

## چه کسی از بازارهای سرمایه وحشت دارد؟

به نظر کوین کالاهان، مدیر اجرایی واحد بازارهای سرمایه در شرکت بیمه اتکایی آتون که در کنفرانسی با عنوان "ادغام بیمه و ریسک مالی - در ۵ سال آینده" در برلین بیان شده است، همگرایی بیمه و بازارهای سرمایه نه فقط یک تهدید نیست بلکه آن را یک "فرصت بزرگ" برای بیمه گران، بیمه گران اتکایی و مدیران ریسک قلمداد می کند. وی که قبلاً در بانک سرمایه گذاری گلدمن سچز (Goldman Sachs) فعالیت داشته، گفت روی پیش بینی مذکور شرط بندی بزرگی انجام داده است.

در حالیکه کالاهان و سایر سخنرانان کنفرانس دلایل مراجعه مدیران ریسک شرکت ها به بازارهای سرمایه (به جای راه حل های بیمه ای متعارف) را بیان کردند اما هنوز شواهد اندکی مبنی بر اشتیاق آن ها برای انجام این کار وجود دارد. این نگرش دلسردکننده در قبال بازارهای سرمایه را رای اولسن، رئیس بخش مدیریت ریسک شرکت Citigroup به طور مختصر و مفید با عنوان

"راه حل های پرشمار که در جستجوی مشکلات هستند" بیان کرد.

کالاهان در سخنرانی خود سه فرضی را که منتهی به همگرایی بیمه و بازار سرمایه می شود بیان کرد این فرض عبارتند از:

- خطر خطر است.

- سرمایه قابل معاوضه است.

- مدیریت ریسک اساساً همان مدیریت سرمایه است.

بسه نظر وی، "اگر سرمایه رایگان بود، تقریباً تمام ما باید بیکار می شدیم. در صورت وقوع هر حادثه بد، اگر بتوانیم دست خود را دراز کنیم و مقدار دیگری سرمایه رایگان به چنگ آوریم، من نمی دانم دیگر چه نیازی به صرف زمان برای مدیریت ریسک باشد". به ادعای وی برخی شرکت ها، که معمولاً در عرصه تکنولوژی پیشرفته فعالیت دارند و سهام آنها درآمدزایی بالایی دارد، هیچگونه پوشش بیمه ای خریداری نکرده اند زیرا اساساً سرمایه برای آن ها رایگان تمام شده است. اگر مدیریت ریسک همان مدیریت سرمایه باشد، اندیشه درباره سرمایه و بیمه باید توأم با هم صورت گیرد.

اصلی درزندگی بشرمی باشند. "بیمه گرمصدق کسی است که طی معامله ای با شما ، توافق می کند که بخشی از یک ریسک مشخص را در قالب یک فعالیت ساده که با سرعت زیاد قابل انجام است ، برای شما مزیت های مالیاتی در پی دارد، تحت مراقبت سازمان های نظارتی است و به دلیل تضمین پرداخت خسارت محتمل بر وقوع ریسک، مزیت های هزینه ای فوق العاده دارد بپذیرد". مزیت دیگر بیمه که نیکلاس پرسیوال، معاون مدیر یک مرکز تحقیقاتی در لندن به آن اشاره کرد این است که بیمه یک شکل انعطاف پذیر سرمایه است ، سرمایه ای که به موقع عرضه می شود. کالاهان در ادامه سخنرانی خود گفت که ، بیمه گران و بیمه گران اتکایی باید از نو در مورد نیازهای اساسی هر موسسه بیندیشند، آن هم با طرح این سوال که ، "چه محصولی را می توانم به مشتری ارائه دهم که موجب کاهش هزینه های سرمایه و افزایش ارزش آن شود؟" سوال نغز مذکور را برایان کاواموتو، مدیر امور روش های دیگر انتقال ریسک (Alternative Risk Transfer) سوئیس ری در آمریکا پاسخ داد. وی یک شرکت را مثال زد (بدون آن که نام شرکت را ببرد) که ذخایر زیست محیطی را از طریق

به نظر کالاهان ، اولین مرحله برای همگرایی بازار سرمایه و بیمه چیزی نیست به جز توجه مستمر و همه جانبه به ترانزنامه و نحوه حمایت از ثروت اساسی سهامدار. در مرحله دوم، ارزش اقتصادی بنگاه از طریق مدیریت کاراتر سرمایه تقویت می شود. وی در ادامه سخنرانی خود تحولاتی را که در طول ۱۵ سال گذشته در نحوه تامین مالی شرکت رخ داده است بیان کرد. در حال حاضر تامین مالی با اتکای کمتر به فروش سهام و اعتبارات بانکی و اتکای بیشتر به سهام ممتاز و بدهی بلندمدت فرعی وجود دارد. وی گفت "روش مورد استفاده شرکت ها برای تامین مالی و مدیریت سرمایه خود در مقایسه با ۱۵ سال پیش کاملاً متحول شده است و این نیز ناشی از پیدایش ابزارهای جدیدی است که به کمک آن شرکت ها می توانند سرمایه کافی را تامین نمایند ولی با سهم کمتر برای سرمایه ای که گران تر تمام می شود.

این تحولات تاکید است بر فرصت های بیش آمده برای شرکت های بیمه و بیمه اتکایی و مدیران ریسک. به نظر کالاهان ، بیمه و بیمه اتکایی از جمله کاراترین محصولات تولیدی در سراسر جهان هستند. این دو نخستین محصولات جنبی یا تکمیل کننده محصولات

کارگزاران امر تلاش می کنند تا تامین سرمایه را بدون هیچ گونه ریسک انجام دهند. پذیرش ریسک می تواند یک مزیت واقعی باشد؛ اما اگر آن را تامین کنیم." با وجود این، وی نیز مدیران ریسک را از اینکه انتظارات گسترده ای از بیمه گران خود داشته باشند برحذر می دارد. وی در سخنرانی خود گفت، "پاسخ من به مدیران ریسکی که به دنبال بیمه کردن درآمد سهام شرکت خود باشند این است: اگر می خواهید ریسک پذیران (یا همان شرکت های بیمه) ریسک سهام را بپذیرند، آیا آمادگی برای پرداخت منفعتی شبیه بازده سهام به آن ها دارید؟"

### نقش مهم مدیران ریسک در همگرایی بیمه و بازار

#### سرمایه

به نظر کالاهان، "مدیر ریسک نقش مهمی در فهم نحوه وقوع همگرایی بیمه و بازار سرمایه و فراهم کردن شرایط لازم برای آن دارد. به عقیده وی، در حالیکه بازارهای سرمایه اساساً بسیار ساده هستند و محصولات آن ها اصولاً شکل کالا را دارد، بیمه با مسائل حقوقی مالیاتی و مقرراتی خاص هر شرکت مواجه است. وی در ادامه سخنرانی خود گفت: مدیران ریسک نقش خطیری در درک این مسائل دارند.

کپتو به بازار بیمه اتکایی منتقل می کند. این دقیقاً همان کاری بود که بوسیله شرکت هانسن (Hanson) با بازارهای جدید بیمه اتکایی سوئیس انجام شد.

به گفته کاواموتو، پس از اعلام این معامله قیمت سهام شرکت طی مدتی کمتر از ۶ ماه از ۲۴/۶ دلار در ماه آگوست ۱۹۹۸ به ۳۹ دلار در پایان سال افزایش یافت. به اعتقاد وی، گرچه بخشی از این افزایش ناشی از تحولات عمومی بازار بود، ولی می توان گفت که معامله فوق بدلیل تامین سرمایه بالا توسط بازار ۲ میلیارد دلار ارزش سهام ایجاد کرد. تحلیلگران سرمایه گذاری احساس کردند که شرایط فراهم شده فوق ناکافی است و در نتیجه پول خوبی به شکل بیمه اتکایی وارد کار شد.

وی گفت، "ما این ریسک را درک می کنیم، و قصد داریم آن را از شما دور کنیم." نظرات کاواموتو نیز تاکید دوباره بر دیدگاه مثبت کالاهان در مورد آینده بیمه و بیمه اتکایی بود. وی گفت، "هنگامی که درباره ریسک حادثه و به عبارت دیگر، ریسک پذیری واقعی سخن می گوئید بیمه گران قصد مهار ریسک را دارند ولی با کمال میل آن را می پذیرند. در مقابل، در بازارهای سرمایه

آن ها در پی وعده و تعهدی برای  
جبران سرمایه از دست رفته هستند.

به نظر وی، تبدیل ریسک بیمه ای به اوراق  
بهادار به سه دلیل زیر مورد توجه شرکت های  
متقاضی بیمه قرار گرفته است.

- ممکن است در برخی حوزه های محدودیت  
ظرفیت وجود داشته باشد. به همین دلیل بیشتر  
موارد تبدیل ریسک بیمه ای به اوراق بهادار  
تاکنون مربوط به حوادث فاجعه آمیز بوده است  
زیرا تجمع ریسک بدین معنی است که حتی در  
شرایط فعلی بازار برخی محدودیت های ظرفیت  
وجود داشته است.

- اوراق بهادار تضمین شده از امنیت بالایی  
نیز برخوردار است. جان کایرنان، معاون ارشد  
بانک سرمایه گذاری برادران لمان، در توضیح  
بیشتر این نکته می گوید که اوراق قرضه حوادث  
فاجعه آمیز معمولاً لایه های بالاتر را پوشش  
می دهند. این لایه ها حوادث ۱۰۰ ساله است  
که می تواند مشکل توان پرداخت بدهی برای  
بیمه گران اتکایی را پدید آورد. در نتیجه، توان  
اعتباری بیمه گر اتکایی مسئله مهمتری در این  
لایه ها است. وی گفت، در این حوزه شمار  
بیمه گران اتکایی که اعتبار بالایی داشته  
باشند اندک است.

آن ها ریسک های مهم را درک می کنند و  
منبع اطلاعات مناسب و قابل استفاده برای  
سرمایه گذاران بازار بیمه یا بازار سرمایه  
هستند که تمایل به پذیرش این ریسک ها دارند.  
در نهایت و احتمالاً، مهمتر از همه، مدیر  
ریسک منبع ارتباط هر شرکت با بازار بیمه و  
بیمه اتکایی است که کاتالیزور برای ایجاد  
محصولاتی است که بطور اساسی نیازهای  
مشتری را برآورده می کند. وی گفت این  
تحولات در شرکت هایی که در آن ها مدیر  
ریسک نقش بسیار مهمی ایفا می کند عملاً رخ  
داده است.

به نظر کالاهان، "تبدیل ریسک بیمه ای به  
اوراق بهادار تنها یک جزء کوچک فرآیند  
همگرایی بازارهای بیمه و سرمایه است."  
اقداماتی را که تاکنون انجام شد باید به  
دو بخش مجزا تقسیم کرد، یکی از آن ها  
قراردادهای بیمه موازی است و دیگری سرمایه  
اتفاقی - که این دومی واقعاً به مدیریت  
سرمایه مربوط می شود. اقدام اخیر  
منعکس کننده این نگرانی برخی از  
شرکت ها است که وقوع یک خسارت بزرگ  
می تواند سرمایه آن ها را تحلیل ببرد و آن ها  
قادر به ادامه فعالیت نباشند. در این شرایط

برای ورود به بازارهای سرمایه مورد استفاده قرار داد هم به عنوان ظرفیت سنتی قابل واگذاری؛ آن هم بدون آن که با هرگونه ریسک اعتباری از سوی بیمه گر اتکایی مواجه شود.

سرمایه گذاران تحت تاثیر نرخ بازدهی - ریسک اوراق بهادار متکی بر پوشش بیمه ای قرار گرفته اند. کایرنان مدعی است که به ازای هر یک درصد ریسک، آن ها می توانند به ۴ درصد بازده دست یابند. به گفته کایرنان این حقیقت را که بازدهی مذکور با بازدهی سایر دارایی های مالی ارتباط ندارد رویدادهای پیش آمده تقویت کرده است. کایرنان اضافه می کند که، "استمهال روسیه در پرداخت بدهی ها و مشکلات مربوط به صندوق تامین مالی (Hedge Fund) در سال گذشته بطور واقعی ارزش سرمایه گذاری در دارایی های غیر مرتبط را برای مدیران سرمایه گذاری با ارزش تر کرد." وی بیان می کند که، "گرچه اوراق قرضه بیمه با کاهش قیمت مواجه شدند، ولی وضعیت این اوراق بسیلو زودتر از سایر انواع اوراق بهادار قابل مقایسه بهبود یافت. تنها ریسک برای سرمایه گذار ریسک حوادث است."

در نهایت، آنچه اهمیت دارد این است که سرمایه گذاران بتوانند ریسک ها را

- انعطاف پذیری، به دلیل توانایی برای ترتیب دادن معاملات برای دوره های ۱۰ ساله یا طولانی تر. در اینجا مسئله هزینه سرمایه نیز مطرح می شود. به عبارت دیگر تبدیل ریسک بیمه ای به اوراق بهادار قابلیت پایین آوردن این هزینه را دارد هرچند این مسئله هنوز روشن نشده است. با وجود این، کایرنان پیش بینی می کند که بازارهای سرمایه هرگونه افزایش در نرخ های بیمه اتکایی را پوشش دهند. وی می گوید، "ویژگی بازار سنتی بیمه اتکایی قیمت گذاری نوسانی، و ظرفیت شناور است. به این ترتیب بیمه گران رو به بازارهای سرمایه خواهند آورد زیرا این بازارها می توانند هم ظرفیت بیشتر و هم کارایی بالاتر را فراهم نمایند."

کایرنان انتظار دارد که بیمه اتکایی متعارف و تبدیل ریسک بیمه ای به اوراق بهادار در کنار هم وجود داشته باشد و به همین دلیل شرکت بیمه اتکایی لمان یک شعبه بیمه اتکایی در برمودا با ۵۰۰ میلیون دلار سرمایه ایجاد نمود. وی گفت: به کمک مقررات جدید در برمودا که قانوناً امکان استفاده از حساب های مجزا را فراهم کرده بیمه اتکایی لمان را می توان هم به عنوان مجرای ارتباطی

فراتر از حد پیش بینی شده در مقیاس مذکور باشد آن ها با ریسک مشابه مواجه خواهند شد.

مترجم: علی حبیبی

منبع: Reactions, May 1999, pp.42,43,44.

## مقررات بیمه اتکایی در کشورهای OECD

در کشورهای عضو OECD اعطای مجوز برای فعالیت های اتکایی در مقایسه با بیمه مستقیم دارای جزئیات کمتری است و تعداد کمی از این کشورها ضوابط خاصی در این مورد وضع کرده اند. اغلب فرایند اعطای مجوز برای بیمه اتکایی مشابه بیمه مستقیم است. در کشورهای آلمان، انگلستان، ایتالیا و کانادا فعالیت بیمه گر مستقیم داخلی و خارجی در حوزه بیمه اتکایی نیاز به کسب مجوز وجود دارد. در حالی که در ایتالیا کلیه فعالیت های بیمه اتکایی به مجوز نیاز دارد در کانادا حداقل سرمایه مورد نیاز معین شده است. در آلمان فعالیت بیمه اتکایی هر شرکت به طور مشخص از طریق تجزیه و تحلیل برنامه عملیاتی آن شرکت مورد بررسی قرار می گیرد.

درک کنند، ولی به نظر کایرنان به همین دلیل، برخی انواع بیمه، مانند بیمه مسئولیت محصول به اوراق بهادار تبدیل نمی شود. وی گفت، از طرف دیگر بیمه گران علاقمند به واگذاری برخی فعالیت های کم سود و در ضمن، بسیار سرمایه بر به بازارهای سرمایه، هستند.

کایرنان اذعان می کند که، یک نگرانی سرمایه گذاران امکان وقوع خطا در مدل های شخص ثالث است که در صورت وقوع حادثه خسارت آمیز، برای محاسبه وجوه قابل پرداخت به بیمه گر واگذارنده مورد استفاده قرار می گیرد.

به گفته وی این مشکل در قالب معامله موسوم به بیمه اتکایی Parametric از میان برداشته شد، زیرا حادثه مورد نظر زمین لرزه ای بود که با شدت از پیش تعیین شده در یک منطقه جغرافیایی مشخص در حوالی توکیو رخ داد.

کایرنان در ادامه سخنرانی خود افزود اگر شدت حادثه خسارت زای مورد نظر (مانند زلزله) با مقیاسی (مانند ریشتر) قابل ارزیابی باشد و در نتیجه، الگوی خسارت بیمه گران