

رویکرد مدیریت ریسک به هزینه سرمایه – چالش‌های بزرگ برای کسب و کار و ناظران سیاسی

مترجم: مهدی نصرتی^۱

هزینه سرمایه

برای تعریف هزینه سرمایه، از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)^۲، ریسک بازار و ریسک ویژه شرکت که با بتا (β) نشان داده می‌شود استفاده می‌کنیم.^۳ مقدار بالاتر بتا نشان دهنده بازده بالاتر و در عین حال نامطمئن‌تر و مقادیر کمتر بتا نیز نشان‌دهنده ریسک کمتر و در عین حال بازده مطمئن‌تر است. سرمایه نقش مهمی در ریسک تجاری و نااطمینانی دارد: تأمین مالی مبادله‌های تجاری، توسعه تولیدات، خدمات جدید، مالکیت معنوی و محافظت از منابع مشتریان با توجه به تعهدات بلندمدت شرکت.

در "اقتصاد خدمات"^۴ ریسک‌ها عموماً به آینده نامطمئن‌تر منتقل و باعث پرریسک‌تر شدن آن می‌شوند ولی در عین حال موجب بهینه‌تر شدن و در نتیجه تخصیص بهتر منابع نیز می‌شوند. سرمایه

۱. کارشناس ارشد اقتصاد.

* اسکیل البرگ (نویسنده مقاله) مشاور ارشد IKO است و درباره مدیریت ریسک به شرکت‌ها و در باره مسائل و سیاست‌های استراتژیک به دولت‌ها و سازمان‌های بین‌المللی مشاوره می‌دهد. وی در حال حاضر بر روی مقررات زدایی از سیستم‌های صندوق‌های بازنشستگی و توانگری کار می‌کند.

۲. شارپ و دیگران - بر پایه نظریات مارکوویتز. هر دو نفر از برندگان نوبل اقتصاد هستند.

۳. یک مثال: شرکت SwissRe دارای بتای معادل ۱,۲۱ در جولای ۲۰۰۴ بوده است. در همان زمان نرخ (بهره) اوراق قرضه بدون ریسک خزانه‌داری آمریکا ۴,۵ درصد و صرف ریسک بلندمدت بازار ۸,۳ درصد بود بنابراین در آمد انتظاری SwissRe (هزینه سرمایه‌اش) برابر است با $۰,۱۲۸ = ۰,۴۵ + ۰,۰۸۳ \times ۱,۲۱$ یا ۱۲,۸ درصد.

نقش اساسی در بیمه دارد. موفقیت در مدیریت مؤثر این ریسک‌ها با هزینه قابل قبول نیازمند توسعه اطلاعات، سازوکارها و بازارهای جدید است.

تکنولوژی، ریسک معاملاتی را کاهش داده است و بازارهای سرمایه به واسطه وجود مشتقاتی نظیر اختیار معامله (Option) و غیره کارایی زیادی در تأمین مالی پیدا کرده‌اند. صنعت بیمه در "آینده نامطمئن" تخصص دارد اما "بانکداری" در این زمینه کمتر توسعه پیدا کرده است. این دو بخش اکنون در بانک - بیمه‌ها و به دنبال مقررات‌زدایی‌هایی که در دهه ۸۰ در بسیاری کشورها اتفاق افتاد به یکدیگر نزدیک می‌شوند. اما بانک‌ها تجربه کمتری درباره ریسک تجاری دارند. برای آنها عموماً نیروی محرکه "ارزش زمانی پول" بوده است نه ریسک‌های تجاری که از طریق فرایندها، روش‌ها و غیره مدیریت می‌شوند. بنابراین وثیقه‌ها به گونه‌ای اخذ می‌شوند که از ضررهای بالقوه آتی محافظت نمایند.

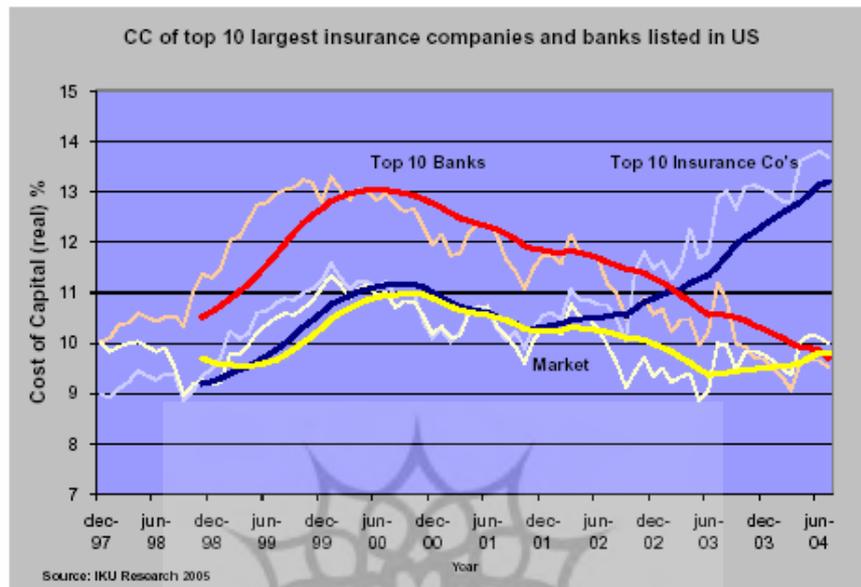
نتیجه مقررات‌زدایی این است که دولت‌ها از نقش "آخرین قرض‌دهنده" دور می‌شوند. با انتقال ریسک به بخش خصوصی، هزینه مدیریت این ریسک‌ها به صنعت بیمه و مشتریان آن منتقل می‌شود. بنابراین شرکت‌ها بر سر منابع مالی مورد نیاز برای تأمین رشد آینده و ایفای تعهدات گذشته رقابت می‌کنند. این شرایط، جنگ بر سر سرمایه را در بازارهای مالی به راه می‌اندازد. ممکن است ابزارهای مختلفی برای جدا کردن آنها در ریسک‌های متفاوت و دعوت از سرمایه‌گذاران با تمایل به ریسک متفاوت مورد نیاز باشد تا مکانیسم تأمین مالی بهینه ایجاد شود.

چگونه می‌توان تعادلی ایجاد کرد تا بدون این‌که همزمان ریسک سیستماتیک اضافه‌ای بر سیستم مالی تحمیل شود هم از بیمه‌گذار محافظت کرد و هم سرمایه مورد نیاز برای رشد اقتصادی تأمین شود؟ ممکن است جواب در مکانیسم بازار باشد.

برخی اعداد چالش برانگیز برای صنعت بیمه و ناظران

در خلال ۵ سال اخیر هزینه سرمایه برای ۱۰ بانک و شرکت بیمه برتر در وال استریت، تغییر یافته است: یک افزایش ۵۰ درصدی در هزینه سرمایه (به قیمت واقعی) برای این شرکت‌های بیمه و یک کاهش ۳۰ درصدی در هزینه سرمایه برای بانک‌ها. در خلال همین دوره هزینه سرمایه کل بازار (به قیمت واقعی) تقریباً همان حدود ۹-۱۰ درصد باقی مانده است. بنابراین ریسک‌ها بالاتر نرفته‌اند فقط جابه‌جا شده‌اند.

شکل هزینه سرمایه بر مبنای ارزش بتای متوسط ماهانه ۱۰ بانک و شرکت بیمه برتر در وال استریت.



ریسک بازار = ۵٫۵ درصد، نرخ بدون ریسک = اوراق خزانه‌داری آمریکا

بانک‌های رده اول مانند دهه ۹۰ در معرض خطر نااطمینانی نیستند. بخشی از این موضوع به دلیل "باسل ۱" است. با "توانگری II" پوررتفوی ریسک شرکت‌های بیمه ممکن است نیاز به تطبیق داشته باشند. همچنین انتظارات از سودها نیز کاهش یافته است. این موضوع ممکن است دشواری‌هایی را برای بالا بردن سرمایه اضافی مورد نیاز ایجاد کند و نیازمند ابزارهای جدید برای مقابله با ریسک‌ها باشد و شاید نیاز به بازارهای جدید برای ریسک‌های جدید را ایجاد کند.

۱. کمیته باسل در سال ۱۹۷۴ و با شرکت بانک‌های مرکزی کشورهای G-10 (شامل آلمان، ایتالیا، ایالات متحده، بریتانیا، بلژیک، ژاپن، لوکزامبورگ، سوئد، سوئیس، فرانسه و کانادا) در شهر باسل کشور سوئیس تشکیل شد. این کمیته سندی را منتشر کرد با عنوان "همگرایی بین‌المللی برای اندازه‌گیری سرمایه و استانداردهای سرمایه" که به باسل ۱ (Basel I) مشهور است. این سند اعلام می‌کند که الزامات سرمایه باید بر مبنای ریسک تعیین شود به ویژه برای دارایی‌های با ریسک موزون که به اختصار RWA نامیده می‌شوند. (مترجم)

۲. توانگری II فرایندی متشکل از ناظران سیاسی در اتحادیه اروپا است و هدفش یافتن راهی بهتر برای ارزیابی کفایت سرمایه بیمه‌گران و بیمه‌گران اتکالی است. ایده اصلی این است که الزامات سرمایه باید بر مبنای ارزیابی ریسک‌های موجود در تجارت باشد و بیمه را به روش‌هایی که در بانکداری استفاده می‌شود، نزدیکتر سازد. (مترجم)

کارآیی تخصیص سرمایه

با تخصیص بهینه‌تر منابع در کل اقتصاد، سرمایه نیز باید بهتر تخصیص پیدا کند. این نیازها ممکن است مسئله‌ای را به وجود بیاورند که تنظیم کنندگان دوست دارند مجدداً درباره آن فکرکنند. دو انتخاب وجود دارد: یکی این‌که خط قرمزها اضافه شود و یا این‌که آزادی بیشتری داده شود تا این ابزارهای جدید قابلیت مبادله در بازارها را پیدا کنند. گزینه اول (خط قرمزها) اگر خیلی شدید باشد ممکن است رشد را دشوار کند و همچنین با ایجاد اثرات شبه مالیاتی بر بازار، پیچیدگی‌ها را بیشتر کند. گزینه دوم (افزایش آزادی‌ها) ممکن است باعث ایجاد انگیزه‌های نوآوری شود اما نیازمند مدیریت فعالانه‌تر با اضافه کردن تقاضای بیشتر برای شفافیت و نظم بازار است. افزایش مقدار کفایت سرمایه و هزینه پشتوانه مالی مورد نیاز برآورده کردن تقاضا را افزایش می‌دهد اما لزوماً منجر به افزایش هزینه سرمایه نمی‌شود. گزینه اول بر سودها و در دسترس بودن سرمایه در بازار اثر می‌گذارد و مبتنی بر نظر قانونگذار نسبت به ریسک است. (در حالت توانگری II نیاز به "حداقل" و "توانایی پرداخت سرمایه" وجود دارد). اما گزینه دوم با ریسک‌هایی که سرمایه‌گذار دارد و توسط بازار قیمت‌گذاری شده مرتبط است. بنابراین یک نگاه قانون‌زدایی شده درباره تقاضای سرمایه احتمالاً به تخصیص صحیح و رقابتی‌تر سرمایه منجر می‌شود، اما این کار نیازمند ابزارهای قابل مبادله است که خود نیازمند آزادی دسترسی به بازار است و باید اجازه داده شود که تقاضای توانگری را پوشش دهد. تقاضای بالای سرمایه به وسیله یک صنعت بزرگ ممکن است صندوق سایر سرمایه‌گذاری‌ها را خالی کند و بدین‌وسیله اثر تأمین مالی را کم کند.

بازار در برابر نظارت بیمه

تخصیص بهینه احتمالاً به بهترین شکل در بازاری که ریسک‌ها قیمت‌گذاری شده‌اند و مبادله می‌شوند، صورت می‌گیرد. این موضوع به طیف وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا سرمایه را برای نیازهای صنعت بیمه فراهم کنند. ابزارهای جدید در این حوزه اجازه ایجاد توانگری برای بیمه به روشی مؤثرتر از آنچه امروز وجود دارد، می‌دهد.

تشخیص ابزارهای جدید قابل مبادله به‌عنوان بخشی از دارایی‌های توانگری مسئله کلیدی و استراتژیکی است که در باره آن باید تصمیم‌گیری شود. مثال‌هایی از این ابزارهای مالی، بدهی‌های فرعی

زیاداً هستند، این ابزارها برای پوشش الزامات توانگری در حالت زیان‌های مالی مفید هستند. از این طریق ریسک به وسیله بازیگران بیشتری، جذب می‌شود. از طرف دیگر این کار به انتقال نظارت به سمت بازار سرمایه، روش‌هایی مشارکتی برای مدیریت ریسک و شفافیت کمک می‌کند.

ابزار دیگر مدیریت ریسک نرخ بهره، تبدیل به اوراق بهادارکردن بیمه نامه‌ها است. این ابزار، ریسک‌های کسب و کار را متنوع می‌سازد. تحمل ریسک که در ابتدا به عهده حکومت بود، اکنون برعهده صنعت بیمه است و در مرحله بعد به فعالان تخصصی با تمایل به ریسک بالاتر منتقل می‌شود. بدین ترتیب سیستم نظارتی با قیمت‌های بازار، جایگزین می‌شود. از این طریق کارآیی بیشتری به دست خواهد آمد و سرمایه به مفیدترین شکل در اقتصاد مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

تکنیک‌های دیگری که می‌توانند در مدیریت ریسک تجاری نقش کلیدی بازی کنند عبارتند از: حقوق مالکیت معنوی، فرایندها و روش‌های عملیاتی.

- به مدیریت ریسک می‌توان بدین طریق نگریست: یک روش برای تخصیص منابع به‌طور مؤثر. حقوق مالکیت معنوی (IPRs) می‌تواند برای محافظت و تبادل مدیریت ریسک به ویژه در حوزه مرتبط با فناوری اطلاعات به کار رود. خرید و فروش این حقوق امکان تخصصی شدن و در نتیجه استفاده سودمندتر از منابع را می‌دهد.

- فرایندهای عملیاتی زمینه رقابت برای شرکت‌هایی است که با هزینه سرمایه سروکار دارند و به "مدل‌های داخلی" شرکت اجازه می‌دهد تا مدیریت ریسک انجام شود.

تخصصی شدن در بیمه، که در نتیجه به صورت فزاینده‌ای در سطح حقوق مالکیت، مدیریت ریسک‌های مالی و بازارهای جدید تجارت رقابت خواهد کرد به صنعتی بهینه‌تر منجر می‌شود که در نهایت هزینه کمتر سرمایه را در پی خواهد داشت.

یک جابه‌جایی استراتژیک تقاضاها

مسئله مهم دیگر این است که با ایجاد تقاضای شدید برای توانگری، این سؤال مطرح می‌شود که آیا چنین سیستمی الگوهای تقاضا را تغییر می‌دهد. همیشه جایگزین‌هایی وجود دارد و در اینجا چند نمونه از این‌ها بررسی می‌شود:

• افزایش خود بیمه‌گری: این موضوع قبلاً در بیمه بهداشت، بیمه اتومبیل، بازنشستگی و غیره اتفاق افتاده است، فقدان بازارهای کارآ در قراردادهای بیمه این امر را تبدیل به یکی از مسائل مهم اجتماعی - اقتصادی کرده است.

- شرکت‌های بیمه وابسته (Captives): این شرکت‌ها تحت الزامات توانگری قرار دارند.
- ابزارهای دیگر برای تأمین مالی صنعت: بازار سرمایه و تأمین مالی از طریق اوراق قرضه، ریسک‌ها را به خارج از توانگری II و داخل منطقه Basel II منتقل می‌کند. تنها، ابزارهای جدیدی که ریسک‌های تعدیل شده را به حساب می‌آورند کارا هستند.
- روش مدیریتی (بازار محورتر)، برای مواجهه با نقض قوانین، بر تحقیقات و دادگاه‌ها ترجیح دارد. یک فرایند مدیریتی ساده ناطمینانی را برای فعالان بازار کاهش می‌دهد. این کار با توانگری II ممکن است و جدا کردن الزامات اهداف سرمایه از الزامات حداقل سرمایه روش مناسب‌تری است.

نتیجه‌گیری

اهم برخی از مسائل مطرح شده عبارت است از:

- تمرکز بر مدیریت ریسک در یک محیط مبتنی بر بازار
- بازارهای جدید برای "ریسک‌های بیمه‌پذیر"
- نیاز به برخی مقررات
- داشتن نظم بازار شفاف
- حداقل تقاضای توانگری

واژگان کلیدی:

مدیریت ریسک، هزینه سرمایه، توانگری II

منبع:

Eskil Ullberg, "A risk management approach to the cost of capital-great challenges for business, insurance and regulators", *The Geneva Association*, June 2005.