

## بررسی فقهی اوراق بهادار بیمه‌ای (با رویکرد موضوع‌شناختی)

|                                 |                          |
|---------------------------------|--------------------------|
| محمد مهدی عسگری <sup>۱</sup>    | تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۷/۲۶ |
| مهدی صادقی شاهدانی <sup>۲</sup> | تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۲/۲۷  |
| سیدعلی حسینی <sup>۳</sup>       |                          |
| سجاد سیفلو <sup>۴</sup>         |                          |

### چکیده

اوراق بهادار بیمه‌ای ابزارهای مفیدی هستند که به نحو گسترده‌ای در حال استفاده‌اند. با توجه به اینکه بسیاری از اوراق و مشتقات مالی که در حال حاضر در بازارهای مالی بین‌المللی در حال خرید و فروش هستند از نظر اسلامی مجاز نیستند، برای اینکه این اوراق در ایران نیز قابل استفاده باشد، لازم است جواز شرعی آنها مورد بررسی قرار گیرد. بررسیهای فقهی صورت گرفته در این خصوص، نشان‌دهنده ضعفی اساسی در موضوع‌شناسی و عدم توجه به متعددبودن مصادیق این نوع اوراق است. در این نوشتار سعی شده است که با طرح و تشریح سابقه فقهی و مبانی نظری تحقیق، متعددبودن اوراق بهادار بیمه‌ای و در نتیجه، متفاوت بودن حکم فقهی اوراق بهادار در خصوص هر یک از مصادیق مورد بررسی قرار گیرد. نتایج بررسی نشان می‌دهد که اوراق بهادار بیمه‌ای انواع مختلفی را شامل می‌شوند که هر یک ساختار و موضوع متفاوتی دارند و لذا یافتن حکم فقهی آنها تلاش موردی و مستقلاً را طلب می‌کند و نمی‌توان حکم واحدی را برای تمام انواع آن تجویز کرد.

**واژگان کلیدی:** اوراق بهادار بیمه‌ای، اوراق بهادارسازی بیمه، بررسی فقهی.

۱. دانشیار دانشگاه امام صادق (ع)، [m.askari@isu.ac.ir](mailto:m.askari@isu.ac.ir)

۲. دانشیار دانشگاه امام صادق (ع)، [shahdani@yahoo.com](mailto:shahdani@yahoo.com)

۳. استادیار دانشگاه امام صادق (ع)، [sa\\_h114@yahoo.com](mailto:sa_h114@yahoo.com)

۴. دانشجوی دکتری دانشگاه امام صادق (ع) (نویسنده مسئول)، [seiflou.sajjad@gmail.com](mailto:seiflou.sajjad@gmail.com)

## ۱. مقدمه

در سالهای اخیر، بیمه‌گران ابزار جدیدی برای مدیریت ریسک در اختیار گرفته‌اند که از طریق آن اقدام به انتشار اوراق بهادار مرتبط با دسته‌ای از ریسکهای بیمه‌ای کرده‌اند. تبدیل ریسک بیمه‌ای به اوراق بهادار، ریسکهای تعهدشده توسط شرکتهای بیمه را از طریق خلق و انتشار اوراق بهادار مالی به بازار سرمایه انتقال می‌دهد.

یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی که برای اجرایی‌شدن این اوراق بهادار در کشور لازم است مدنظر قرار گیرد، بررسی جواز شرعی انتشار این اوراق است. بسیاری از اوراق و مشتقات مالی که در حال حاضر در بازارهای مالی بین‌المللی در حال خریدوفروش هستند و به‌ویژه اوراق قرضه‌های مختلف از نظر اسلامی مجاز نیستند و شبیه ربوی‌بودن در خصوص آنها مطرح است. از این رو بررسی و امکان‌سنجی فقهی این اوراق، به‌عنوان یک پیشیناز اجرا ضروری است. بررسی فقهی صورت‌گرفته درباره اوراق بهادار بیمه‌ای حاکی از نوعی ضعف موضوع‌شناختی است که از عدم توجه به گستردگی و عمق موضوع مورد تحقیق ایجاد شده است. در این تحقیق ضمن نقد و بررسی تحقیقات پیشین فقهی انجام‌شده، تلاش کرده‌ایم با طرح و تشریح مبانی نظری تحقیق ضمن نشان‌دادن گستردگی موضوع مورد بررسی، ضعف تحقیقهای انجام‌شده قبل روشن‌شده و فرضیه تحقیق که تفاوت حکم فقهی مبتنی بر مصادیق مختلف است، آزمون و اثبات شود.

## ۲. پیشینه تحقیق

تحقیقهای صورت‌گرفته در بررسی فقهی اوراق بهادار بیمه‌ای بسیار محدود هستند. از یک طرف اوراق بهادار بیمه‌ای، ابزارهای مالی جدیدی هستند و از سوی دیگر متخصصان این حوزه بسیار اندک است چرا که لازمه آن آشنایی با سه حوزه فقه، مالی، و بیمه است. تمام تحقیقهای فقهی داخلی محدود به تحقیقهایی است که در ادامه به آنها اشاره می‌شود.

سیفلو (۱۳۸۸)، در تحقیق خود با عنوان «بررسی فقهی - تطبیقی اوراق بلاای طبیعی» با استفاده از تطبیق عقود مختلف فقهی بر روی رابطه اصلی انتشار اوراق بلاای طبیعی، از نگاه فقهی این اوراق را مورد بررسی قرار داده است. در این تحقیق برای تطبیق حکم فقهی

و تبیین دقیق فقهی رابطه اصلی اوراق بلایای طبیعی، ابتدا ساختار یک انتشار فرضی مورد بررسی قرار گرفته و با سه سناریوی، ۱. این اوراق همانند اوراق قرضه متعارف هستند، ۲. این اوراق همانند اوراق بهادار با پشتوانه دارایی هستند، و ۳. این اوراق همانند قرارداد بیمه هستند، به بررسی رابطه فقهی حاکم بر این اوراق پرداخته است.

قالیباف اصل و همکاران (۱۳۹۰)، در مقاله‌ای با عنوان «صکوک و کالت بیمه‌ای برای پوشش ریسک حوادث فاجعه‌آمیز» با این فرض که اوراق بهادار بیمه‌ای، در دنیا بر پایه اوراق قرضه بنا شده‌اند و به علت ربوی‌بودنشان نمی‌توان در کشور از آنها استفاده کرد، کوشیده‌اند تا به تبیین مدلی برای انتشار این اوراق با توجه به شرایط شرعی و قانونی کشور برسند. در این تحقیق با توجه به تحقیقها و مصاحبه‌های صورت‌گرفته، ساختار صکوک و کالت بیمه‌ای برای اجرایی‌شدن ساختار اوراق حوادث فاجعه‌آمیز در کشور پیشنهاد شده است.

نظرپور و خزایی (۱۳۹۱)، در مقاله «طراحی صکوک مشارکت جهت انتقال ریسک شرکت‌های بیمه به بازار سرمایه»، با رویکردی مشابه تحقیق قالیباف اصل و همکاران (۱۳۹۰)، با فرض ماهیت ربوی برای اوراق بهادار بیمه‌ای، به روش توصیفی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، این فرضیه را که با استفاده از قابلیت‌های صکوک می‌توان نوع جدیدی از اوراق بهادار بیمه‌ای معرفی کرد که ضمن سازگاری با اصول بازار سرمایه، اسلامی باشد و کارکردی مشابه با اوراق متعارف برای انتقال ریسک شرکت‌های بیمه به بازار داشته باشد، آزمون کرده است. نتایج تحقیق بیانگر این است که با استفاده از عقد شرکت و از راه مشارکت خریداران اوراق در ارائه پوشش بیمه‌ای به بیمه‌گذاران و از طرفی شراکت سود و زیان ناشی از پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده، می‌توان اوراقی به نام صکوک مشارکت بیمه‌ای طراحی کرد که دارندگان اوراق به صورت مشترک بیمه اتکایی را عهده‌دار شوند.

آقامهدوی و ناصرپور (۱۳۹۱)، در تحقیق خود با عنوان «بررسی ابعاد فقهی سازوکار انتشار اوراق بلایای طبیعی» با استفاده از روش تحلیلی-استنباطی با ابداع احتمالات مختلف در خصوص رابطه فقهی طرفین مختلف دخیل در یک انتشار بیمه‌ای، روابط مجاز

شرعی و غیرمجاز شرعی را تبیین کرده‌اند. براساس این تحقیق زمانی که رابطه وکالت بین بانی و واسط و رابطه بیمه به شرط مضاربه یا بیمه به شرط وکالت بین واسط و سرمایه‌گذار وجود داشته باشد، این اوراق می‌توانند از نظر شرعی مجاز باشند.

### نقد و بررسی

در تحقیقات فقهی صورت‌گرفته قبلی، دو نظر کاملاً متفاوت در خصوص اوراق بهادار بیمه‌ای وجود دارد:

**الف. اوراق بهادار بیمه‌ای، از نظر فقهی، مجاز هستند:** براساس این نظر چون اوراق بهادار بیمه‌ای متضمن روابط قراردادی شرعی هستند پس از نظر فقهی مجازند. سیفلو (۱۳۸۸)، معتقد است رابطه بین طرفین اوراق بلائای طبیعی بر پایه عقد بیمه بنا شده است و با عنایت به جواز عقد بیمه در فقه شیعه این اوراق از نظر شرعی مجازند. آقامهدوی و ناصرپور (۱۳۹۱) نیز معتقدند در صورتی که اوراق بلائای طبیعی براساس رابطه وکالت بین بانی و واسط و رابطه بیمه به شرط مضاربه یا بیمه به شرط وکالت بین واسط و سرمایه‌گذار باشد، می‌توانند از نظر شرعی مجاز باشند.

**ب. اوراق بهادار بیمه‌ای، از نظر فقهی، مجاز نیستند:** براساس این نظر با توجه به اینکه ماهیت اوراق بهادار بیمه‌ای ربوی فرض می‌شوند، از نظر فقهی با عنایت به حرمت قطعی ربا، مجاز نیستند. علت ماهیت ربوی این اوراق، مبتنی بودن این اوراق بر اوراق قرضه است که سازوکار ربوی دارند. قالیباف اصل و همکاران (۱۳۹۰) و نظریور و خزایی (۱۳۹۱)، به صورت مشابهی معتقدند، این اوراق، ربوی هستند و به همین دلیل در پی طراحی اوراقی مبتنی بر عقود اسلامی و مبانی مهندسی مالی اسلامی هستند و هر یک به طریقی با استفاده از قابلیت‌های مهندسی مالی و عقود شرعی اسلامی، این ابزار را طراحی و ارائه می‌کنند. در این تحقیقها بررسی ماهیت و ساختار اوراق به صورت عمیق مورد بررسی قرار نگرفته و تأکید بر روی مهندسی مجدد فرایند براساس اصول مهندسی مالی اسلامی بوده است.

دو نکته اساسی در تحقیقات فقهی انجام‌شده وجود دارد که برای روشن شدن حکم فقهی اوراق بهادار بیمه‌ای باید بر روی آنها تمرکز کرد. نخست اینکه، برخلاف دو تحقیق قائل به نظر اول که از بررسی یک مصداق خاص درخصوص اوراق بهادار بیمه‌ای یعنی اوراق بلایای طبیعی، بحث را شروع و به همان ختم کرده‌اند، به عبارت دیگر مصداق اوراق حوادث فاجعه‌آمیز را مورد بررسی و کنکاش فقهی قرار داده‌اند و نظر نهایی را نیز در خصوص آنها صادر کرده‌اند، دو تحقیق ذیل نظر دوم، به طور کلی حکم به ربوی بودن کل اوراق بهادار بیمه‌ای به دلیل ابتنای آنها به اوراق قرضه داده‌اند و سپس راه حلی برای انتشار اوراق بهاداری در قالب صکوک برای رفع مشکل حرمت استفاده از اوراق حوادث فاجعه‌آمیز ارائه داده‌اند. از این رو این اشکال بر نظر دوم وارد است که به فرض صحت پیش‌فرض محققان در خصوص اوراق حوادث فاجعه‌آمیز، این پیش‌فرض یعنی دارابودن ماهیت ربوی به دلیل مبتنی بودن بر اوراق قرضه متعارف در خصوص تمام اوراق بهادار بیمه‌ای صادق نخواهد بود. این مسئله با طرح مبانی نظری تحقیق و تشریح انواع مختلف اوراق بهادار بیمه‌ای در ادامه این مقاله مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

در این تحقیق با طرح مبانی نظری یادشده، این نکته را تشریح کرده‌ایم که مصادیق اوراق بهادار بیمه‌ای متعدد است و لذا نمی‌توان یک حکم فقهی واحد را بر تمام مصادیق آن جاری ساخت و بررسی هر یک از مصادیق مباحث و موضوعات خاص خود را طلب می‌کند. دوم اینکه، اختلاف نظر درخصوص حکم فقهی اوراق بهادار بیمه‌ای به طور عام و اوراق حوادث فاجعه‌آمیز به طور خاص، این نکته را روشن می‌سازد که برداشت مشترکی از موضوع برای یافتن حکم فقهی وجود ندارد. به عبارت دیگر هر یک از بررسیهای فقهی صورت‌گرفته بر مبنای موضوعی خاص، حکم فقهی خود را صادر کرده است و بر مبنای موضوع‌شناسی صورت‌گرفته حکم استخراج‌شده نیز صحیح است. برای نمونه، وقتی تفسیر محقق از رابطه قراردادی موضوع مورد بررسی، عقد بیمه باشد، با عنایت به جواز این عقد در شرع و بین جمهور فقهای شیعه، حکم فقهی اوراق متناظر نیز جواز خواهد بود و به

همین ترتیب اگر رابطه قراردادی براساس اوراق قرضه و دارای ماهیت ربوی باشد، اوراق متناظر هم مجاز نخواهند بود.

این ضعف در کارشناسی و شناخت موضوع اوراق بهادار به صورت مستقل در مقاله دیگری مورد بررسی قرار گرفته است.

تحقیق خارجی در خصوص بررسی و ارزیابی فقهی و به طور کلی اظهارنظر شرعی در خصوص اوراق بهادار بیمه‌ای وجود ندارد. علت عدم وجود چنین تلاش‌های علمی به نظر واضح است. کشورهای غیرمسلمان اساساً نیازی به چنین بررسی و ارزیابی ندارند و کشورهای مسلمان که عمدتاً تحت حکومت فقه اهل سنت قرار دارند، به دلیل حرمت بیمه در نزد جمهور فقهای اهل سنت، به نحو اساسی با این اوراق مشکل شرعی دارند و در نتیجه موضوعیتی برای طرح فروع آن وجود ندارد. تنها نکته‌ای که می‌توان به آن اشاره کرد این است که در حد بسیار محدود<sup>۱</sup>، برخی اقدامات عملی در انتشار اوراق بهادار بیمه اسلامی صورت گرفته است. با توجه به عدم جواز شرعی بیمه متعارف نزد فقهای سنی، راهکار جایگزینی که از سوی متخصصان این حوزه اتخاذ شده است، تکافل به‌عنوان بیمه اسلامی است. در سال ۲۰۱۳ تیم حقوقی مرکز مالی بین‌المللی گرنزی<sup>۲</sup>، با مشارکت بانک سرمایه‌گذاری اسلامی اروپا<sup>۳</sup> عضو گروه رسمه<sup>۴</sup>، صکوک وکالت<sup>۵</sup> موسوم به سلام (III)<sup>۶</sup> را برای بیمه اروپایی گروه FWU AG، منتشر کردند. این اولین اوراق بهادار بیمه‌ای اسلامی در خصوص تبدیل به اوراق بهادار کردن تکافلهای زندگی بود. اندازه این معامله ۱۰۰ میلیون دلار بود.

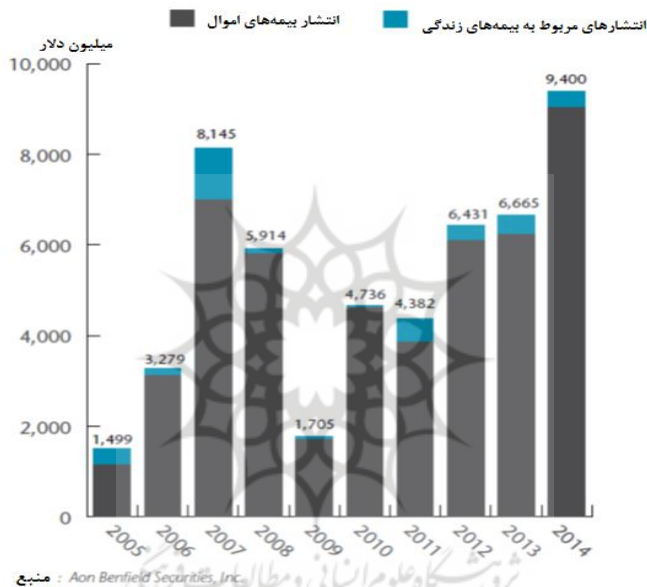
۱. تنها یک نمونه انتشار اوراق تکافل زندگی، در جستجوها پیدا شد.

2. Guernsey International Finance Centre
3. European Islamic Investment Bank
4. Rasmala Group
5. Sukuk Wakalah
6. Salam III

### ۳. ضرورت توسعه اوراق بهادار بیمه‌ای

اوراق بهادار بیمه‌ای به رغم سابقه اندک خود، رشد بسیار مناسبی در بازارهای سرمایه تجربه کرده‌اند. میزان انتشار سالانه این اوراق در ۱۲ ماه منتهی به ژوئن سال ۲۰۱۴، بالغ بر ۹/۴ میلیارد دلار بود که نسبت به سال ۲۰۱۳ حدود ۴۰ درصد رشد نشان می‌دهد. شکل ۱ آمار انتشار سالانه را از سال ۲۰۰۵، نشان می‌دهد.

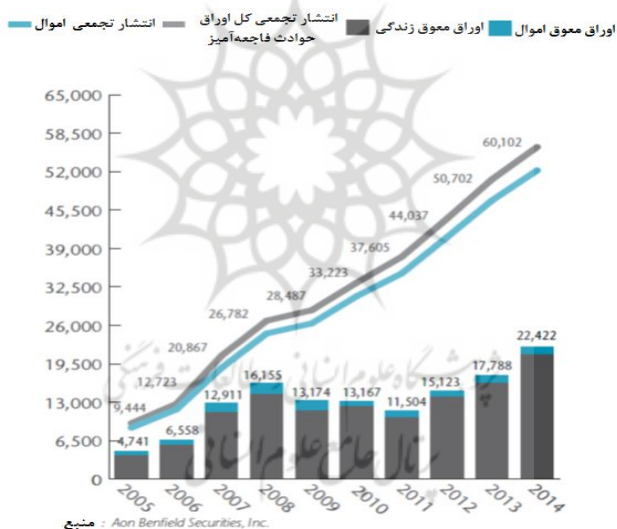
شکل ۱. میزان انتشار سالانه اوراق بهادار بیمه‌ای به تفکیک بیمه‌های زندگی و اموال



اوراق حوادث فاجعه‌آمیز در مقایسه با سایر انواع، رشد بسیار چشمگیری داشته است و از این رو در این تحقیق به‌عنوان مطالعه موردی انتخاب شده‌است. علاوه بر آن اهمیت آنها در صنعت بیمه و ریسک نیز بسیار زیاد است. امروزه پوشش ریسکهای بلایای طبیعی یکی از مهمترین موضوعات صنعت بیمه در تمام کشورهاست. خسارتهای ناشی از بلایای طبیعی در ده سال اخیر به‌شدت افزایش یافته به طوری که بیمه‌گران را برای ادامه فعالیت در این زمینه و پوشش چنین ریسکهایی بی‌میل کرده است. پیش از سال ۱۹۸۹، صنعت بیمه خسارت بالای یک میلیارد دلار را تجربه نکرده بود و برای مواجهه با خسارت ناشی از

طوفان آندریو<sup>۱</sup> و زلزله نورتریج<sup>۲</sup> آماده نبود. صنعت اموال و حوادث ایالات متحده بین ژانویه سال ۱۹۸۹ و اکتبر ۱۹۹۸ معادل ۹۸ میلیارد دلار (تعدیل شده با تورم) از بلایای طبیعی خسارت متحمل شده است که این میزان خسارت بیش از دو برابر خسارت ناشی از بلایای طبیعی طی ۳۹ سال پیش است (Bantwal and Kunreuther, 1999). در نتیجه اوراق بلایای طبیعی در مقایسه با سایر انواع اوراق بهادار بیمه‌ای با سرعت بیشتری رشد کرد. اجرا شده‌اند به خطرات طوفان و زلزله مربوط می‌شوند (Carayannopoulos, Kovacs and Leadbetter, 2003). شکل ۲ میزان انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای را به صورت سالانه (معوق) و تجمعی نمایش می‌دهد.

شکل ۲. میزان انتشار اوراق حوادث فاجعه‌آمیز



میزان اوراق حوادث فاجعه‌آمیز از ابتدای شروع به انتشار این اوراق تا ۳۰ ژوئن ۲۰۱۴، بیش از ۶۰ میلیارد دلار بود. به رغم این رشد سریع هنوز حجم اوراق بهادار بیمه‌ای در

1. Andrew  
2. Northridge

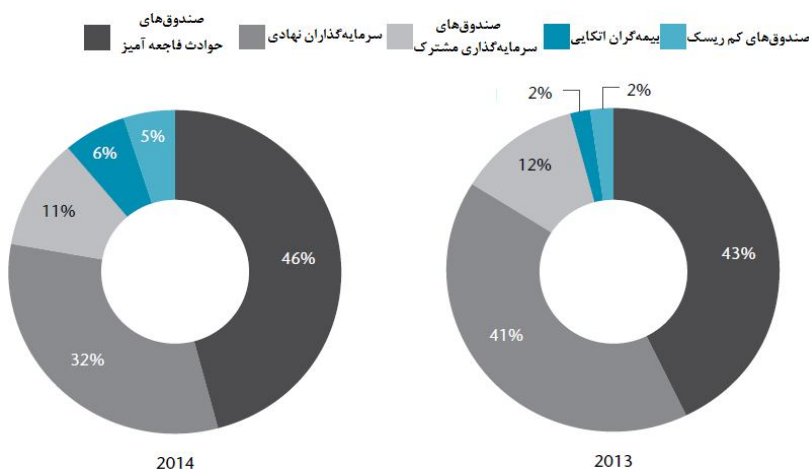


برابر تبدیل به اوراق بهادار کردن داراییها در بازار سرمایه بسیار اندک است و کمتر از یک درصد کل بازار را تشکیل می‌دهد.

با افزایش حجم خسارتهای ناشی از حوادث فاجعه‌آمیز، شرکتهای بیمه‌ای با زیانهای شدید مواجه شدند؛ به‌خصوص اینکه این حوادث معمولاً در مناطق خاصی از جهان به صورت سالانه تکرار می‌شود. طبق مشاهدات شرکتهای بیمه‌ای که در این مناطق فعالیت می‌کنند در برخی مواقع با خطر ورشکستگی مواجه می‌شوند. شرکتهای بیمه به صورت سنتی برای مواجهه با این نوع ریسکها از بیمه اتکایی استفاده می‌کنند. اما باید توجه کرد که ظرفیت بیمه اتکایی نیز محدود است. به‌علاوه در صورت بروز حوادث فاجعه‌آمیز، حق بیمه‌های اتکایی با توجه به سابقه پرداخت خسارتهای به‌شدت افزایش می‌یابد و در برخی موارد، ورود به این کسب‌وکارها را فاقد توجیه اقتصادی می‌کند. در این شرایط اوراق بهادار بیمه‌ای و به‌خصوص اوراق فاجعه‌آمیز ابزار بسیار کارآمدی در توسعه ظرفیت و توان بیمه‌گری و به‌خصوص بیمه‌گری اتکایی است که با استفاده از ظرفیت بسیار وسیع‌تر بازار سرمایه، اقدام به ارائه پوشش بیمه‌ای می‌کند.

علاوه بر شرایط خاص کشور ایران، لزوم فراهم کردن پوششهای اتکایی داخلی و توسعه ظرفیت بیمه‌گری و بازار بیمه کشور با توجه به تجربه تحریم صنعت بیمه را دوچندان می‌کند. این ابزارها علاوه بر افزایش توان بیمه‌گری داخلی و افزایش توان پاسخگویی به اقدامات خصمانه و تحریمهای بخش بیمه، می‌تواند برای توسعه بازار سرمایه و ایجاد کسب‌وکارهای جدید نیز مفید باشد. شایان ذکر است که این اوراق به دلیل همبستگی بسیار کم با سایر ابزارهای مالی بازار سرمایه، یکی از پرترفدارترین ابزارهای تنوع بخشی به سبد داراییهاست و این عاملی است که بسیاری از صندوقهای سرمایه‌گذاری کم‌ریسک<sup>۱</sup>، به صورت فزاینده در این اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنند. شکل ۳، ترکیب سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار بیمه‌ای در سالهای ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ را نشان می‌دهد.

شکل ۳. ترکیب سرمایه گذاران اوراق بهادار بیمه‌ای



منبع : Aon Benfield Securities, Inc.

#### ۴. مبانی نظری تحقیق

استفاده از اوراق بهادارسازی در صنعت بیمه روش نوظهوری است. بعد از به‌کارگیری تبدیل دارایی به اوراق بهادار در بازارهای مالی، حدود ۲۰ سال طول کشید تا انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای<sup>۱</sup> به واقعیت تبدیل شود. اصطلاح «تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه‌ای» برای اولین بار در مقاله‌ای حدود ۲۵ سال پیش به کار گرفته شده است (Goshay and Sandor, 1973). با کمال تعجب این اصطلاح حتی پیش از به‌کارگیری آن در بازارهای مالی - دهه ۷۰ - در این مقاله به کار رفته است. اصطلاح هم‌ارز دیگری که به صورت معادل برای تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه‌ای به کار می‌رود تبدیل ریسک به اوراق بهادار<sup>۲</sup> است.

نخستین انتشار اوراق بهاداری که شامل بیمه‌گران بود به سال ۱۹۸۸ بازمی‌گردد که به فروش حق عایدیهایی حاصل از مجموعه‌ای از بیمه‌نامه‌های عمر و مستمریهای سالیانه مربوط بود. حرکت ابتکاری دیگر در سال ۱۹۹۲ توسط هیئت بازرگانی شیکاگو<sup>۳</sup> (CBOT) انجام شد که در آن اقدام به ارائه نوعی قرارداد آتی در خصوص تبدیل خسارتهای اموال ناشی از بلایای

1. Insurance-Linked Securities
2. Risk Securitization
3. Chicago Board of Trade

طبیعی مانند تندباد و زلزله کرده بود. در سالهای اخیر شاهد توسعه انواع دیگری از اوراق حوادث فاجعه‌آمیز<sup>۱</sup> و همچنین حجم فزاینده‌ای از تبدیل بیمه‌های عمر و مستمریهای سالیانه به اوراق بهادار هستیم. با این وجود، این حجم هنوز هم در مقایسه با حجم اوراق بهادار با پشتوانه دارایی بسیار اندک است. در حال حاضر انواع مختلفی از اوراق بهادار بیمه‌ای در حال انتشار است و تنوع این نوع از اوراق بهادار در بازار سرمایه به نحو چشمگیری افزایش یافته است. این اوراق را می‌توان به دو صورت دسته‌بندی کرد. اولاً براساس یک طبقه‌بندی رایج در صنعت بیمه و ثانیاً براساس کارکرد و اهداف اوراق بهادار بیمه‌ای<sup>۲</sup>.

#### ۴-۱. دسته‌بندی سنتی اوراق بهادار بیمه‌ای

به صورت سنتی و با تأثیر از صنعت بیمه، در یک دسته‌بندی اوراق بهادار بیمه‌ای از طبقه‌بندی رایج و سنتی صنعت بیمه استفاده می‌شود. همان‌گونه که بیمه‌های بازرگانی به دو دسته بیمه‌های زندگی و بیمه‌های غیرزندگی تقسیم می‌شوند و در این دو دسته کلی انواع مختلف محصولات و رشته‌های بیمه‌ای ارائه می‌شود، اوراق بهادار بیمه‌ای نیز به دو دسته اوراق بهادار بیمه‌های زندگی و اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی تقسیم می‌شوند. به عبارت دیگر می‌توان براساس دسته‌بندی سنتی صنعت بیمه، دو نوع تبدیل به اوراق بهادار کردن

۱. تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه زندگی، و

۲. تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه غیرزندگی

را در صنعت بیمه احصا کرد.

#### ۴-۲. دسته‌بندی اوراق بهادار بیمه‌ای براساس کارکرد و هدف

علاوه بر دسته‌بندی سنتی فوق، می‌توان طبقه‌بندی دیگری براساس کارکرد اوراق بهادار بیمه‌ای و با توجه به هدف انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای ارائه داد. تبدیل به اوراق بهادار کردن

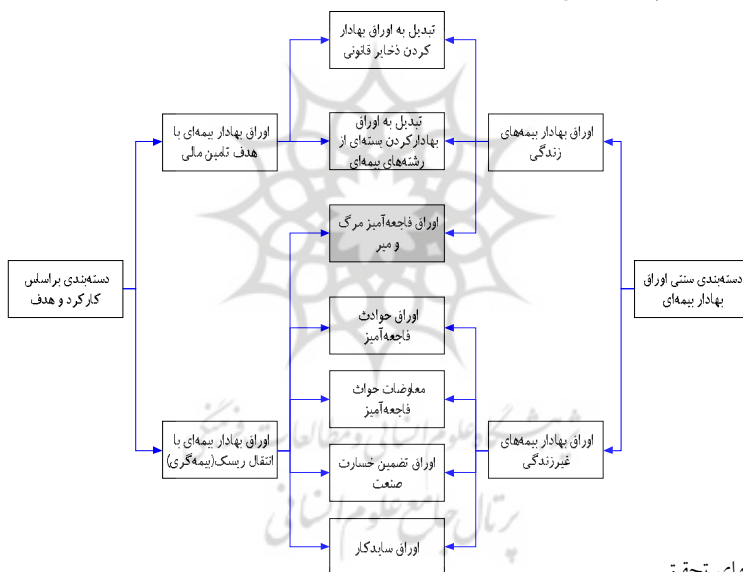
---

## 1. Catastrophe Bonds

۲. البته در دسته‌بندی دیگری با توجه به شایع بودن اوراق حوادث فاجعه‌آمیز، آنها را از همین منظر به اوراق بهادار فاجعه‌آمیز و اوراق بهادار غیرفاجعه‌آمیز تقسیم می‌کنند.

دارایی در صنعت بیمه با دو هدف اصلی تأمین مالی<sup>۱</sup> و بیمه‌گری (انتقال ریسک)<sup>۲</sup> انجام می‌شود. در ادامه مصادیق ذیل هر دسته را معرفی خواهیم کرد. توجه به این نکته در خصوص دو نوع دسته‌بندی فوق شایان توجه است که تقریباً دو دسته‌بندی سنتی و دسته‌بندی براساس اهداف، نتیجه مشابهی در خصوص مصادیق انواع اوراق دارند. به عبارت دیگر با درصد اندکی از خطا دو دسته‌بندی مشابه هم هستند به این معنی که هدف از تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه‌ زندگی، تأمین مالی و هدف از تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه غیرزندگی انتقال ریسک و بیمه‌گری است. شکل ۴ این هم‌پوشانی در دو دسته‌بندی را به روشنی نشان می‌دهد.

شکل ۴. هم‌پوشانی انواع اوراق بهادار بیمه‌ای در دسته‌بندی سنتی و دسته‌بندی براساس هدف



مأخذ: پژوهشهای تحقیق

همان‌طور که شکل ۴ نشان می‌دهد، بجز اوراق فاجعه‌آمیز مرگ‌ومیر که به رغم اینکه در رشته بیمه‌های زندگی و با هدف انتقال ریسک منتشر می‌شوند، سایر مصادیق مشابه هستند.

1. Finance
2. Risk Transfer

#### ۴-۳. اوراق بهادار بیمه‌ای با هدف تأمین مالی

هدف اول از انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای، تأمین مالی است. امروزه بیمه‌گران زندگی به دنبال این هدف هستند که بخشی از رشته‌های بیمه‌ای‌شان را به اوراق بهادار تبدیل کنند و از طریق کارآیی سرمایه، بازده سهامشان را افزایش دهند. شرکتهای بیمه از طریق فروش ریسک به سرمایه‌گذاران، نیازشان به نگهداری سرمایه را تقلیل و قدرت و توانایی خود برای ورود به رشته‌های جدید بیمه‌ای را افزایش می‌دهند. برخی از تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه‌های زندگی، البته منافع مالیاتی را نیز به همراه دارد. تبدیل به اوراق بهادار کردن در بیمه‌های زندگی ابزاری برای مدیریت سرمایه برای بیمه‌گران و شرکتهای بیمه‌اتکایی است. این فرایند به بیمه‌گران و شرکتهای بیمه‌اتکایی این امکان را می‌دهد تا

۱. داراییهای نامشهودشان<sup>۱</sup> را از طریق فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن ارزش نهفته (EV)<sup>۲</sup> نقد کنند،

۲. الزامات سرمایه‌ای قانونی را تأمین کنند، و

۳. ریسک حوادث فاجعه‌آمیز (در اوراق بهاداری که مشابه اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی هستند)<sup>۳</sup> را انتقال دهند.

اوراق بهادار بیمه‌های زندگی دارای سه دسته کلی هستند که دو دسته اول با اهداف تأمین مالی و به منظور بهره‌گیری از مزیت‌های سرمایه‌ای و مالیاتی انجام می‌شوند و دسته سوم با هدف انتقال ریسک و بیمه‌گری (اتکایی) صورت می‌پذیرد که عبارت‌اند از:

۱. تبدیل به اوراق بهادار کردن ذخایر قانونی<sup>۴</sup>،

۲. تبدیل به اوراق بهادار کردن بسته‌ای از رشته‌های بیمه‌ای<sup>۵</sup>،

---

1. Intangible Assets

2. Embedded- Value

۳. برای مثال اوراق بهادار تلفات جانی شدید (Extreme Mortality Bonds)، بیماریهای حاد (Moribidity Bonds) و عمر طولانی (Longevity Bonds)

4. Regulatory Reserve Securitization

5. Block of Business Securitization

۳. اوراق فاجعه‌آمیز مرگ و میر<sup>۱</sup>.

#### ۴-۴. اوراق بهادار بیمه‌ای با هدف بیمه‌گری

دومین هدف از تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه‌ای، کارکرد اصلی صنعت بیمه یعنی انتقال ریسک است. اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی عموماً با همین منظور بیمه‌گری و به‌ویژه بیمه‌گری اتکایی منتشر می‌شوند. همان‌طور که پیش‌تر نیز اشاره شد، امروزه مهمترین هدف از انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای افزایش در ظرفیت بیمه‌گری اتکایی است. از این رو قیمت‌های بیمه‌اتکایی یکی از عوامل کلیدی در امکان‌پذیری انتشار این اوراق است.

به صورت سنتی شرکتهای بیمه و فعالان صنعت بیمه به منظور مدیریت ریسک پرتفوی خود از بیمه‌گران اتکایی استفاده می‌کنند. هر شرکت بیمه بسته به انواع مختلف رشته‌های بیمه‌ای که ارائه می‌دهد در معرض حجمی از ریسک قرار دارد که مدیریت این ریسک به صورت سنتی و عمدتاً از طریق واگذاری به شرکتهای بیمه‌اتکایی صورت می‌گیرد. بیمه‌گران اتکایی طی توافقی با بیمه‌گران دیگر تعهد می‌کنند که در ازای دریافت مبلغ حق - بیمه‌اتکایی، بیمه‌گر (یا واگذارنده) را در مقابل تمامی یا بخشی از ضررهایی که او از بیمه‌نامه‌های منتشرشده متحمل می‌شود، مجدداً بیمه کنند. نوعاً این ابزار هیچ نوع وثیقه پیش از وقوع حادثه<sup>۲</sup> را دربر ندارد و جبران ضرر به توانایی بیمه‌گر اتکایی در پرداخت مطالبات (در زمانی که باید جبران خسارت انجام شود) بستگی دارد.

اوراق بهادار بیمه‌ای غیرزندگی و به‌طور ویژه اوراق بهادار حوادث فاجعه‌آمیز یکی از ابزارها و منابع افزایش ظرفیت بیمه (اتکایی) است و از این رو منافع زیادی برای بیمه‌گران و بیمه‌گران اتکایی به همراه داشته است. یک تفاوت و در واقع مزیت عمده این اوراق نسبت به بیمه‌اتکایی سنتی آن است که این نوع اوراق به‌عنوان پوشش و حمایت وثیقه‌دار<sup>۳</sup> برای ریسکهای حوادث حاد به کار می‌روند. با استفاده از این ابزارها ریسک نکول طرف معامله (احتمال عمل نکردن به تعهدات از سوی بیمه‌گر اتکایی) از بین می‌رود.

- 
1. Mortality Catastrophe Bonds
  2. Pre-event Collateral
  3. Collateralized

هرچند تنوع اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی که با هدف بیمه‌گری (اتکایی) منتشر می‌شوند بسته به موضوع و ریسک پایه بسیار زیاد است ولی در عمل می‌توان عمده‌ترین اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی را شامل موارد

۱. اوراق حوادث فاجعه‌آمیز،

۲. معاوضات حوادث فاجعه‌آمیز،<sup>۱</sup>

۳. اوراق تضمین خسارت صنعت (ILW)،<sup>۲</sup> و

۴. اوراق سایدکار<sup>۳</sup>

دانست، اگرچه برخی از اوراق به صورت موردی نیز در برخی رشته‌ها مانند موتور و کشاورزی منتشر شده‌اند.

## ۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

همان‌طور که ملاحظه شد، مصادیق اوراق بهادار بیمه‌ای بسیار متنوع هست و اهداف و کارکردهای آنها نیز یکسان نیستند. از این رو واضح است که نمی‌توان حکم فقهی واحدی بر تمام آنها تجویز کرد. هرچند ممکن است حکم فقهی تمام مصادیق اوراق بهادار بیمه‌ای یکسان باشد ولی به دست آوردن این حکم واحد یکسان، به نوبه خود، نیازمند بررسی مصادیقی هریک از اوراق بهادار بیمه‌ای است و بدون پرداختن جزئی، نمی‌توان حکم فقهی مربوطه را استخراج کرد. به عبارت دیگر ممکن است بررسی فقهی مصادیقی هر یک از اوراق بهاداری بیمه‌ای نتیجه‌های یکسانی را در پی داشته باشد و حکمهای مشابهی را نتیجه دهد ولی این فرضیه خود تنها از طریق بررسیهای فقهی مصادیقی قابل آزمون است و بدون انجام آزمون و بررسیهای مصادیقی نمی‌توان در خصوص صحت و سقم آن اظهار نظر کرد. بنابراین این نکته پرواضح است که لزوماً موضوع اوراق بهادار بیمه‌ای و به عبارت دیگر رابطه یا رابطه‌های قراردادی متضمن اوراق بهادار بیمه‌ای، در تمام مصادیق هفتگانه عمده،

---

1. Catastrophe Swaps  
2. Industry Loss Warranties  
3. Side-Cars

یکسان نیستند و از این رو نمی‌توان بدون بررسی مصداقی، موضوع و رابطه‌های متضمن را استخراج کرد و جواز یا حرمت آنها را به لحاظ فقهی مورد بررسی قرار داد. تحقیقات پیشین به خوبی نشان می‌دهد که اختلاف نظر کارشناسی در خصوص کارکرد و رابطه‌های حقوقی متضمن اوراق، تا چه اندازه در حکم فقهی اثر گذار است و می‌تواند از جواز تا حرمت را نتیجه دهد. از این رو برای یافتن حکم فقهی اوراق بهادار بیمه‌ای راهی بجز بررسی مصداقی وجود ندارد.

## منابع

۱. آقامهدوی، ا. و ناصرپور، ع.، ۱۳۹۱. بررسی ابعاد فقهی سازوکار انتشار اوراق بلایای طبیعی. اندیشه مدیریت راهبردی، شماره ۱۲، صص ۵-۳۲.
۲. سیفلو، س.، ۱۳۸۸. بررسی فقهی-تطبیقی اوراق بلایای طبیعی. دوفصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی، شماره ۳، صص ۶۹-۹۱.
۳. قالیباف اصل، ح. و همکاران (۱۳۹۰)، «صکوک و کالت بیمه‌ای برای پوشش ریسک حوادث فاجعه‌آمیز»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۴، صص ۱۲۹-۱۵۶.
۴. نظرپور، م.ت. و خزایی، ا.، ۱۳۹۱. طراحی صکوک مشارکت جهت انتقال ریسک شرکتهای بیمه به بازار سرمایه. فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۷، صص ۱۳۱-۱۵۶.
5. Aon Benfield Securities, 2009. Insurance-Linked Securities Adapting to an Evolving Market 2009. *Aon Benfield Securities Limited*.
6. Aon Benfield, 2013. Insurance-Linked Securities. Fourth Quarter 2012 Update. *Aon Benfield LLC*, London, U.K.
7. Aon Benfield, 2014. Insurance-Linked Securities: Capital Revolution-Alternative Markets Fuel Dynamic Environment. *Aon Benfield Securities' annual Insurance-Linked Securities (ILS) Report*, London, U.K.
8. Bantwal, V. and Kunreuther, H., 1999. A cat bond premium puzzle?. *Working Paper*, The Wharton school, University of Pennsylvania.
9. Carayannopoulos, P., Kovacs, P. and Leadbetter, D., 2003. Insurance securitization: catastrophic event exposure and the role of insurance linked securities in addressing risk. *ICLR Research Paper Series*, no.26.
- 10 Goshay, R.C and Sandor R.L, 1973. An inquiry into the feasibility of a reinsurance futures market. *Journal of Business Finance*, 5(2), pp. 56-66.