

نقش مؤسسات بیمه در بازار سرمایه ایران^۱

دکتر علی جهان‌خانی

امیر صفری

مقدمه

شرکت‌های بیمه و صنعت بیمه، از نهادهای مهم در بازار سرمایه هستند که در کنار دیگر نهادهای مالی در امر تهیه و تخصیص سرمایه و کمک به تأمین مالی واحدهای اقتصادی کمک می‌کنند. در این پژوهش، هدف ما این بوده است که ابتدا سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه را مورد مطالعه قرار دهیم و با شیوه‌هایی که شرکت‌های بیمه در دنیا در امر سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند آشنا شویم و سپس به بررسی نحوه سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه و مطالعه ترکیب پرتفوی شرکت‌های بیمه و میزان بازده و ریسک این پرتفوها بپردازیم. با این هدف که ببینیم آیا منابع مالی که در اختیار شرکت‌های بیمه قرار دارد به شکل مطلوب سرمایه‌گذاری شده است یا نه. به هر صورت، از دیدگاه مدیریت مالی، مدیران و مسؤولان شرکت‌های بیمه مسؤولیت دارند که به سرمایه - این عزیزترین منبع اقتصادی - توجه خاص مبذول دارند و از به کارگیری آن بالاترین بازده و نتایج را به دست آورند.

عوامل مهم در امر سرمایه‌گذاری

شرکت‌های بیمه به دلیل ماهیت فعالیت‌های‌شان همیشه بخشی از سودشان را اندوخته می‌کنند و این اندوخته‌ها را برای افزایش قدرت مالی شرکت در مقابله با خطرهای ضررهایی که ممکن است در سال‌های آینده با آن مواجه شوند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. به عبارت دیگر، استفاده بهینه از آن منابع کمک می‌کند که ما، هم شرکت را بزرگ‌تر و

۱. این مقاله، خلاصه‌کاری پژوهشی است که نتایج آن در سمینار مورخ ۷۶/۵/۲۵ بیمه مرکزی ایران ارائه شده است.

قوی تر کنیم و آن را در مسیر توسعه فعالیت بیمه هدایت نماییم، و هم این امکان را به شرکت می‌دهد که در مقابله با خطرهای بزرگ و غیرقابل پیش‌بینی، قدرت مقابلهٔ بیشتری داشته باشد.

در امر سرمایه‌گذاری، مدیر سرمایه‌گذاری باید به چندین عامل توجه کند. همه می‌دانیم، منابعی که سرمایه‌گذاری می‌شود با این هدف است که اگر نیازی به آن منابع بود شرکت بتواند به سرعت به منابع نقدی لازم دست پیدا کند و از عهدهٔ خسارت‌ها و تعهداتش برآید. بنابر این یکی از عوامل مهم سرمایه‌گذاری مسألهٔ ریسک این نوع سرمایه‌گذاری‌هاست. شرکت‌ها برای به کارگیری منابع‌شان، با سرمایه‌گذاری متنوعی مواجه هستند که می‌توانند در مورد انتخاب یک یا چند منبع تصمیم‌گیری کنند. این سرمایه‌گذاری‌ها را می‌توان به دو گروه سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی یا واقعی و سرمایه‌گذاری‌های مالی طبقه‌بندی کرد. منظور از سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی و واقعی، به دست آوردن دارایی‌های ملموس و قابل رؤیت است، مانند مستغلات، املاک، ماشین‌آلات و ... اما منظور از سرمایه‌گذاری‌های مالی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است که عمده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها هم در زمینهٔ سرمایه‌گذاری مالی و از نوع اوراق بهادار است.

در بازار سرمایه، اوراق بهادار و ابزارهای متنوعی وجود دارد که می‌توان منابع را آنجا سرمایه‌گذاری کرد. ساده‌ترین نوع سرمایه‌گذاری سپرده‌های بانکی است، بعد از آن اوراق قرضهٔ دولتی، اوراق قرضهٔ شهرداری و اوراق قرضهٔ بخش خصوصی قرار دادند. سرمایه‌گذاری در سهام - چه سهامی که در بورس پذیرفته شده‌اند و چه سهام شرکت‌های غیر بورسی که به اصطلاح معاملات‌شان در بورس انجام نمی‌گیرد - متداول‌ترین شکل سرمایه‌گذاری است. البته ابزارهایی که شرکت‌های بیمهٔ دنیا می‌توانند انتخاب کنند، بسیار وسیع است. به دلیل نو پا بودن بازار سرمایه، بسیاری از ابزارهایی را که در دنیا رایج است در ایران نداریم، از جمله اوراق قرضهٔ رهنی سهام ممتاز، گواهی اختیار معاملات یا به اصطلاح "call option" و معاملات "futures contract" و غیره

این اوراق بهادار باید از دیدگاه‌های مختلف مورد بررسی قرار گیرد تا مشخص شود که آیا با نیازهای شرکت بیمه سازگار هستند یا نه؟ یکی از ویژگی‌های اوراق بهادار مسألهٔ سررسیدشان است. سررسید اوراق قرضه و اوراق مشارکت، یکی از مشخصه‌های مهم

آن‌هاست. شرکت بیمه برای این‌که تصمیم بگیرد که در چه سر رسیدی سرمایه‌گذاری کند یا منابع مالی‌اش را در اوراق بهادار با چه سر رسیدی به کار بگیرد قطعاً باید به نیازهای خودش توجه کند. شرکت‌های بیمه با این هدف سرمایه‌گذاری می‌کنند که بتوانند تعهدات دراز مدت‌شان را پرداخت کنند. به عبارت دیگر، تعهدات دراز مدتی دارند که برای حصول اطمینان از ایفای تعهداتی که دارند امروز سرمایه‌گذاری می‌کنند. طبیعی است که باید سر رسید اوراق را متناسب با زمان آن تعهد انتخاب کنند. برای مثال، در مورد بیمه زندگی. طبیعت این نوع بیمه‌ها به گونه‌ای است که شرکت بیمه تعهدات دراز مدتی را می‌پذیرد و آن تعهد دراز مدت زمانی است که آن فرد می‌خواهد از مزایای بیمه زندگی یا بیمه عمرش استفاده کند. در حال حاضر که شرکت بیمه حق بیمه دریافت می‌کند باید آن‌ها را جوری سرمایه‌گذاری کند که ۱۰ یا ۱۵ سال بعد و آن زمانی که نیاز به آن وجوه دارد بتواند تعهداتش را از محل اصل و فرع سرمایه‌گذاری که امروز انجام شده پرداخت کند. به این نوع استراتژی، استراتژی تطبیق سر رسید می‌گویند، یعنی شما سر رسید تعهدات و دارایی‌های‌تان را با هم تطبیق می‌کنید تا ریسک ناتوانی ایفای تعهدات را به حداقل برسانید. ممکن است بگویید که لزومی ندارد ما حالا این تطبیق سر رسید را انجام دهیم. ما می‌توانیم منابع‌مان را در کوتاه مدت سرمایه‌گذاری کنیم و هر وقت سر رسید کوتاه مدت فرا رسید دوباره اصل و فرعی را در اوراق بهادار کوتاه مدت سرمایه‌گذاری یا در واقع تجدید سرمایه‌گذاری کنیم.

انتخاب سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و تجدید آن همیشه این خطر را دارد که موقع تجدید سرمایه‌گذاری، نمی‌دانیم که نرخ بازده سرمایه‌گذاری چه خواهد بود. برای مثال، اگر تعهدی پنج ساله داریم به جای این‌که اوراق پنج ساله بخریم، اوراق یک ساله بخریم، با این هدف که سال بعد اوراق یک ساله دیگری بخریم با این خطر مواجه هستیم که نرخ بازده سرمایه‌گذاری در آینده کم‌تر از نرخ امروز باشد. در حالی که اگر اوراق قرضه پنج ساله بخریم از همین امروز می‌دانیم که هر سال چه نرخ بازدهی خواهیم داشت. بنابراین، حسن سیاست تطبیق سر رسید این است که ریسک نوسان نرخ بازده در آینده را کاهش می‌دهد و ما با اطمینان بیشتری می‌توانیم درآمدها و عایدات آینده‌مان را به حساب آوریم و مطمئن باشیم که می‌توانیم تعهدات‌مان را پرداخت کنیم. اگر سر رسید را هم بسیار طولانی بگیریم، برای مثال بیش از تاریخ تعهدمان، باز مجبوریم خطر دیگری را بپذیریم و آن این‌که موقع نیاز به پول که قبل از سر رسید آن اوراق است، ناگزیریم که آن

اوراق را در بازار بفروشیم. فروش اوراق بهادار در بازار، این خطر را دارد که در آن زمان ممکن است قیمت بازار اوراق بهادار به دلیل رکود بازار پایین آمده باشد و ما ناگزیر شویم که اوراق مان را با زیان بفروشیم.

ما با این ضرر نوسان قیمت در ایران چندان آشنا نیستیم چون درگیرش نبوده‌ایم. ولی اگر بازار سرمایه مان هم به قدمت بازار سرمایه دیگر کشورهای جهان بود آن وقت درمی‌یافتیم که این ریسک، ریسک بسیار خطرناکی است. چرا که قیمت اوراق قرضه، حتی اوراق قرضه مطمئن دولتی، ممکن است در بازار کاهش شدید داشته باشد. هنگامی که نرخ بهره در بازار افزایش پیدا می‌کند، قیمت اوراق بهادار در بازار کاهش می‌یابد، به عبارت دیگر، رابطه‌ای معکوس بین قیمت جاری اوراق بهادار و نرخ جاری بهره وجود دارد. هرچه سررسید اوراق بهادار طولانی‌تر باشد این ریسک بیش‌تر است. ویژگی دومی که ما در انتخاب سرمایه‌گذاری مان باید به آن توجه کنیم مسأله قابلیت فروش و نقد کردن اوراق بهادار است. ما سرمایه‌گذاری مان را می‌توانیم از دیدگاه نقدینه بودن طبقه‌بندی کنیم. در این ره‌گذر، کمال مطلوب این است که در جاهایی سرمایه‌گذاری کنیم که هر وقت اراده کردیم، بتوانیم آن سرمایه‌گذاری را نقدش کنیم. از این دیدگاه نقدترین نوع سرمایه‌گذاری همان سپرده‌های بانکی است، چون هر وقت اراده کنید می‌توانید سپرده‌های تان را از بانک بگیرید. در مقابل، سهام شرکت‌های غیر بورسی هستند که بازاری برای معاملاتش وجود ندارد. این نوع سرمایه‌گذاری‌ها از لحاظ تبدیل به نقد کردن بسیار ضعیف هستند. اگر شما سهام‌دار یک شرکت سهامی خاص باشید و پول نقد لازم داشته باشید نمی‌توانید به سرعت و به قیمتی که مد نظرتان است برای آن سهام، خریدار و مشتری پیدا کنید. بنابر این در انتخاب اوراق بهادار باید دقت کرد که آیا بازار دست دوم یا بازار معاملاتی برای اوراق بهادار وجود دارد یا نه؟ طبیعی است که باید به سراغ اوراقی برویم که در بورس هستند، یا اگر بازار غیر بورسی هم وجود دارد به سراغ آن اوراق بهاداری برویم که در بازار به طور فراوان مورد معامله قرار می‌گیرند. در حال حاضر بسیاری از سهام در بورس وجود دارند که نمی‌توان آن‌ها را به سرعت فروخت. حجم آن معاملات بسیار اندک و بازار عمق کافی ندارد. اگر چنین سهامی را شما خریداری کرده باشید باز با این‌که در بورس است نمی‌توانید به سرعت آن‌ها را بفروشید. باید به سراغ سهامی که گردش زیادی دارند، هر روز در بورس معامله می‌شوند و حجم معامله درخور توجهی هم دارند بروید. شرکت‌های بیمه به دلیل این‌که

حجم سرمایه‌گذاری‌شان در اوراق بهادار رقم بزرگی است باید به مسأله نقدینگی توجه کنند و به سراغ سهامی بروند که در بورس گردش زیادی دارند و از خرید سهام شرکت‌های کوچک و غیرفعال خود داری کنند. بعضی از دارایی‌ها هم وجود دارند که قابل تبدیل به پول نقدند ولی با هزینه معاملاتی گزاف. اگر نقد کردن دارایی برای سرمایه‌گذاری همراه با هزینه باشد از نظر ما این هم، سرمایه‌گذاری نامطلوبی تلقی می‌شود. سرمایه‌گذاری در اشیای عتیقه یا تابلوهای نفیس از این نوع است. عیب این نوع سرمایه‌گذاری، هزینه معاملات بالای آن‌هاست. در موقع فروش فروشنده باید تخفیف زیادی بدهد یا کارمزد بالایی بپردازد. در حالی که مثلاً در سهامی که در بورس تهران پذیرفته شده‌اند، با پرداخت نیم درصد کارمزد می‌توان این معامله را انجام داد.

ریسک اوراق بهادار

در بازار، انواع اوراق بهادار با درجات مختلف ریسک وجود دارد. از یک سو، اوراق بهادار بدون ریسک مثل اوراق قرضه دولتی یا اوراق قرضه تضمین شده وجود دارد. از دیگر سو، سهام را داریم که نوعی اوراق بهادار با ریسک است و اصل سرمایه و سودش تضمین نشده است. دنیای سرمایه‌گذاری سهام هم طیف وسیعی از ریسک دارد. برای مثال، سهام کم ریسک، با ریسک متوسط یا با ریسک بالا. این‌که سرمایه‌گذار چه سطحی از ریسک را انتخاب کند، به مقدار زیادی به سیاست سرمایه‌گذاری وی و الزام‌های قانونی که بر سرمایه‌گذارش حاکم است مربوط می‌شود. معمولاً مقررات دولتی، شرکت‌های بیمه را از این‌که قسمت اعظم منابع‌شان را در اوراق بهادار با ریسک زیاد سرمایه‌گذاری کنند منع می‌نماید. دولت برای این‌که ریسک پرتفوی شرکت‌های بیمه در حد قابل قبولی باشد معمولاً برای ترکیب پرتفوی شرکت‌های بیمه ضوابطی تعیین می‌کند. برای مثال، آنان را محدود می‌کند به این‌که فقط ۳۰ درصد پرتفوی‌شان را در سهام سرمایه‌گذاری کنند، یا تکلیف می‌کند که ۲۵ درصد پرتفوی‌شان حتماً باید در اوراق قرضه دولتی سرمایه‌گذاری شود. اما در قالب همین ضوابط دولتی هم باز این سؤال برای مدیر سرمایه‌گذاری مطرح است که: «به سراغ کدام سهام بروم؟».

طبیعی است که مدیر سرمایه‌گذاری دوست دارد که از بازده بالای سهام بهره‌مند شود، ضمن این‌که سرمایه به کار گرفته شده در معرض خطر زیادی قرار نگیرد. به عبارت دیگر، مدیر سرمایه‌گذاری باید در جست و جوی پرتفویی باشد که بازده بالای

سرمایه‌گذاری در سهام را به او بدهد، ضمن این‌که ریسک وی را محدود کند. برای نیل به این هدف، که کمال مطلوب هم هست، مدیران سرمایه‌گذاری شیوه‌های متعددی به کار می‌برند. یکی از رایج‌ترین شیوه‌ها تنوع‌پذیری در سهام است. در واقع سعی می‌کنند که یک پرتفوی متنوع متشکل از سهام شرکت‌ها به تعداد زیاد را انتخاب کنند. البته سعی می‌شود که این شرکت‌ها در صنایع مختلفی باشند که پرتفوی سرمایه‌گذاری زیاد تحت تأثیر سرنوشت یک صنعت خاص یا یک شرکت خاص قرار نگیرد. به اصطلاح مالی می‌گوییم که سهام باید به گونه‌ای انتخاب شود که همبستگی زیادی بین بازده آن‌ها وجود نداشته باشد. البته در اینجا مدل‌های مالی و ریاضی فراوانی وجود دارد که به مدیر سرمایه‌گذاری کمک می‌کند تا این ترکیب بهینه را به دست آورد.

در زمینه سرمایه‌گذاری در سهام، این توضیح لازم است که سرمایه‌گذاری در سهام دارای چند نوع ریسک است که مدیر سرمایه‌گذاری باید به آن‌ها توجه کند. یکی از آن‌ها ریسک تجاری است. منظور از ریسک تجاری، آن نگرانی است که در خصوص فروش و سود عملیاتی شرکت وجود دارد. شرکت‌ها از دیدگاه ریسک تجاری با هم متفاوتند. بعضی از شرکت‌ها از ثبات درآمد فروش برخوردارند و به راحتی می‌توانند با ضریب اطمینان خوبی، فروش و سودشان را پیش‌بینی کنند. در مقابل، صنایع و شرکت‌هایی وجود دارند که نوسان‌های زیادی در فروش و سودشان ایجاد می‌شود. یعنی امروز نمی‌توان تخمین زد که فروش و سودشان در سال‌های بعد چگونه خواهد بود و عوامل زیادی ممکن است پیش‌بینی‌ها را به هم بریزد. برای مثال، سهام شرکت‌های دارویی، ریسک تجاری پایینی دارند، زیرا می‌توان تقاضای دارو را با دقت زیادی پیش‌بینی کرد. در مقابل، صنایع ماشین‌آلات را در نظر بگیرید که در زمینه ماشین‌سازی فعالیت می‌کنند. این صنایع معمولاً ریسک‌شان بالاست چون نمی‌شود پیش‌بینی کرد که چه قدر سفارش ماشین‌آلات خواهند داشت. هم‌چنین، شرکت‌ها را می‌توان از دید ریسک مالی بررسی کرد؛ منظور از ریسک مالی ریسک ناشی از به‌کارگیری بدهی در ساختار سرمایه است. بعضی از شرکت‌ها بدهی کمی دارند و بعضی بدهی زیاد. البته استفاده از بدهی خوب است و ما به مسأله مزایای بدهی واقفیم ولی در کنار مزایای بدهی همیشه عیبی هم به نام ریسک مالی وجود دارد. این ریسک مالی از آنجا نشأت می‌گیرد که بدهی‌ها معمولاً هزینه مالی ثابتی دارند. در واقع شرکت تعهد می‌کند که از محل درآمدهای نامعلومش بهره ثابت و از پیش تعیین شده‌ای به وام‌دهنده بردارد. طبیعی است که اگر

رکود اقتصادی پیش آید صاحبان سهام این نوع شرکت‌ها ممکن است بازده کمی نصیب‌شان شود. البته اگر دوره رونقی هم پیش آید سهام‌داران سود بالا و بازده خوبی به دست خواهند آورد. اهرم مالی مانند شمشیر دولبه‌ای است که می‌تواند صاحبان سهام را بسیار خوشحال یا بسیار دل‌سرد کند.

بعد دیگری که در انتخاب اوراق بهادار باید مد نظر قرار گیرد مسأله تورم است. اوراق بهادار را می‌توان به دو گروه طبقه بندی کرد: گروهی که ارزش‌شان ثابت است و با کاهش ارزش پول، افزایش پیدا نمی‌کنند. نمونه بارز این نوع اوراق، اوراق قرضه یا اوراق مشارکت و سپرده بانکی است. اگر ما منابع مان را به این سه شکل به کار بگیریم خودمان را در معرض خطر تورم قرار داده‌ایم و این ریسک را پذیرفته‌ایم که اگر تورم در آینده افسار گسیخته شود قدرت خرید سرمایه ما نیز کم خواهد شد. دقت کنید، اینجا ضرری که ما از آن صحبت می‌کنیم ضرر سود حساب داری نیست چون در حساب داری، ارقام را به ریال می‌نویسیم، بنابر این اگر یک میلیارد سپرده کرده باشیم سال بعد یک میلیارد را به همراه بهره‌اش دریافت می‌کنیم و سود نشان خواهیم داد. ملاک ما سود اقتصادی است. به عبارت دیگر، یک میلیاردی که ما امروز در بانک می‌گذاریم دارای قدرت خریدی است که اگر در طول سال، تورمی وجود داشته باشد، سال بعد از آن یک میلیارد ریال، دیگر قدرت خرید امروز را نخواهد داشت. تورم باعث می‌شود که قدرت خرید سرمایه افت کند و شرکت از دیدگاه اقتصادی متضرر شود. ما معتقدیم که مدیر سرمایه‌گذاری باید متوجه شرایط تورمی باشد و به سراغ سرمایه‌گذاری‌هایی برود که دارای این ویژگی هستند که درآمدها متناسب با تورم افزایش پیدا می‌کند. به عبارت دیگر، در شرایط تورمی باید از سرمایه‌گذاری‌های با بازده ثابت (مثل سپرده، اوراق قرضه و غیره) امتناع ورزید و به سمت سرمایه‌گذاری‌هایی که درآمد متغیر دارند رفت (مانند سرمایه‌گذاری در سهام، املاک و نظایر آن). این نوع سرمایه‌گذاری‌ها همیشه این ویژگی را داشته و خواهند داشت که متناسب با تورم، بازده‌شان افزایش خواهد یافت. بنابر این از محل آن اضافه درآمدها می‌توان کاهش قدرت خرید پول را جبران کرد و شاید بازده اضافی هم به دست آورد. پژوهش‌ها نشان داده‌اند که وقتی در اقتصاد تورم نیست شرکت‌های بیمه درصد کمی از پول‌شان را در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و به سراغ اوراق قرضه و سپرده‌ها می‌روند. اما وقتی که شرایط تورمی پیش می‌آید شرکت‌ها ترکیب پرتفوی‌شان را به هم می‌زنند و سهام و املاک تجاری و مسکونی و اداری بیش‌تری می‌خرند.

اوراق بهادار از دیدگاه مالیاتی

ویژگی بعدی که ما باید به آن پردازیم مسأله مالیات بر درآمد اوراق بهاداری است که خریداری می‌کنیم. سود اوراق مشارکت شهرداری از مالیات معاف است. آن ۲۰ درصد سودی که دارنده اوراق مشارکت می‌گیرد خالص است و دیگر مالیاتی به او تعلق نمی‌گیرد. اوراق مشارکتی هم که از حالا به بعد منتشر خواهد شد، فقط مشمول ۵ درصد مالیات می‌شود. در حالی که سرمایه‌گذاری‌های دیگر درآمدشان مشمول مالیات است. از دیدگاه سرمایه‌گذاری باید عمده توجه‌مان به بازده بعد از مالیات باشد نه قبل از مالیات. به عبارت دیگر ممکن است شما پول‌تان را در جایی سرمایه‌گذاری کنید که ۲۵ درصد یا ۳۰ درصد بازده می‌دهد ولی آن بازده مشمول مالیات است و شما باید ۵۰ درصد آن را مالیات بدهید. وقتی که ۳۰ درصد می‌گیرید نصفش را مالیات می‌دهید، چیزی که بعد از مالیات برای شما می‌ماند ۱۵ درصد است. اگر در اوراقی سرمایه‌گذاری کنید که ۲۰ درصد بازده می‌دهد و معاف از مالیات است طبیعی است که این بازده ۲۰ درصد را باید به آن بازده ناخالص ۳۰ درصد ترجیح بدهید. زیرا این بعد از مالیات، ۲۰ درصد بازده خالص می‌دهد در حالی که آن دیگری ۱۵ درصد.

بعضی سرمایه‌گذاری‌ها، مانند سهام عادی بازده‌شان از دو محل به دست می‌آید: درآمد جاری و درآمد ناشی از تغییر قیمت. یک قسمت بازده از محل سودی که شرکت می‌پردازد (dividend) و قسمت دیگر از محل capital gain یا افزایش قیمت است. در اکثر کشورها نرخ مالیات این دو بازده با هم فرق می‌کند. برای مثال، در ایران dividend یا سود نقدی مشمول مالیات است. نرخ مالیاتش هم به حجم سرمایه‌گذاری وابسته است که می‌تواند تا ۵۴ درصد باشد، ولی سودی که از محل افزایش قیمت به دست می‌آید - اگر آن سهم در بورس باشد - از مالیات معاف است. لذا باید به سراغ خرید سهامی رفت که پیش‌بینی می‌شود عمده بازده آن از محل افزایش قیمت است نه از محل دریافت سود نقدی. چون سود ناشی از افزایش قیمت طبق مقررات موجود معاف از مالیات است. پژوهش ما هم نشان می‌دهد که ظرف هفت سالی که از تجدید حیات بورس تهران می‌گذرد قسمت عمده بازده از محل افزایش قیمت سهام بوده است نه از محل سود نقدی. بنابراین می‌شود گفت، کسانی که در سهام سرمایه‌گذاری کرده‌اند بازده‌شان را بدون پرداخت مالیات زیاد کسب کرده‌اند.

ترکیب پرتفوی شرکت های بیمه

مدیر سرمایه گذاری با توجه به همه این ویژگی هایی که به طور مختصر عرض شد ترکیب پرتفوی سرمایه گذاری را تعیین می کند. برای این که نمونه ای از ترکیب پرتفوی شرکت های بیمه به دست داده باشیم به مطالعه ای که در امریکا انجام گرفته اشاره می کنیم. در امریکا، شرکت های بیمه حدود ۶ درصد منابع شان را به شکل سپرده بانکی، ۳۷ درصد را به صورت اوراق قرضه، ۲۵ درصد را به شکل وام های رهنی، ۹ درصد را به شکل سهام عادی، ۴ درصد را به شکل املاک و مستغلات و ۱۰ درصد را هم به شکل وام های متفرقه سرمایه گذاری کرده اند. همان طور که ملاحظه می کنید شرکت های بیمه به دلیل این که سپرده های بانکی بازده شان پایین است، بخش اندکی از منابع شان را در سپرده های بانکی به کار برده اند و قسمت عمده آن را در اوراق کم ریسک سرمایه گذاری کرده اند. تمرکز بر اوراق کم ریسک هم به دلیل الزام های قانونی است که بر این شرکت ها حاکم است.

ما چه طور می توانیم عملکرد پرتفوی شرکت سرمایه گذاری را اندازه گیری کنیم؟ به عبارت دیگر اگر از ما سؤال شود که کدام شرکت بیمه در امر سرمایه گذاری موفق تر بوده ما چه طور می توانیم به این پرسش پاسخ دهیم. آیا اتکا به بازده کافی است؟ یعنی بگوئیم آن شرکتی موفق تر بوده که نرخ بازده پرتفویش بیش تر از بقیه بوده است. منظور از نرخ بازده پرتفو هم میانگین نرخ بازده سرمایه گذاری هایی است که انجام داده است. ضمن این که اذعان داریم نرخ بازده ملاک خوبی است ولی کامل نیست، چرا که به بُعد دیگر تصمیمات سرمایه گذاری قسمت عمده و جوهش در سهام و تقبل ریسک، بازده خوبی هم به دست آورده باشد. آیا این بازده بالا را باید به حساب درایت و مدیریت خوب سرمایه گذاری بگذاریم یا به حساب بخت و اقبال؟ چون کسی که ریسک می کند اگر کمی هم خوش شانس باشد معمولاً بازده بالایی به دست می آورد. بنابراین برای اندازه گیری عملکرد، باید هم بازده و هم ریسک پرتفوی را در نظر گرفت.

وقتی که به بحث درباره ریسک می پردازیم، مسأله نحوه اندازه گیری آن مطرح می شود. چه طور می توان ریسک پرتفوی را اندازه گیری کرد؟ در دنیا روش های مختلفی برای اندازه گیری ریسک وجود دارد که خارج از بحث ماست. در کشورهایی که بازار سرمایه جا افتاده تری دارند، مؤسسات حرفه ای وجود دارند که کارشان اندازه گیری

ریسک اوراق بهادار است و اندازه ریسک هر سهمی را با شاخصی که نشان دهنده ریسک است تعیین می‌کنند. می‌دانید که در دنیا اوراق قرضه را از طریق رتبه‌بندی (rating) تعیین ریسک می‌کنند. بهترین اوراق، اوراقی است که مثلاً درجه ریسک‌اش AAA باشد. اوراقی که چنین درجه‌ای داشته باشند اوراق قرضه مطمئن به شمار می‌روند و کیفیت‌شان عالی تلقی می‌شود. همین‌طور اگر اوراقی که ریسک‌اش بیش‌تر باشد دو تا A به آن می‌دهند و اگر باز هم ریسک‌اش کمی بیش‌تر باشد یک A می‌دهند، تا آخر. پس طبقه‌بندی‌هایی انجام می‌دهند که این طبقه‌بندی‌ها، میزان ریسک را مشخص می‌کنند. در مورد سهام هم همین کار را کردند. سهام را از دیدگاه ریسک تجاری، مالی و غیره درجه‌بندی می‌کنند. بنابراین یک راه تعیین ریسک این است که از روی آن رتبه‌بندی‌ها ریسک اوراق موجود در پرتفوی را اندازه‌گیری کنیم. راه دیگر این است که ریسک را به وسیله نوسان‌پذیری بازده اندازه‌گیری کنیم. می‌توانیم بگوییم که اگر بازده سرمایه‌گذاری نوسان زیادی داشته باشد، از نظر ما ریسک دارد و هرچه نوسان‌پذیری شدیدتر باشد، ریسک‌اش بیش‌تر خواهد بود. اگر از این بُعد به مسأله ریسک نگاه کنیم می‌توانیم برای اندازه‌گیری ریسک از روش‌های آماری استفاده کنیم. چون در آمار پارامترهایی وجود دارند که پراکندگی متغیر را اندازه‌گیری می‌کنند مثل واریانس و انحراف معیار.

ما در پژوهشی که در خصوص شرکت‌های بیمه ایرانی انجام دادیم از همین روش آماری استفاده کردیم. بدین ترتیب که انحراف معیار بازده پرتفوی را در طول زمان اندازه‌گیری کردیم و به این نتیجه رسیدیم که آن‌هایی که نوسان بازده‌شان شدیدتر است ریسک‌شان بیش‌تر است و آن‌هایی که از ثبات نرخ بازده برخوردار بوده‌اند ریسک‌شان کم‌تر است. برای اندازه‌گیری عملکرد، بازده مازاد بر نرخ بدون ریسک را که اصطلاحاً به آن صرف ریسک می‌گویند محاسبه کردیم. صرف ریسک واژه مالی است که نشان می‌دهد که ما چه قدر بازده بیش از نرخ بدون ریسک به دست آوردیم. در واقع ساده‌ترین معیار ما برای سنجش عملکرد، این است که اگر ریسک نمی‌کردیم چه نرخ بازده به دست می‌آوردیم؟ به این می‌گوییم نرخ بهره بدون ریسک. بنابراین اگر سرمایه‌گذاری ما دارای ریسک است انتظار داریم که بازده ما از این بیش‌تر باشد. پس تفاوتی که نرخ بازده پرتفوی یا بازده بدون ریسک دارد همان صرف ریسک است که در قبال پذیرش ریسک به دست آورده‌ایم. حالا این بازده اضافی را با میزان ریسکی که پذیرفته‌ایم مقایسه می‌کنیم. نسبت این بازده اضافی تقسیم به انحراف معیار، شاخصی است که برای

سنجش عملکرد سرمایه‌گذاری به کار برده‌ایم. هرچه خارج قسمت کسر بیش‌تر باشد عملکرد سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر خواهد بود.

نرخ بازده بدون ریسک - نرخ بازده پرتفوی = شاخص عملکرد
انحراف معیار بازده پرتفوی

نتایج پژوهش ما نشان می‌دهد که متأسفانه نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه پایین بوده و حتی متناسب با نرخ تورم نیز نبوده است. علت پایین بودن بازده سرمایه‌گذاری، مصرف بیش از حد وجوه شرکت‌های بیمه در سپرده‌های بانکی و اوراق قرضه دولتی بوده است که دارای نرخ بازده کم‌تر از نرخ تورم هستند. برای بهبود نرخ بازده سرمایه‌گذاری توصیه می‌شود که شرکت‌های بیمه میزان سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات تجاری و اداری را افزایش دهند و هم‌چنین بر سرمایه‌گذاری در سهام پذیرفته شده در بورس بیفزایند. ■



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی