارهای سرمایه



● نویسنده: جوزف دمی  
● مترجم: ابوالقاسم راه‌چمنی

## افزایش سرمایه

بیشتر معاملات بازارهای سرمایه با شرکت‌های بیمه هنوز جنبه مالی دارد. شرکت‌ها برای تقویت بنیه مالی خود می‌توانند از طریق افزایش سرمایه و انتشار سهام اقدام کنند یا اینکه وام بگیرند. در سال‌های اخیر نوعی مکانیسم تلفیقی از این دو نیز بوجود آمده است. بخش بیمه می‌تواند در بورس سهام خود را افزایش دهد. علاوه بر آن در بازارهای مالی می‌تواند وام نیز بگیرد تا سرمایه خود را افزایش دهد.

در سال‌های اخیر بازارهای مالی به شناخت بهتری از مقوله ریسک در شرکت‌های بیمه دست پیدا کرده‌اند و به همین دلیل برای اعطای اعتبار به این شرکت‌ها آمادگی بیشتری یافته‌اند. قیمت‌گذاری معاملات مربوط به پرداخت وام بیشتر معمول شده و از قواعد شناخته شده‌ای تبعیت می‌کند. در مجموع می‌توان گفت گستره و فراوانی معاملات مربوط به اعطای اعتبار در شرکت‌های بیمه، همانند بانک‌هاست. در گذشته بیمه‌گرانی که رتبه اعتباری چندان قوی نداشتند، مجبور بودند به بیمه اتکایی متوسل شوند، اما امروزه آنها می‌توانند به

برخلاف بانک‌ها که انتقال ریسک به بازارهای سرمایه از طریق توثیق به صورت گسترده‌ای به عنوان یک تکنیک مالی رواج دارد، در صنعت بیمه انتقال ریسک هنوز در مراحل اولیه خود قرار دارد. بیمه اتکایی به عنوان راهکاری برای انتقال ریسک هنوز هم نقش اساسی خواهد داشت ولی به تدریج ابزارهای جدیدی برای انتقال ریسک به بازارهای مالی در بخش بیمه‌های اموال و اشخاص شکل می‌گیرد. مشکلات مربوط به مدلسازی ریسک‌های بیمه‌ای و شفاف نبودن آنها از موانع گسترش انتقال ریسک به بازارهای مالی به‌شمار می‌رود.

در این مقاله تعاملات روزافزون بیمه‌گران و بازارهای سرمایه که با هدف انتقال ریسک بیمه‌ای به سرمایه‌گذاران نهادی (*institutional investors*) انجام می‌شود، بررسی خواهد شد. در این تعامل دو جنبه وجود دارد: جنبه مالی که مربوط به افزایش بهره‌وری از منابع مالی و تقویت قدرت مالی (جذب سرمایه) است. جنبه دیگر که انتقال ریسک بیمه‌ای است.

به تدریج با یکدیگر هماهنگ و همسان می‌شوند ولی در استفاده از وثائق بسیار متفاوت از یکدیگر هستند. در آمریکا رهن یا وثیقه مبتنی بر اموال ( اموال تضمین قرض به‌شمار می‌روند) یک سوم اموال و دارایی‌های بانک‌ها به‌شمار می‌روند و در حال حاضر حدود ۳/۰۰۰ میلیارد دلار است. اما در بخش بیمه این رقم در سطح جهان فقط ۱۰ میلیارد دلار است. در بانکداری توثیق با این هدف انجام می‌شود که ریسک‌های دارایی‌های معینی به بازارهای مالی منتقل شود ولی ریسک‌هایی که در صنعت بیمه منتقل می‌شود، عموماً در خصوص مسئولیت‌هاست.



شرکت بیمه از طریق توثیق (securitization) ریسک‌های بیمه‌ای، منابع مالی حاصل از صدور بیمه‌نامه‌ها را به وثیقه‌های مالی قابل دادوستد تبدیل می‌کند. منابع مالی حاصل از وثائق (security) صادر شده، در صورت وقوع ریسک بیمه‌ای یا حادثه به سرعت قابل نقد شدن هستند.

زمانی که بیمه‌گر یک ریسک را بیمه می‌کند باید درباره قیمت پذیرش این ریسک تصمیم‌گیری کند. پذیرش ریسک پیامدهای مستقیم و فوری بر ساختار مالی شرکت بیمه دارد. بیمه‌گر باید از طریق «مدیریت سرمایه» (capital management) بین منافع ذینفعان (بیمه‌گذاران سهامداران، دارندگان اوراق قرضه) و توان مالی شرکت موازنه ایجاد کند. زمانی که بیمه‌گر ریسک را بیمه می‌کند یا می‌تواند آن را نزد خود نگاه دارد یا اینکه بخشی از آن را به بیمه‌گر اتکایی منتقل کند. شرکت‌های بیمه به صورت سنتی ریسک‌های اموال و حوادث و اشخاص را پوشش می‌دادند ولی امروزه با ریسک‌هایی مواجه شده‌اند (بالا یا و فجایع طبیعی) که نگهداری آنها به لحاظ مالی دشوار است و بر همین

راحتی از بازارهای مالی وام بگیرند. در بازارهای مالی امروزه مفهوم جدیدی پدیدار شده است که «سرمایه دورگه» (hybird capital) نامیده می‌شود و دارای ویژگی‌های سهام و اوراق قرضه است. سرمایه هیبرید بخش عمده معاملات شرکت‌های بیمه در بازارهای سرمایه را تشکیل می‌دهد.

ساختار چنین معاملاتی هنوز تا حد زیادی به وسیله قانونگذاران و سازمان‌های تنظیم مقررات در کشورهای مختلف، تعیین می‌شود. برخی از انواع سرمایه‌های هیبرید در پاره‌ای از کشورها مجاز دانسته نمی‌شود در کشورهایی که مجاز است ممکن است

مقررات مختلفی در خصوص مالیات بر آنها جاری شود و بنابراین سودآوری آنان برای بیمه‌گران و سرمایه‌گذاران متفاوت خواهد بود.

حرکت تدریجی به سوی یکسان شدن قواعد و مقررات مربوط به افزایش سرمایه با گسترش ارتباطات و همبستگی بازارهای مالی در جهان، افزایش همکاری بین نهادهای نظارت در کشورهای مختلف برای تسهیل گردش مالی در سطح بین‌المللی ضروری به نظر می‌رسد.

در گذشته مقررات و قوانین بانک و بیمه به صورت مجزا از یکدیگر تدوین می‌شد ولی امروزه نوعی همبستگی و ارتباط بین آنها در حال شکل‌گیری است. کشورهای زیادی نهاد نظارتی و تنظیم‌کننده مقررات برای بانک و بیمه را در یکدیگر ادغام کرده‌اند. این مسئله سبب می‌شود تعامل و ارتباط صنعت بیمه و بانکداری با یکدیگر افزایش یابد.

برای گسترش همکاری بین بانک و بیمه در بازارهای سرمایه، همکاری نهادهای تنظیم مقررات در کشورهای مختلف ضروری است. کمیسیون اروپا در سال‌های اخیر به همین منظور «کمیته نهادهای نظارتی بر بیمه و صندوق‌های بازنشستگی شغلی اروپا» را تأسیس کرد. این کمیته متشکل از نمایندگان عالی رتبه نهادهای نظارت بر بیمه و صندوق‌های بازنشستگی شغلی از کشورهای عضو اتحادیه اروپاست تا مقررات مربوط به صنعت بیمه را هماهنگ کند.

#### انتقال ریسک بیمه‌ای از طریق وثیقه

اگرچه بانک‌ها و بیمه‌ها در بخش تأمین سرمایه و تغییر ساختار

"یک بار در هر قرن" محاسبه می شود. نصف دیگر اوراق قرضه به صورت "قرضه خسارت" ( indemnity bonds ) هستند. یعنی در صورت وقوع خسارت پرداخت می شوند.

در زمینه بیمه های اموال در سال های اولیه شکل گیری انتقال ریسک های بیمه ای به بازارهای مالی، فقط ریسک های نادر (بلا یای طبیعی نادر مانند توفان ها یا زلزله ها) که خسارت گسترده ای برجای می گذاشتند را شامل می شد ولی در سال های اخیر الگوها عوض شده و ریسک های کوچک تر که احتمال وقوع آنها بیشتر است نیز به بازارهای مالی منتقل می شوند. شرکت AXA در این زمینه پیشرو بوده است و در سال ۲۰۰۵ برای پوشش ریسک های خودرو در فرانسه ۲۰۰ میلیون یورو اوراق قرضه فروخت.

پس از آن شرکت سوئیس ری ۲۵۲ میلیون یورو اوراق قرضه منتشر کرد و به این ترتیب گروه سوئیس ری توانست در بازارهای مالی پوشش لازم برای بیمه های اتکایی در مقابل خسارت غیر مترقبه به اعتبار تجاری ( trade credit ) در مواقع بحران های اقتصادی، تامین کند.

انتقال ریسک های بیمه ای به بازارهای سرمایه و توثیق آنها هنوز در مراحل شکل گیری خود قرار دارد و قابل مقایسه با وضعیت ۲۰ سال پیش صنعت بانکداری است.

گروه سی (Group of Thirty) در سال ۲۰۰۶ گزارشی با عنوان "بیمه اتکایی و بازارهای مالی بین المللی" منتشر کرد و در آن مسائل مختلف مربوط به بیمه و بازارهای مالی بررسی شده است. این گزارش هشت مشکل پیش روی توثیق ریسک های بیمه ای را چنین برشمرد:

- مسائل حقوقی
- استاندارد سازی قراردادها
- مدلسازی و اطلاعات آن
- افشای اطلاعات مربوط به ریسک ها
- فقدان شاخص های مناسب
- بالا بودن هزینه های معاملات
- مسائل مربوط به رتبه بندی
- تقاضای گرامت

حضور صنعت بیمه در بازارهای سرمایه اگر چه هنوز در مراحل اولیه خود قرار دارد ولی این بازار به تدریج در حال گسترش است.

شفافیت و تقویت روش های مدلسازی ریسک های بیمه ای از عوامل اصلی موفقیت و گسترش این مفهوم خواهد بود.

اساس سعی دارند آنها را به بازارهای مالی منتقل کنند. انتقال ریسک بیمه ای به بازارهای مالی از طریق وثیقه گذاری انجام می شود. البته انتقال ریسک های بیمه ای به بازارهای مالی هیچ گاه جایگزین بیمه اتکایی نخواهد شد بلکه مکمل آن خواهد بود.

نوع ریسک هایی که صنعت بیمه به بازارهای مالی منتقل می کند نیز به تدریج در حال گسترش و متنوع شدن است. در ابتدا فقط ریسک های کم دامنه که احتمال وقوع آنها اندک بود ولی در صورت وقوع خسارت گسترده ای برجای می گذاشت، به بازارهای مالی منتقل می شدند مانند توفان ها و گردبادها. اما امروزه ریسک ها دیگر مانند ریسک های مربوط به بیمه های اشخاص نیز به این حوزه وارد شده اند.

در سال ۲۰۰۴ صنعت بیمه ۱۱ درصد از درآمدهای خود در بخش بیمه های اموال را به بیمه گران اتکایی منتقل کرد و در بخش بیمه های اشخاص این رقم ۱۱ درصد بود. بیمه گران اتکایی در این سال حدود ۱۶۸ میلیارد دلار حق بیمه تولید کردند که ۸۰ درصد آن از بیمه های اموال و ۲۰ درصد باقیمانده از بیمه های اشخاص بود.

در سال های اخیر شرکت های بیمه برای انتقال ریسک های بیمه ای به بازارهای مالی به تدریج از روش توثیق ریسک ( risk securitization ) استفاده می کنند. بازارهای مالی می توانند علاوه بر ظرفیت موجود در بخش بیمه های اتکایی، امکانات جدیدتری برای شرکت های بیمه ارائه کنند و مکمل بیمه های اتکایی باشند.

در سال ۱۹۹۵ به دلیل افزایش هزینه های بیمه های اتکایی که در نتیجه حوادث و بلا یای طبیعی بود، اوراق قرضه بلا یای طبیعی ( catastroph bonds ) در بخش بیمه های اموال و اشخاص پدید آمد. خسارت گسترده شرکت های بیمه در توفان اندرو در سال ۱۹۹۲ و زلزله نورث ریج ( northridge ) صنعت بیمه را متقاعد کردن در پی راهی برای انتقال ریسک هایی که به ندرت اتفاق می افتد ولی در صورت وقوع خسارت های گسترده ای در پی دارد، به خارج از این صنعت باشند. از آن زمان شرکت های بیمه به تدریج از بازارهای مالی به جای بیمه اتکایی استفاده می کنند.

تاکنون اوراق قرضه بلا یای طبیعی مهم ترین ابزار انتقال ریسک های بیمه ای به بازار سرمایه به شمار می رود ولی هنوز ارقام آن چندان زیاد نیست. حدود نیمی از اوراق قرضه بلا یای طبیعی دارای معیارهای عینی هستند مانند سرعت باد یا شدت زلزله این معیارها معمولاً احتمال وقوع آنها براساس اصل