



گزارش پژوهشی

بهدارسازی بیمه‌های زندگی

گزارش پژوهشی، شماره ۱۲۰

تابستان ۱۴۰۰

پژوهشکده بیمه

گروه پژوهشی بیمه‌های اشخاص

میز تخصصی بیمه‌های زندگی

شناسنامه عمومی گزارش پژوهشی	
بهدارسازی بیمه های زندگی	عنوان گزارش
قرارداد به شماره ۷۳۱۲/قپب	مستندات و شماره قرارداد
پژوهشکده بیمه	کارفرما
علیرضا خزائی	مجری گزارش
دکتر میترا قنبرزاده (عضو هیئت علمی و مدیرگروه پژوهشی بیمه های اشخاص پژوهشکده بیمه)	همکاران اصلی گزارش
دکتر محسن ابراهیمی (عضو هیئت علمی دانشگاه خوارزمی و مشاور دفتر ارتباط با جامعه و صنعت پژوهشکده بیمه)	ناظر علمی گزارش
خرداد ۱۴۰۰	تاریخ شروع اجرای گزارش
مرداد ۱۴۰۰	تاریخ اتمام گزارش

پیشگفتار

صنعت بیمه به عنوان یکی از زیربخش های مالی و حمایتی اقتصاد کشور، می تواند نقش مؤثری در تشکیل سرمایه و سرمایه گذاری ایفا کند. به منظور ایفای مطلوب این نقش، صنعت بیمه بایستی ارتباط مناسبی با بازار سرمایه داشته باشد به صورتی که از ظرفیت های بازار سرمایه برای سرمایه گذاری و انتقال ریسک استفاده نماید. بهادارسازی اوراق بیمه، یکی از روش های انتقال ریسک بوده و از کارکردهای مهم و ویژه آن، افزایش ظرفیت پذیرش ریسک شرکت های بیمه است. بیمه های زندگی در صنعت بیمه، به عنوان یکی از شاخص های توسعه یافتگی، با توجه به بلندمدت بودن بیمه نامه و همچنین، انباشت حق بیمه ها، بستر مناسبی جهت به کارگیری اوراق بهادار بیمه ای فراهم می کند. صنعت بیمه به منظور بهره گیری از این مزیت بیمه های زندگی و همچنین کاهش آثار منفی ناشی از فاصله زمانی طولانی بین ایفای تعهدات و پرداخت حق بیمه، بایستی ابزارها و راهکارهای مختلفی را به کار گیرد. یکی از ابزارهایی که به منظور مدیریت چالش های پیش روی بلندمدت بودن بیمه نامه زندگی و بهره گیری از ظرفیت بیمه های زندگی وجود دارد؛ با استفاده از ابتکارات بازار سرمایه و مهندسی مالی تعریف می شود که به آن اوراق بهادار بیمه های زندگی می گویند.

گزارش حاضر به بیان مفاهیم اوراق بهادار بیمه ای و کاربرد آن در بیمه های زندگی از جنبه های مختلف پرداخته و امید است مورد استفاده شرکت های بیمه در حوزه بیمه های زندگی، واقع گردد.

در اینجا از جناب آقای علیرضا خزایی و همکار ایشان، سرکار خانم دکتر میترا قنبرزاده، عضو هیئت علمی پژوهشکده بیمه و راهبر میز تخصصی بیمه های زندگی، بابت تدوین این گزارش پژوهشی و همچنین جناب آقای دکتر محسن ابراهیمی، عضو هیئت علمی دانشگاه خوارزمی، که امر نظارت بر این گزارش پژوهشی را بر عهده داشتند، تشکر می نمایم.

حمید کردبیچه

رئیس پژوهشکده بیمه

خلاصه مدیریتی

بیمه از یک سو نهادی مالی است که در تقویت بنیه اقتصادی جامعه نقش اساسی دارد و از دیگر سو، با ایجاد امنیت و اطمینان، زمینه گسترش فعالیت‌های تولیدی را فراهم می‌سازد. این نهاد به مردم کمک می‌کند تا ریسک خطراتی که در زندگی با آن مواجه هستند، کاهش یابد. امروزه صنعت بیمه در سراسر جهان در حال تحول است زیرا استراتژی‌های جدید مدیریت ریسک در حال تدوین و ابزارهای مالی جدیدی برای تکمیل و یا جایگزینی محصولات سنتی بیمه ایجاد شده است. در این راستا، شرکت‌های بیمه می‌توانند تا حدی ریسک بپذیرند و از آن حد به بعد مجبور هستند به بیمه اتکایی روی آورند. اما درجایی ممکن است بیمه اتکایی کافی نباشد و انتقال ریسک را می‌توان از طریق بهدارسازی بیمه‌نامه‌ها و فروش آن‌ها در بازار سرمایه انجام داد. اوراق بهادار یکی از ابزارهای مهم مدیریت ریسک مالی مورد استفاده شرکت‌های بیمه‌ای است و موجب ارتباط مستقیم بین صنعت بیمه و بازار سرمایه می‌شود. در این میان، بیمه زندگی در بین انواع رشته‌های بیمه از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. زیرا در بیمه زندگی، طول مدت بیمه، اغلب از یک سال بیشتر است و حتی در مواقعی تمام مدت زندگی بیمه‌گذار را شامل می‌شود. در این راستا، صنعت بیمه به‌منظور بهره‌گیری از مزیت‌های بیمه‌های زندگی (ماهیت بلندمدت بودن آن و ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و همچنین اجتناب از اثر سوء فاصله زمانی طولانی بین ایفای تعهدات و پرداخت حق بیمه، ابزارهای و راهکارهای مختلفی به کار گرفته است. یکی از ابزارهایی که به‌منظور بهره‌گیری از ظرفیت بیمه‌های زندگی، استفاده می‌شود، استفاده از اوراق بهادار بیمه‌های زندگی است. در حال حاضر این اوراق بهادار در جهان به نحو گسترده‌ای در حال استفاده‌اند. اوراق بهادار بیمه زندگی ابزاری است که باعث افزایش نقدشوندگی بیمه‌نامه‌های زندگی و در نتیجه مدیریت اثر سوء پایین بودن نقد شوندگی این بیمه‌نامه‌ها بر تقاضا می‌گردند. «بهدارسازی بیمه زندگی» می‌تواند با شرایط اقتصادی ایران سازگاری بالایی داشته باشد و در صورت استقبال بالا برای بیمه‌گر نیز سودآور شود.

بهدارسازی بیمه‌های زندگی دارای مزیت‌هایی است که در ادامه، مطرح می‌شوند. انتشار اوراق بهادار بیمه زندگی یکی از ابزارهای مالی به‌منظور افزایش نقدینگی شرکت‌ها می‌باشد که عبارت از تبدیل دارایی‌های غیرنقد و وام‌های بلندمدت به منابع تأمین مالی است. فرایند اوراق بهادارسازی بیمه زندگی، سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا مدیریت ریسک خود را بهبود بخشند، به بازده‌های ریسک تعدیل‌شده بهتری دست یابند و به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند. در حقیقت، اوراق بهادارسازی بیمه زندگی، با قابل معامله کردن دارایی‌های مالی، هزینه‌های بنگاهی را کاهش و منجر به کارآمدی بیشتر بازارهای مالی می‌گردد و در نتیجه منجر

به کاهش ریسک نقدینگی در نظام مالی اقتصاد کشورها می‌شود. همچنین، تبدیل ریسک بیمه زندگی به اوراق بهادار، ریسک‌های تعهدشده توسط شرکت‌های بیمه زندگی را از طریق خلق و انتشار اوراق بهادار مالی به بازار سرمایه انتقال می‌دهد. از این رو، بهادار سازی بیمه‌های زندگی باعث جذابیت بیمه‌های زندگی می‌شود. همچنین این اوراق ابزار مناسبی در مدیریت سرمایه‌گذاری وجوه تجهیز شده از طریق بیمه‌های زندگی در اختیار بیمه‌گران قرار می‌دهد که نهایتاً به افزایش بازدهی بیمه‌های زندگی و افزایش تقاضای آن منجر می‌شود. به کارگیری اوراق بهادار در بیمه‌های زندگی دارای نقاط قوت، ضعف، مزایا و فرصت‌هایی است که در شکل زیر نشان داده شده است:

نقاط قوت	نقاط ضعف
<ul style="list-style-type: none"> ▪ بازار در حال رشد، بهبود نقدینگی، شکاف نرخ محدود، ارزان؛ ▪ اوراق معتبر (پذیرش عموماً توسط بازارهای سرمایه) بکارگیری برای نقدی کردن دارایی‌های غیرمشهود، تأمین مالی الزامات سرمایه‌ای قانونی، انتقال ریسک حوادث - فاجعه آمیز مثل مرگ و میر (همچنین طول عمر و افزایش بیماری‌ها)؛ ▪ بهبود بخشی کارایی سرمایه ▪ رفتار قانونی و مالیاتی مطلوب؛ ▪ ایجاد تمهیدات مربوط و ایجاد ظرفیت معمول اضافی 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ اغلب این روش‌ها ابزاری برای تأمین مالی به جای ابزاری برای انتقال ریسک ▪ پر هزینه برای ریسک حوادث فاجعه آمیز، مرگ و میر و طول عمر
فرصت‌ها	تهدیدها
<ul style="list-style-type: none"> ▪ مدیریت شدت ریسک مرگ و میر و کاهش نیاز به سرمایه ▪ مصون سازی ریسک مواجهه با بلایای همه‌گیر ▪ الزامات ریسک/سرمایه کاهش حساب‌های تصفیه شده 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ریسک تنظیم مقررات ▪ افزایش هزینه بیمه، در صورت اشباع بازار ▪ افزایش ریسک بازار ضعیف به دلیل بکارگیری ابزار تبدیل به اوراق بهادار سازی برای قیمت گذاری فزاینده ▪ ایجاد رقابت جدیدی توسط برخی شرکت‌ها (مثلاً ورود بانک‌ها) ▪ امکان وجود همبستگی پیش بینی نشده بین ریسک پایه با بازارهای سهام

اوراق بهادار بیمه زندگی در ایران سابقه اجرایی ندارد و یک پدیده جدید و جذاب برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. علاوه بر مطالب بیان شده، از آنجاییکه در حال حاضر، افراد تمایل به سرمایه‌گذاری در بازارهای غیرمولد (مسکن و طلا و...) دارند و همین مساله باعث عدم استقبالشان از بیمه زندگی شده است، «بهادار سازی بیمه زندگی» می‌تواند این نقص را برطرف سازد. با اجرایی کردن این ابزار جدید، صنعت بیمه ایران می‌تواند از ظرفیت‌های بازار سرمایه برای تأمین مالی و پوشش ریسک‌های خود بهره‌برد و ضریب نفوذ خود را گسترش دهد. هم‌زمان با رونق در بازار سرمایه، نقدینگی بیشتری جذب این بازار شود و تورم افسارگسیخته کنترل شود.

فهرست مطالب

۱- مقدمه	۱
۲- بیمه‌های زندگی و روند جهانی آن	۲
۳- اوراق بهادار بیمه	۷
۳-۱- مزایای اوراق بهادار بیمه	۹
۳-۲- عوامل تاثیر گذار بر رشد فرآیند اوراق بهادار بیمه	۱۰
۳-۳- انواع اوراق بهادار بیمه‌ای	۱۱
۳-۴- روند انتشار سالانه اوراق بهادار بیمه‌ای	۱۳
۳-۵- ترکیب سرمایه‌گذاران اوراق بهادار بیمه‌ای	۱۵
۴- بهادارسازی بیمه‌های زندگی	۱۶
۴-۱- اهداف و شاخصه‌های تبدیل به اوراق بهادار بیمه زندگی	۱۸
۴-۱-۱- بهادارسازی ارزش نهفته	۱۹
۴-۱-۲- بهادارسازی تأمین‌کننده الزامات سرمایه‌ای قانونی	۲۰
۴-۱-۳- بهادارسازی مرگ‌ومیر	۲۰
۴-۲- مزایای به‌کارگیری اوراق بهادار بیمه زندگی و تاثیرات آن	۲۱
۴-۲-۱- تأثیر بهادارسازی بیمه‌های زندگی بر ریسک نقدینگی	۲۱
۴-۳- ساختار انتشار انواع مختلف اوراق بهادار بیمه‌های زندگی	۲۶
۴-۴- زیرساخت‌های لازم جهت به‌کارگیری اوراق بهادار زندگی	۲۷
۴-۵- مدل اوراق بهادار بیمه زندگی	۲۷
۴-۶- کاربرد انواع اوراق بهادار بیمه‌های زندگی	۲۸
۵- تجربه کشورهای مختلف در خصوص بهادارسازی بیمه‌های زندگی	۲۹
۶- تحلیل SWOT برای تبدیل بهادارسازی بیمه زندگی	۳۱
۷- پتانسیل‌های موجود برای اوراق بهادارسازی بیمه زندگی و راهکارهایی جهت تقویت به‌کارگیری آن	۳۳
۸- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری	۳۵
فهرست منابع	۳۷

۱- مقدمه

امروزه بیمه به عنوان یکی از شاخص‌های توسعه یافتگی از سویی به عنوان یکی از عمده‌ترین نهادهای اقتصادی مطرح بوده و از سوی دیگر فعالیت سایر نهادها را پشتیبانی می‌کند. لذا، صنعت بیمه را می‌توان به عنوان یکی از زیر بخش‌های مهم بخش خدمات اقتصاد کشورها که می‌تواند نقش مؤثری در تشکیل سرمایه و سرمایه‌گذاری ایفا کند، معرفی کرد. در این خصوص، شرکت‌های بیمه‌ای از جمله نهادهای مهم و محوری مالی هستند که علاوه بر تأمین امنیت فعالیت اقتصادی می‌توانند نقش تعیین‌کننده‌ای در تحرک و پویایی بازارهای مالی و تأمین وجوه قابل سرمایه‌گذاری ایفا کنند.

تجربه جهانی ثابت کرده است صنعت بیمه باید رابطه متقابلی با مجموعه بازار سرمایه داشته باشد، به این معنا که بازار سرمایه باید از استحکام لازم برخوردار شود و هم‌زمان صنعت بیمه هم می‌بایست مشارکت فعال خود در این بازار را تداوم ببخشد. در این راستا، بیمه‌های زندگی در کمک به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری افراد و نقش مؤثر آن در رشد اقتصادی اهمیت بسیار دارد. از یک طرف، ماهیت بلندمدت بودن بیمه عمر و فاصله زمانی بین پرداخت حق بیمه و ایفای تعهدات، فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسبی را در برابر شرکت‌های بیمه‌ای قرار می‌دهد. استفاده از ظرفیت سرمایه‌گذاری بیمه‌های زندگی و توجه خاص به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، بیمه‌های زندگی را در کانون توجه صنعت بیمه و حتی دست اندر کاران اقتصاد کلان قرار داده است. از طرف دیگر، این ماهیت بلندمدت بیمه‌های زندگی، تقاضای این نوع بیمه‌ها را به دلیل پایین بودن قدرت نقدشوندگی تحت تأثیر قرار می‌دهد.

صنعت بیمه به منظور بهره‌گیری از این مزیت بیمه‌های زندگی و همچنین اجتناب از اثر سوء فاصله زمانی طولانی بین ایفای تعهدات و پرداخت حق بیمه، بایستی ابزارها و راهکارهای مختلفی را به کار گیرد. به طور مثال، یکی از گزینه‌های بیمه‌های زندگی، بازخرید بیمه‌نامه قبل از سررسید با نرخ مشخصی است که باعث از بین رفتن بخشی از پتانسیل بیمه‌نامه شده و هر دو طرف قرارداد بیمه‌نامه زندگی را متضرر می‌کند. یکی از ابزارهایی که به منظور مدیریت این چالش و بهره‌گیری از ظرفیت بیمه‌های زندگی وجود دارد با استفاده از ابتکارات بازار سرمایه و مهندسی مالی تعریف می‌شود که به آن اوراق بهادار بیمه‌های زندگی می‌گویند.

در قانون اساسی و سند چشم‌انداز بیست‌ساله کشور، از آنجایی که چشم‌انداز ایران را به عنوان کشوری بدون فقر و پیشرو مجسم ساخته‌اند، به نقش مؤثر بیمه در توسعه کشور، به‌طور غیرمستقیم و تلویحی اشاره شده است. گسترش بیمه و به‌ویژه بیمه‌های زندگی از اقدامات مؤثری است که می‌تواند باعث بهبود سطح زندگی و مانع

تعمیق فقر به دلیل بروز خطرات مختلف باشد. با توجه به اهمیت اوراق بهادار بیمه زندگی، این اوراق نه تنها می تواند باعث رشد و توسعه صنعت بیمه شود، بلکه می تواند در توسعه بازارهای سرمایه در کشور نیز مفید باشد. از این رو، این اوراق می تواند هم توسط عواملان صنعت بیمه و هم فعالان بازارهای مالی و سرمایه مورد استفاده قرار گیرند.

لذا با توجه به اهمیت موضوع، در این گزارش پژوهشی، در ابتدا، اوراق بهادار بیمه ای معرفی و روند انتشار و ترکیب سرمایه گذاران آن تشریح می شود. در ادامه، بهادارسازی^۱ بیمه های زندگی با جزئیات بیشتری ارائه و ویژگی ها و مزایای آن مورد بررسی قرار می گیرد.

ساختار گزارش به این صورت سازماندهی شده است. در بخش ۲، مقدمه ای کوتاه از بیمه های زندگی ارائه می شود. در بخش ۳، به مقدمه ای از اوراق بهادار بیمه ای^۲ (ILS)، انواع آن و ... اشاره می شود. بخش ۴ به معرفی بهادارسازی بیمه های زندگی، اهداف بهادارسازی، مزایا و تاثیرات آن، ساختار انتشار، زیرساخت های لازم جهت به کارگیری اوراق بهادار بیمه های زندگی و کاربرد آن می پردازد. بخش ۵، تجربه کشورهای مختلف را در بهادارسازی بیمه های زندگی مورد بررسی قرار می دهد. در بخش ۶، تحلیل نقاط قوت، ضعف، فرصت و تهدید^۳ (SWOT) بهادارسازی بیمه های زندگی بررسی و در بخش ۷، پتانسیل های موجود در این حوزه مورد تحلیل قرار می گیرد. در پایان، در بخش ۸، جمع بندی و نتیجه گیری انجام می شود.

۲- بیمه های زندگی و روند جهانی آن

صنعت بیمه دو نقش عمده شامل تجهیز و تخصیص منابع مالی و مدیریت ریسک فرآیندهای تامین مالی را در نظام تامین مالی بر عهده دارد. دلالت بر تخصیص منابع تجمیع شده در شرکت های بیمه از محل حق بیمه ها اتفاق می افتد. این صنعت، علاوه بر اینکه می تواند با تخصیص منابع خود باعث افزایش منابع در نظام مالی کشور شود، می تواند با پوشش ریسک فعالیت های مالی و اقتصادی فرآیند تامین مالی را گسترده تر کرده و بهبود ببخشد. بیمه زندگی به عنوان یکی از مهم ترین رشته های بیمه ای، نقش بسیار ارزنده ای در بهبود و ثبات وضعیت اقتصادی یک کشور دارد. بیمه زندگی یکی از راه های مطمئن و متداول سرمایه گذاری و تامین آتیه در جهان است (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۴). هدف اصلی خرید بیمه های زندگی رفع دغدغه خانواده ها پس از فوت بیمه شده با دریافت سرمایه فوت می باشد. هدف دیگر که در خرید برخی از انواع بیمه های زندگی به آن اهمیت داده

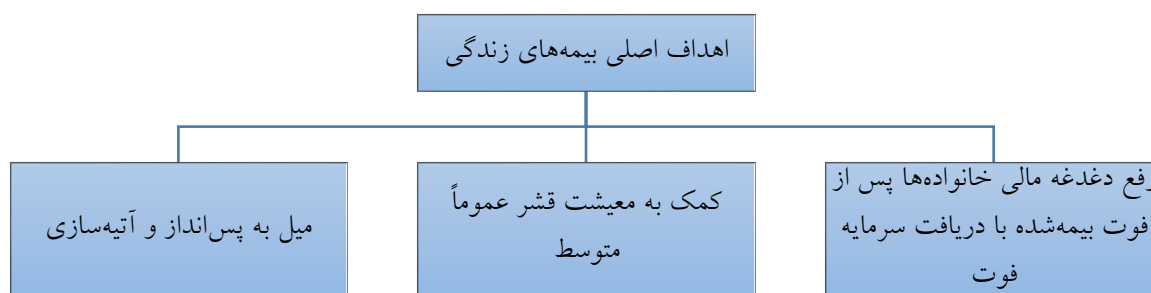
¹ Securitization

² Insurance-Linked Securities (ILS)

³ Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats

شده کمک به معیشت قشر عموماً متوسط، تشکیل یک پس انداز یا تامین آتیه ذینفعان یا خانواده آنان برای آینده به صورت یکجا یا یک مستمری است. نقص در میزان پوشش ها و یا اجرای ناقص سیستم های تامین اجتماعی به علاوه نبود شفافیت کامل مالی و عدم اختیار بیمه گذار در انتخاب ترکیبی از پوشش ها و عدم امکان بازخرید در هر زمان در چنین بیمه های اجباری، توجه شهروندان هر جامعه را به بیمه های قابل انعطاف تری نظیر بیمه زندگی دارای جزء سرمایه گذاری جلب نموده است. از دیدگاهی دیگر، میل به پس انداز و آتیه سازی سبب استقبال بیشتر جامعه به این بیمه و باعث رواج آن در اقشار مختلف به جای بیمه های تامین اجتماعی و یا به شکلی مکمل گشته است (گودرزی و کرکه آبادی، ۱۳۹۶). شکل ۱ به صورت خلاصه، این اهداف را نشان می دهد.

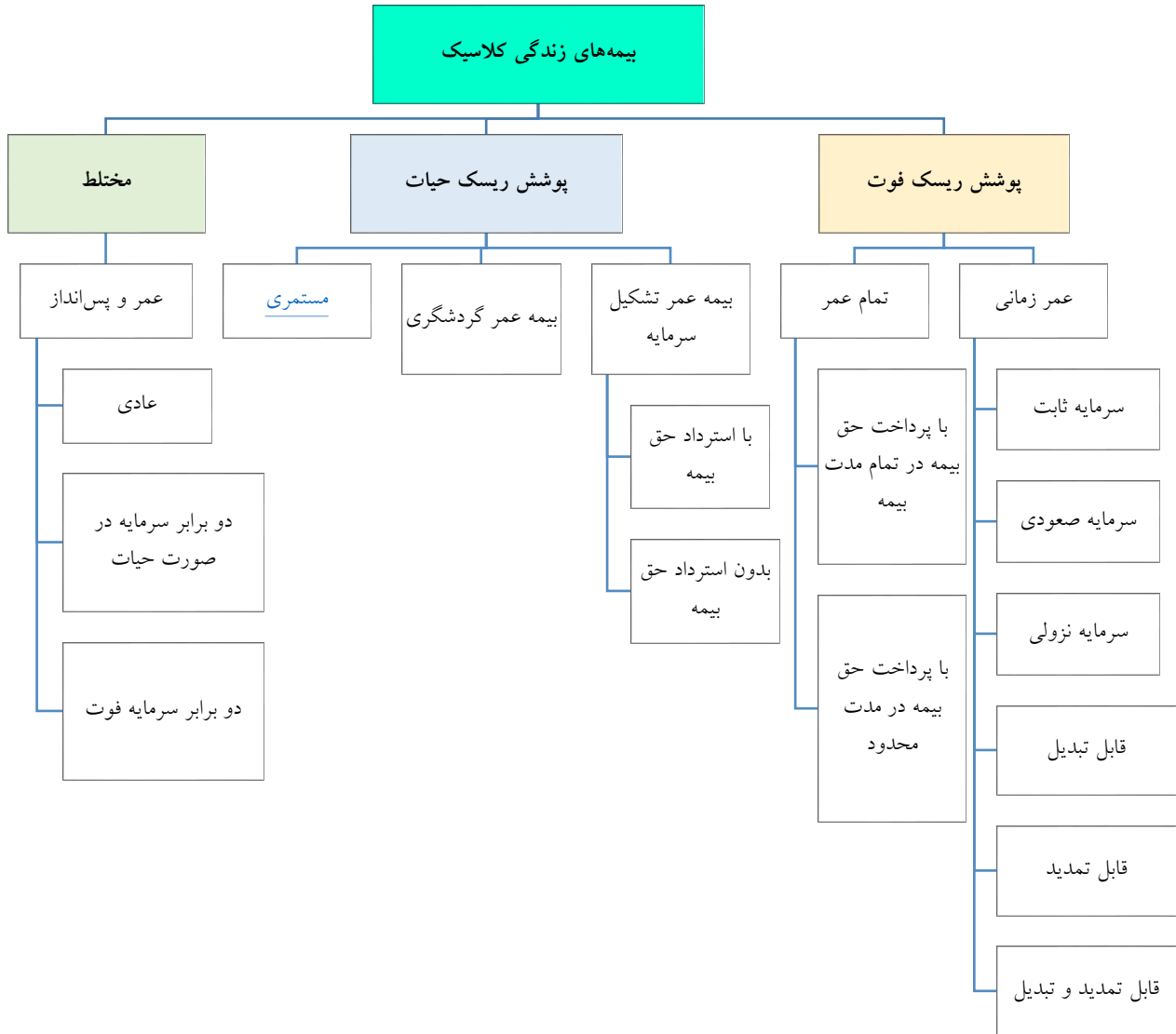
شکل ۱. اهداف اصلی بیمه های زندگی



منبع: گودرزی و کرکه آبادی (۱۳۹۶)

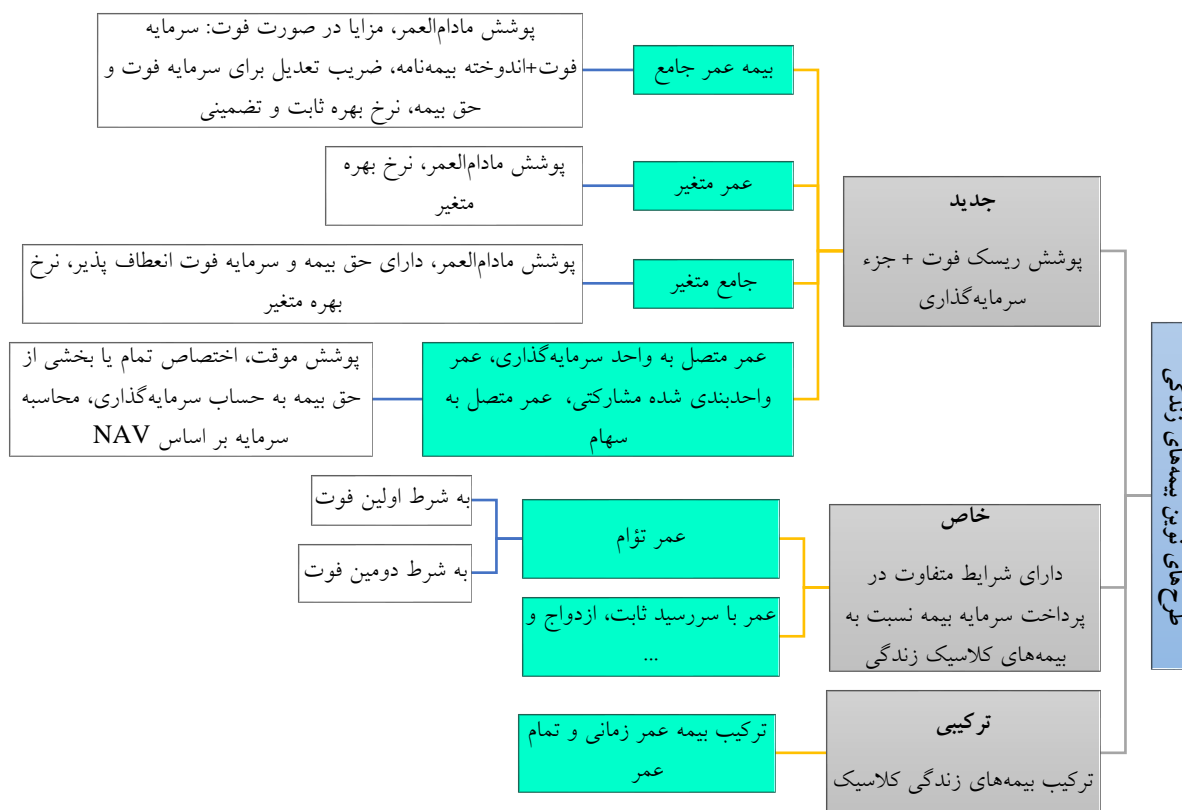
به طور کلی بیمه های زندگی را می توان به شرح شکل ۲ (بیمه های زندگی کلاسیک) و شکل ۳ (بیمه های زندگی مدرن) تقسیم نمود (قنبرزاده، ۱۳۹۸):

شکل ۲. انواع بیمه های زندگی کلاسیک



منبع: قنبرزاده (۱۳۹۸)

شکل ۳. انواع طرح های نوین بیمه های زندگی



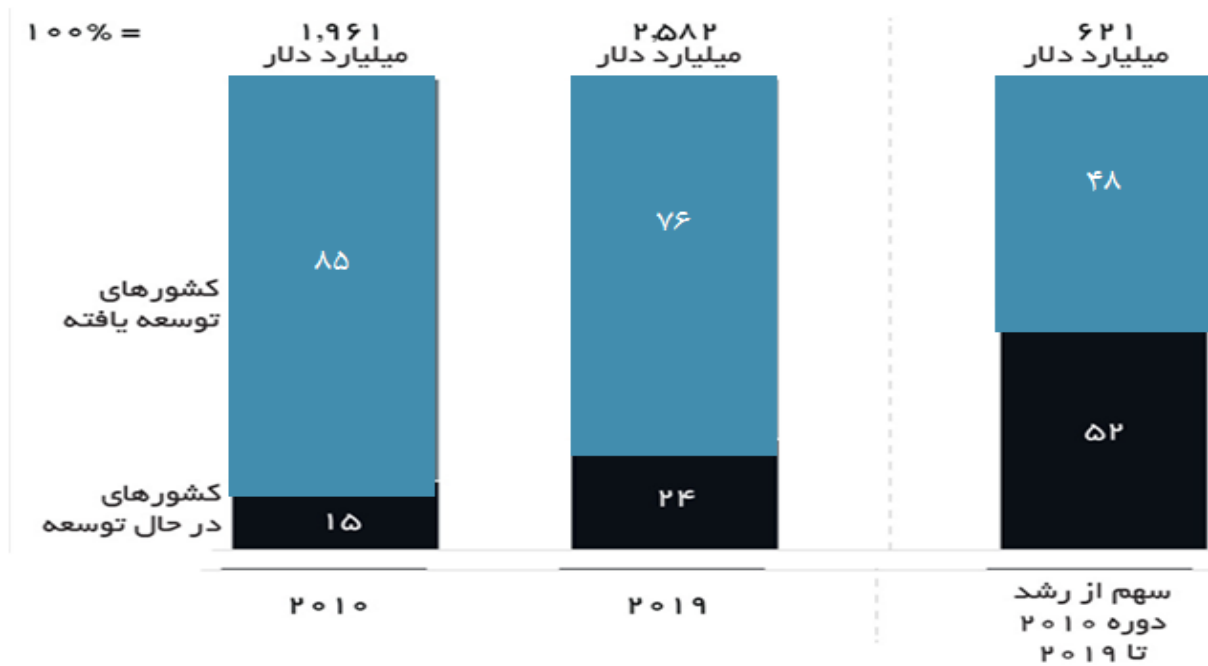
منبع: قنبرزاده (۱۳۹۸)

طی سال های گذشته، بیمه زندگی در کشورهای توسعه یافته، تغییرات چندانی نداشته، کما اینکه در برخی از کشورها روندی نزولی داشته است. اما در برخی از کشورها به حدی پیشرفت نموده که سایر رشته های بیمه را تحت الشعاع قرار داده است، به طوری که طی سال های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۷ سهم بیمه های زندگی در کشورهای امریکای لاتین از ۶۹ درصد به ۷۱ درصد و در کشورهای شرق اروپا از ۴۶ درصد به ۶۱ درصد رشد داشته است. به طور کلی می توان گفت در کشورهای در حال توسعه، اهمیت روزافزون بیمه زندگی در حال روشن شدن و روند تغییرات تا سال ۲۰۱۹ افزایشی بوده است. بازارهایی که عمدتاً در حال ظهور در آسیا بودند و در گذشته مشارکت کمی در اقتصاد جهان داشته اند، به محرک های رشد جهانی تبدیل شده اند، به طوری که بیش از ۵۰ درصد از رشد بیمه زندگی در جهان، در کشورهای در حال توسعه رخ داده است (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۱،

¹ Organisation for Economic Co-operation and Development

(۲۰۱۹). در نمودار ۱ افزایش چشمگیر سهم حق بیمه زندگی در کشورهای در حال توسعه در سال ۲۰۱۹ نسبت به ۲۰۱۰ نشان داده شده است:

نمودار ۱. افزایش چشمگیر سهم حق بیمه زندگی در کشورهای در حال توسعه



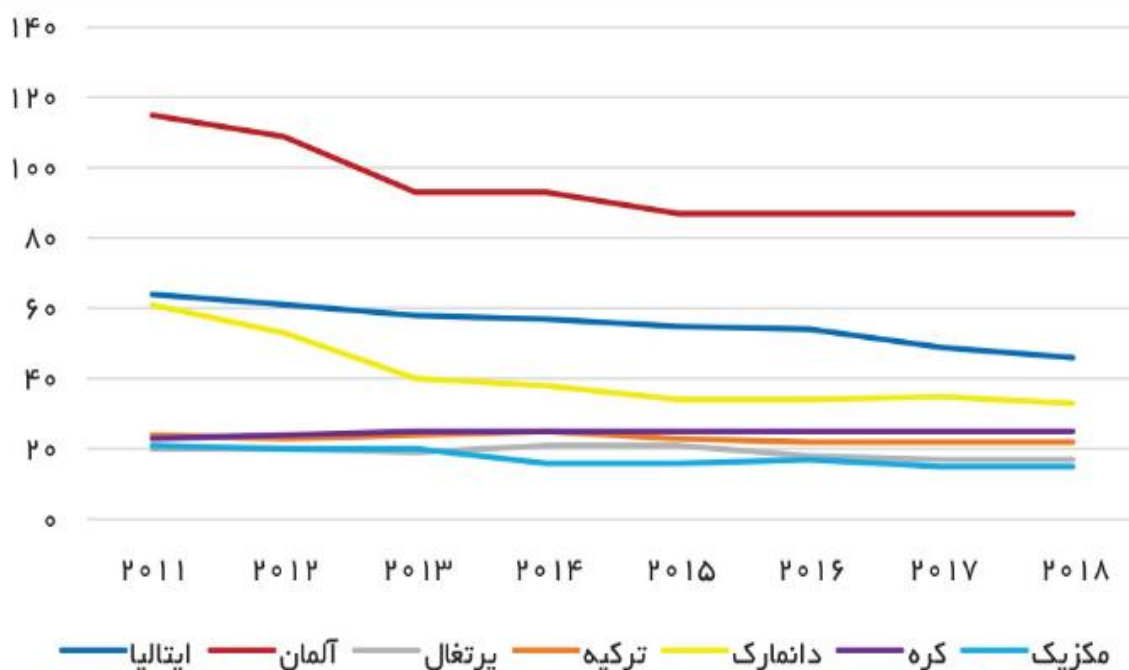
منبع: سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (۲۰۱۹)

گزارش سال ۲۰۱۹ سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) از صنعت بیمه کشورهای عضو نشان می‌دهد که در حال حاضر در بسیاری از کشورها، شرکت‌های بیمه در حال ادغام و کاهش هستند که نشان‌دهنده رقابت تنگاتنگ بین شرکت‌های بیمه است (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، ۲۰۱۹). لازم به ذکر است، وضعیت رقابت میان شرکت‌های بیمه فعال در صنعت بیمه، از یک سو متأثر از شرایط حاکم بر ساختار صنعت و تاثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها است و از سوی دیگر در نتیجه عملکرد شرکت‌ها نمود می‌یابد و ساختار صنعت را شکل می‌دهد. حضور تعداد زیادی شرکت که در حال فروش محصولات اساساً یکسانی هستند، ساختار بازار غیر متمرکز در صنعت بیمه را به وجود نمی‌آورند. اگر تعداد کمی از شرکتها، بخش بزرگی از بازار را تحت کنترل داشته باشند، حضور تعداد زیاد شرکت‌ها ممکن است تنها توهم رقابت را ایجاد کند (نیاکان، ۱۴۰۰).

روند بسیار مهمی که اکنون در کشورهای عضو OECD در حال وقوع است نشان‌دهنده کاهش تعداد شرکت‌های فعال تخصصی در رشته‌های زندگی است. به عنوان نمونه، در کشور آلمان طی سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۸ تعداد

کل شرکت‌های فعال در رشته زندگی از ۱۱۸ شرکت به ۸۶ شرکت کاهش یافته است که بیشترین کاهش در سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵ رخ داده است. در ایتالیا نیز تعداد شرکت‌های فعال از حدود ۶۴ شرکت به کمتر از ۵۰ شرکت در سال ۲۰۱۸ رسیده است. بیشترین کاهش در آلمان ناشی از کاهش تعداد شرکت‌های داخلی فعال در خارج و همچنین تعداد شرکت‌های خارجی فعال در داخل آلمان بوده است. این در حالی است که در ایتالیا، تنها تعداد شرکت‌های فعال در خارج از کشور به شدت کاهش یافته است که نشان‌دهنده کاهش قدرت رقابت شرکت‌های ایتالیایی در خارج از مرزهای کشور است. در کشور بریتانیا نیز پس از خروج از اتحادیه اروپا، تعداد شرکت‌های بیمه زندگی به شدت کاهش یافته است که ناشی از خروج شرکت‌های خارجی از این کشور است. همزمان با این روندهای کاهش، در برخی از کشورها همچون پرتغال و ترکیه، تعداد شرکت‌های فعال در رشته زندگی در سال‌های اخیر افزایش محسوسی را تجربه کرده است (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، ۲۰۱۹).

نمودار ۲. تعداد کل شرکت‌های بیمه زندگی فعال در کشورهای منتخب



منبع: سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (۲۰۱۹)

۳- اوراق بهادار بیمه

در اواخر سال ۱۹۷۰ تامین مالی کسری موجود در بازار رهن مسکن، زمینه ظهور اولین تلاش‌ها برای انتشار اوراق بهادار (بهدارسازی) را فراهم کرد. توسعه این نوع از اوراق بهادار و این نوع بازار، باعث تسهیل انتقال

وجوه از سرمایه‌گذاران به قرض‌گیرندگان شد. در واقع، انتشار اوراق بهادار یکی از ابزارهای مالی به منظور افزایش نقدینگی شرکت‌ها می‌باشد که عبارت از تبدیل دارائی‌های غیرنقد و وام‌های بلندمدت به منابع تامین مالی است. در کشورهای مختلف از این نوآوری تأثیرگذار جهان مالی در دارائی‌های مختلف و بسیار متنوعی استفاده شده است (جانسون^۱، ۲۰۰۲). از آن زمان تاکنون بخش‌های مختلف اقتصاد از این نوآوری مالی در سطح گسترده استفاده کرده‌اند. از بخش مسکن و حمل‌ونقل گرفته تا شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی استفاده‌های فراوانی از این پدیده نوظهور در فضای مالی غرب داشته‌اند (هنگ^۲ و لای^۳، ۱۹۹۵).

از مدت انتشار اوراق بهادار مبتنی بر بیمه یا همان اوراق بهادار بیمه‌ای در جهان بیش از چندین دهه می‌گذرد. فرآیند تبدیل به اوراق بهادار یا بهادارسازی در صنعت بیمه در بازارهای مالی از سال ۱۹۷۰ وجود داشته است (کارایانپلوس^۴ و همکاران، ۲۰۰۳). نخستین اوراق بهاداری که شامل بیمه‌گران بود، در سال ۱۹۸۸ انتشار یافت که به فروش حق سودهای حاصل از بیمه‌نامه‌های زندگی و مستمری‌ها مربوط می‌شد. حرکت ابتکاری دیگر، در سال ۱۹۹۲ توسط هیئت بازرگانی شیکاگو^۵ (CBOT) انجام شد که در آن اقدام به ارائه نوعی قرارداد آتی در خصوص تبدیل خسارت‌های اموال ناشی از بلایای طبیعی مانند تندباد و زلزله کرده بود (کامینز^۶، ۲۰۰۵).

"بهادارسازی بیمه"^۷ انتقال ریسک پذیرهنویسی به بازارهای سرمایه از طریق ایجاد و انتشار اوراق بهادار مالی تعریف می‌گردد. به عبارت دیگر، بهادارسازی اوراق بیمه، یکی از روش‌های انتقال ریسک بوده و از کارکردهای مهم و ویژه آن، افزایش ظرفیت سرمایه‌ای شرکت‌های بیمه است. این ابزار به عنوان یکی از مشتقات مالی، از نوآوری‌هایی است که در واقع رابط بین بورس و صنعت بیمه است.

در حقیقت، در حوزه انتقال ریسک ابزارهایی به نام «انتقال ریسک جایگزین»^۸ یا همان Artها وجود دارد که برای انتقال ریسک از آن‌ها استفاده می‌شود. اوراق بهادار بیمه‌ای ذیل این ابزار قرارداد که از طرف صنعت بیمه به سرمایه‌گذاران نهادی پیشنهاد می‌شود معرفی شده تا از این طریق ریسک‌های صنعت بیمه عمدتاً به سرمایه‌گذاران نهادی یا بازار سرمایه انتقال پیدا کند. به طور خاص، فرآیند بهادارسازی بیمه شامل دو عنصر زیر است:

¹ Johnson

² Hang

³ Lai

⁴ Carayannopoulos

⁵ Chicago Board of Trade

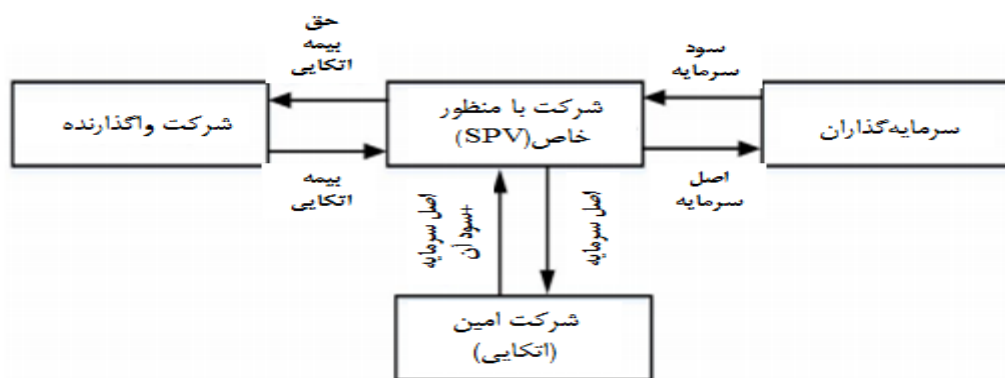
⁶ Cummins

⁷ Insurance securitization

⁸ Alternative Risk Transfer

- تبدیل جریانهای نقدی پذیرهنویسی به اوراق بهادار مالی قابل معامله: این عنصر ممکن است به عنوان "مهندسی مالی" شناخته شود، که اساساً جمع و یا تجزیه جریانهای نقدی به اوراق بهادار مالی جدید و متفاوت است. این یک روال متداول در بازارهای مالی است که شامل اوراق خزانه‌داری یا "اوراق کوپن صفر" (که در اصل شامل کوپن اوراق قرضه جدا شده و پرداخت‌های اصلی است که به صورت اوراق بهادار جریان نقدی بازسازی می‌شود) و تعهدات رهنی وثیقه (شامل تجزیه و بازپرداخت همراه وجوه نقد در رهن) می‌باشد.
- انتقال ریسک پذیرهنویسی به بازارهای سرمایه از طریق تجارت آن اوراق بهادار: عنصر دوم اوراق بهادار بیمه، گیرنده نهایی ریسک‌های معامله شده را شامل می‌شود. به جای اینکه یک شرکت بیمه، ریسک پذیرهنویسی خود را به یک بیمه اتکایی در صنعت بیمه منتقل کند، ریسک به بازارهای گسترده‌تر سرمایه منتقل می‌شود. این امر به طور معمول با خرید و فروش ابزارهای مالی ایجاد می‌شود که جریان نقدی (بازده) منوط به تجربه پذیرهنویسی است (گورویت^۱، ۱۹۹۹).

شکل ۴. الگوی ساده اوراق بهادار بیمه‌ای



منبع: سهامیان مقدم و همکاران (۱۳۹۷)

۳-۱- مزایای اوراق بهادار بیمه

- اوراق بهادار بیمه‌ای یکی از ابزارهای جدیدی است که با بهره‌گیری از ظرفیت‌های بازار سرمایه و ابداعات مهندسی مالی، به استخدام بیمه‌گران درآمده است. از جمله مزایای اوراق بهادار مرتبط با بیمه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد (پورا‌براهیمی و همکاران، ۱۳۹۵، توحیدی و اسمعیلی، ۱۳۹۲):
- افزایش سودآوری بانی (ناشر اوراق):

¹ Gorvett

- افزایش بازده حقوق صاحبان سهام شرکت های بیمه زندگی؛
- کاهش نیاز به نگهداری سرمایه شرکت های بیمه و افزایش توانایی آن ها برای ورود به کسب و کار جدید؛
- امکان خرید و فروش اوراق بهادار بیمه ای در بازار سرمایه؛
- تبدیل جریان نقدی بیمه شده توسط بیمه گر به اوراق بهادار مالی قابل معامله؛
- انتقال ریسک مورد تعهد بیمه گر به بازار سرمایه به جای بیمه گر اتکایی سنتی؛
- امکان ورود به بازار سرمایه برای بیمه گران اتکایی؛
- افزایش توان نگهداری داخلی ریسک در شرایط تحریم؛
- بازدهی بالای اوراق بهادار بیمه ای، به ویژه اوراق قرضه حوادث فاجعه آمیز در مقایسه با سهام و اوراق بهادار با رتبه های مالی مشابه دیگر؛ هر چند که بازدهی برخی اوراق تحت تأثیر بحران مالی قرار گرفته اند.
- همبستگی اندک این اوراق با اوراق بهادار متعارف مانند سهام و اوراق قرضه و همچنین اوراق با پشتوانه دارایی که باعث می شود این اوراق ابزاری ارزشمند برای متنوع سازی پرتفوی سرمایه گذاران به شمار رود.
- داشتن وثیقه کافی انواع اوراق بیمه ای، به ویژه اوراق قرضه حوادث فاجعه آمیز و اوراق قرضه بیمه ای دیگر که سرمایه گذاران را در برابر ریسک اعتباری بانی محافظت می کند.
- پیچیدگی کمتر و شفافیت بیشتر اوراق بیمه ای نسبت به اوراق بهادار با پشتوانه دارایی مانند اوراق رهنی^۱ و تعهدات بدهی با پشتوانه^۲، زیرا مناطق وقوع حادثه، مخاطرات و وقایع به همراه داده های آماری به طور واضح در بیمه نامه مشخص می شوند.

۳-۲- عوامل تاثیر گذار بر رشد فرآیند اوراق بهادار بیمه

به طور کلی، سه عامل اصلی بر اهمیت و رشد سریع فرآیند اوراق بهادارسازی بیمه تاثیرگذار بوده است (پورا براهیمی و همکاران، ۱۳۹۵، دهقان و همکاران، ۱۳۹۷):

- ساختار صنعت بیمه: اخیراً روند قابل توجهی در صنعت بیمه از قبیل ادغام ها، اکتساب ها، تلفیق ها^۳ در حال وقوع است. به علاوه، بحث هایی در ارتباط با امکان تبدیل شدن به سهامی عام وجود دارد که این

^۱ Mortgage Backed Bonds (MBS)

^۲ Collateralized Debt Obligations (CDO)

فعالیت‌ها نشان می‌دهد که صنعت بیمه از طریق بازار سرمایه و بازارهای مالی به سرعت در حال رشد و توسعه است (دهقان و همکاران، ۱۳۹۷).

■ **تحولات بازار سرمایه:** سرمایه‌گذاران و بازارهای سرمایه به طور فزاینده‌ای بالغ و پیشرو^۱ شده‌اند. بازارهای سرمایه همواره به دنبال طبقات جدید دارایی و بازارها با پشتوانه دارایی جدید هستند. حوزه مناسب و ایده‌آل برای سرمایه‌گذاری جایی است که بازدهی بالا به همراه مزایای متنوع ارائه دهد. علاوه بر آن، ساختار این اوراق به گونه‌ای طراحی شده است که پرداخت سود به سرمایه‌گذاران به طور کامل توسط ارکان تعریف شده پرداخت می‌گردد. از نظر سرمایه‌گذار، اوراق بهادار بیمه‌ای فرصتی برای ایجاد تنوع در پرتفوی سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود (پوراابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۵).

■ **تجربه فجایع و بلایای طبیعی:** اوراق بهادار سازی ریسک‌های بیمه‌ای در مقایسه با کسب و کار بیمه‌گری تا حدودی در حاشیه قرار داشت. این ابزار بعد از خسارات قابل توجه حوادث و رویدادهای زیان‌بار از جمله توفان اندرو در سال ۱۹۹۲، زمین لرزه نورتریج در سال ۱۹۹۴، حمله تروریستی به مرکز تجارت جهانی در سال ۲۰۰۱ و طوفان کاترینا، ریتا و ویلما در سال ۲۰۰۵ دستخوش رشد سریع شد. پس از این حوادث غیرمترقبه، سرمایه شرکت‌های بیمه‌ای اتکایی به صورت جدی تضعیف شد و ابزارهای متداول بهبود وضعیت سرمایه از قبیل تشکیل شرکت جدید از طریق عرضه عمومی اوراق بهادار، انتشار اوراق بهادار جدید و انواع دیگر افزایش سرمایه‌ها، در بازسازی ظرفیت بازار بیمه‌ای، کارآیی لازم را نداشتند. در واقع اوراق بهادار مبتنی بر بیمه، سرمایه‌ی اضافی را که از راه‌های متداول قابل دسترسی نبود، را مهیا می‌کند (پوراابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۵).

۳-۳- انواع اوراق بهادار بیمه‌ای

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. در یک دسته‌بندی اوراق بهادار بیمه‌ای، از طبقه‌بندی رایج و سنتی صنعت بیمه استفاده می‌شود. بر این اساس، اوراق بهادار بیمه‌ای به دو دسته اوراق بهادار بیمه‌های زندگی و اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی تقسیم می‌شوند. 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

¹ Merger

² Acquisition

³ Consolidation

⁴ Mature & Aggressive

سوم با هدف انتقال ریسک و بیمه‌گری (اتکایی) صورت می‌پذیرد که شامل بهادارسازی ذخایر قانونی^۱، بهادارسازی بسته‌ای از رشته‌های بیمه‌ای^۲، اوراق فاجعه‌آمیز مرگ و میر^۳ می‌باشد (عسگری و همکاران، ۱۳۹۵). در مقابل اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی شامل اوراق فاجعه‌آمیز مرگ و میر، اوراق حوادث فاجعه‌آمیز^۴ (با این روش ریسک حوادث فاجعه‌آمیز و بلایای طبیعی توسط شرکت‌های بیمه به اوراق بهادار تبدیل شده و در بازار سرمایه به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود)، اوراق تضمین زیان صنعت^۵ (قدیمی‌ترین اوراق بهادار مرتبط با بیمه است از دهه ۱۹۸۰ که به این دلیل که از صنعت بیمه و بیمه اتکایی در مقابل زیان‌های شدید پس از حوادث فاجعه‌آمیز حفاظت و پشتیبانی می‌کند، به اوراق تضمین زیان صنعت معروف شده است) و اوراق سایدکار^۶ (یک قرارداد بیمه اتکایی بین شرکت بیمه و یک نهاد واسط که به شرکت سایدکار معروف است، منعقد می‌گردد و علاوه بر این دو، طرف سوم هم هست که همان سرمایه‌گذار در اوراق منتشر شده توسط سایدکار است) می‌باشد (میرطاهر و یارشرار، ۱۳۹۵).

در دسته‌بندی دیگر، اوراق بهادار بیمه‌ای براساس کارکرد و هدف تقسیم می‌شوند. این اوراق با هدف بیمه‌گری یا همان انتقال ریسک منتشر می‌شوند. بر خلاف اوراق بیمه‌ای مبتنی بر تأمین مالی که معمولاً بانی در سررسید با مشکل تأمین مالی مجدد جهت پرداخت اصل وجوه سرمایه‌گذاران مواجه می‌شود، در این اوراق، با توجه اینکه وجوه جمع‌آوری شده نزد واسط باقی و با نظارت آن سرمایه‌گذاری می‌شود، بانی یا همان شرکت بیمه‌ای در سررسید مشکلی بابت پرداخت اصل وجوه نخواهد داشت.

به طور کلی، در صنعت بیمه بهادارسازی دارایی با دو هدف اصلی تأمین مالی^۷ و بیمه‌گری (انتقال ریسک)^۸ انجام می‌شود. در شکل ۵ همپوشانی انواع اوراق بهادار بیمه‌ای بر اساس طبقه‌بندی سنتی و هدف مشخص شده است:

شکل ۵. هم پوشانی انواع اوراق بهادار بیمه‌ای در دسته بندی سنتی و دسته بندی براساس هدف

¹ Regulatory Reserve Securitization

² Block of Business Securitization

³ Mortality Catastrophe Bonds

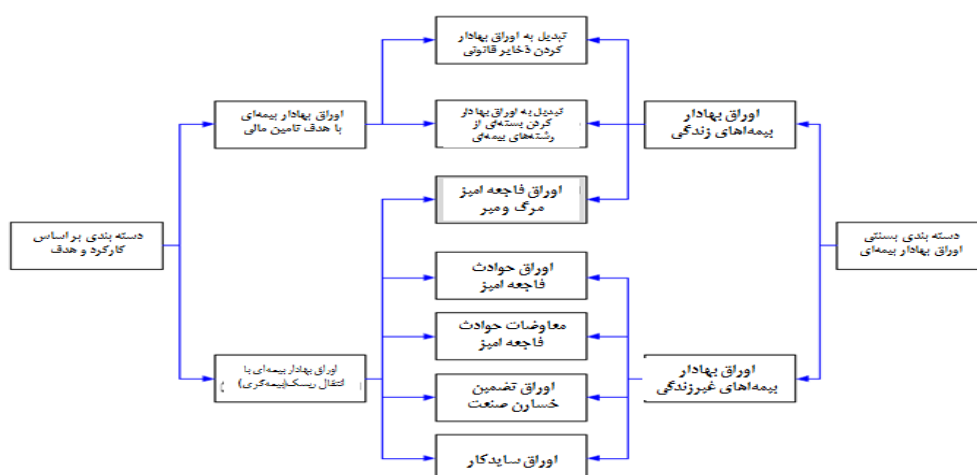
⁴ Catastrophe Bonds

⁵ Industry Loss Warranties (ILWs)

⁶ Sidecars

⁷ Finance

⁸ Risk Transfer



منبع: عسگری و همکاران (۱۳۹۵)

با توجه به ممنوعیت انتشار اوراق قرضه و حرمت ربا از دیدگاه شرع مقدس، به کارگیری اوراق بهادار بیمه‌ای آن گونه که در اقتصادهای متعارف منتشر می‌شود، قابل انتشار در بازارهای مالی اسلامی نیست. از طرف دیگر، با توجه به ضرورت طراحی و کاربرد ابزارهای نوین مالی جهت پیشبرد هدف‌های توسعه‌ای کشور، انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای جهت ارتباط هر چه بیشتر بازار بیمه و بازار سرمایه و انتقال ریسک بیمه به بازار سرمایه امری ضروری به نظر می‌رسد. از جمله راهکارهای پیشنهادی برای انتقال ریسک بازار بیمه به بازار سرمایه استفاده از قابلیت‌های اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است. استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی صکوک را این گونه تعریف می‌کند: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن به وسیله خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود» (نظرپور و خزایی، ۱۳۹۲).

۳-۴- روند انتشار سالانه اوراق بهادار بیمه‌ای

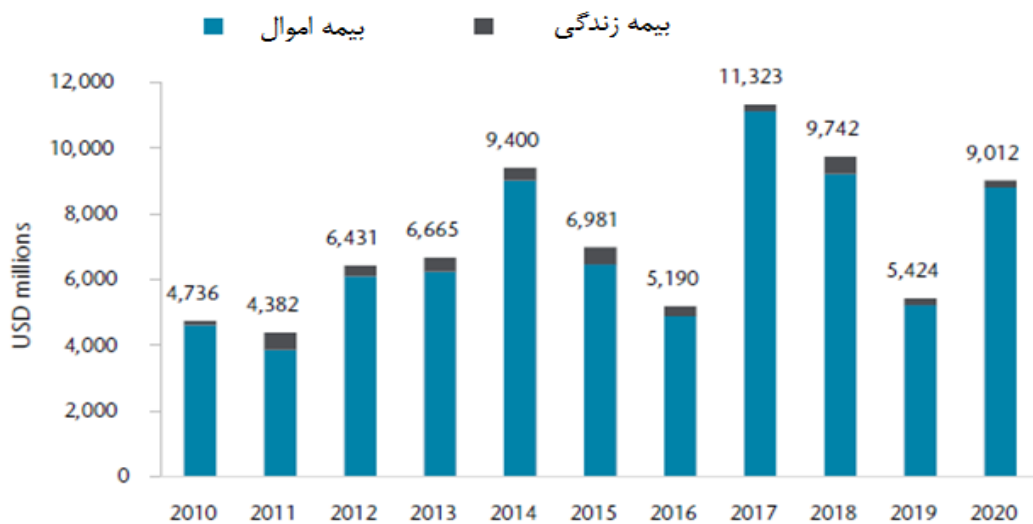
اوراق بهادار بیمه‌ای به رغم سابقه اندک خود، رشد بسیار مناسبی در بازارهای سرمایه تجربه کرده‌اند. طبق آخرین آمار گزارش Aon Securities که یک بانک سرمایه‌گذاری جهانی است، آمار انتشار سالانه اوراق بهادار بیمه‌ای را از سال ۲۰۱۰ تا سال ۲۰۲۰ در نمودار ۳ نشان داده شده است. به طور کلی، طی این دوره، میزان انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای در سال ۲۰۱۰ که برابر با ۴٫۷ میلیارد دلار بوده به ۹ میلیارد دلار در سال ۲۰۲۰ رسیده است. کمترین میزان انتشار این اوراق مربوط به سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۲ است که به دلیل اثرات بحران مالی سال

۲۰۰۸ و بحران بدهی اروپا می باشد، همچنین بیشترین میزان انتشار سالانه این اوراق در سال ۲۰۱۷ برابر با ۱۱,۳ میلیارد دلار بوده است.

باید به این موضوع توجه داشت که همچنان نااطمینانی در بازارهای مالی وجود دارد و ورود سرمایه به سیستم های مالی گسترده تری بستگی خواهد داشت، اما در برخی موارد با قیمت گذاری سهام و بازارهای بدهی نزدیک به سطح قبل از بحران و با نرخ بهره کم برای مدت طولانی، ارزش نشان داده شده در بازارهای ILS، سرمایه را به این بازار هدایت می نماید (گزارش سالانه ILS^۱، ۲۰۲۰).

نمودار ۳. میزان انتشار سالانه اوراق بهادار بیمه ای در جهان به تفکیک بیمه های زندگی و بیمه اموال^۲ طی

سال ۲۰۱۰-۲۰۲۰



منبع: Aon Benfield Securities

بر اساس گزارش سالانه ILS در سال ۲۰۲۰، همانطور که در نمودار ۴ مشاهده می شود، کل ظرفیت بازار سرمایه ILS ۹۱ میلیارد دلار برای سال ۲۰۲۰ برآورد شده که شامل اوراق بیمه اتکایی تضمین شده^۳، اوراق حوادث فاجعه آمیز^۴، اوراق ساییدیکار^۵ و اوراق تضمین خسارت صنعت^۶ است. ارزش کل، حدود ۲ میلیارد دلار از برآورد سال گذشته تا زمان نگارش گزارش سالانه ۲۰۲۰ کاهش یافته است.

^۱ ILS Annual Report

^۲ در بیمه های اموال، خسارات مادی به بیمه گذار به شکل عینی یا مالی جبران میشود اما در بیمه زندگی، صرفاً تامین زندگی بازماندگان مطرح است. البته شقوقی از بیمه های زندگی با ماهیت پس اندازی وجود دارد که آینده خود بیمه گذار/ذینفع/بیمه شده را نیز تامین می کند.

^۳ Collateralized Reinsurance

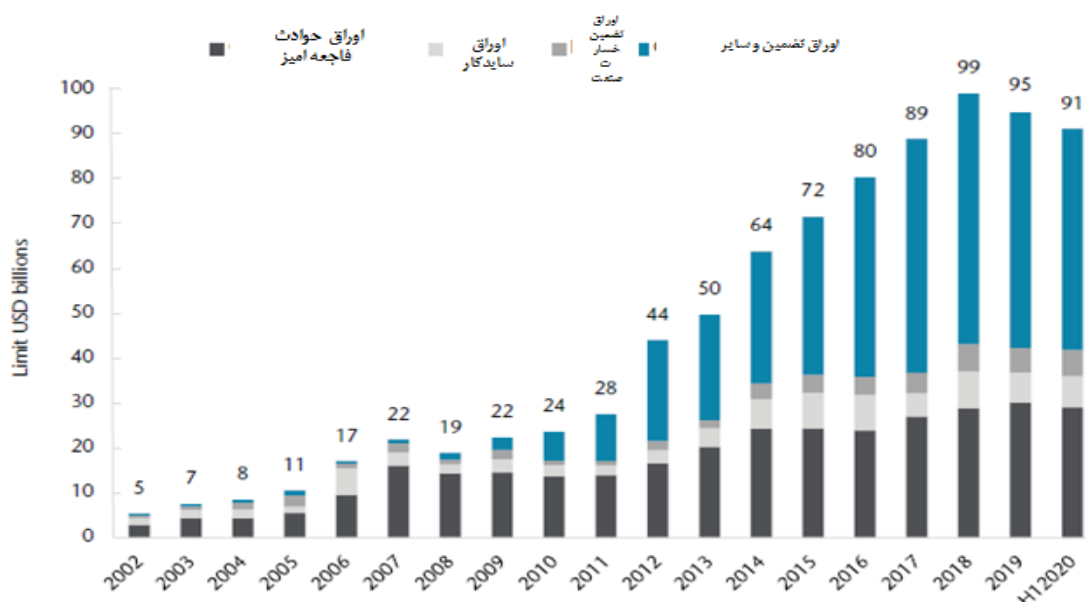
^۴ Catastrophe Bonds

^۵ Sidecars

^۶ ILWs

علی‌رغم دو سال کاهش جزئی در ظرفیت ILS، بازار انعطاف‌پذیر بوده است. با تشدید ویروس کووید-۱۹ و نگرانی‌هایی از تأثیرات اقتصادی آن، بازار سرمایه ILS با خروج برخی از سرمایه‌گذاران مواجه شد، اما بازخریدهای مورد انتظار کمتر از حد تصور اولیه بود. قبل از شیوع همه‌گیری، بخش بزرگی از سرمایه‌گذاران ILS موقعیت‌های سرمایه مطلوب را تجربه کردند، که باعث کاهش اثر کلی خروجی‌های ناشی از کووید-۱۹ شده است. همچنان تقاضای زیادی برای انتشار جدید اوراق حوادث فاجعه‌آمیز وجود دارد، زیرا اخیراً شاهد افزایش بیشتر معاملات هستیم. بازار اوراق تضمین خسارت صنعت در طی نیم‌سال تقریباً ۲۵۰ میلیون دلار سرمایه اضافه کرده است (گزارش سالانه ILS، ۲۰۲۰).

نمودار ۴. بازارهای مرتبط با اوراق بهادار بیمه‌ای



منبع: Aon Benfield Securities

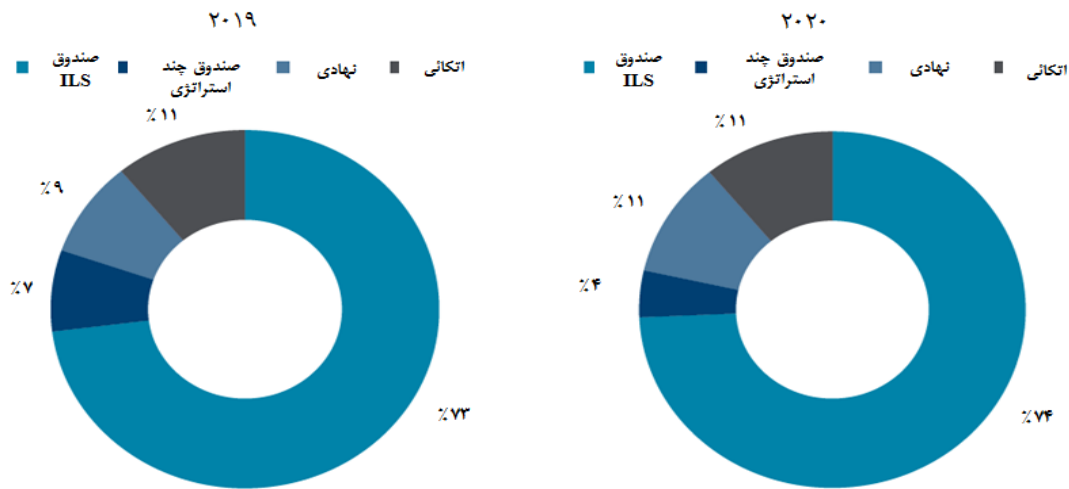
۳-۵- ترکیب سرمایه‌گذاران اوراق بهادار بیمه‌ای

اوراق بهادار بیمه‌ای به دلیل همبستگی بسیار کم با سایر ابزارهای مالی بازار سرمایه، یکی از پرتفردارترین ابزارهای تنوع بخشی به سبد دارایی‌هاست و این عاملی است که بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری کم‌ریسک^۱، به صورت فزاینده در این اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنند. شکل ۶، ترکیب سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار بیمه‌ای در سال‌های ۲۰۱۹ و ۲۰۲۰ را نشان می‌دهد. سهم مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹، افزایش سهم ۲ درصدی داشته است. در حالی که صندوق‌های ILS افزایش سالانه

¹ Hedge Fund

حاشیه ای از ۷۳ به ۷۴ درصد را ثبت کردند. این دو با هم ۸۵ درصد از ظرفیت کل صادرات جدیدی را که تا به امروز توسط Aon Securities به بازار عرضه شده را ایجاد کرده‌اند. همچنین شرکت‌های بیمه اتکایی پس از رشد سال گذشته، تغییری در سهم بازار مشاهده نکردند، علاوه بر این، مشارکت صندوق‌های چند استراتژی^۱ در سال ۲۰۲۰ کاهش یافته است. این کاهش ممکن است ناشی از کاهش در متوسط زیان مورد انتظار و متوسط بازده در معاملات صادر شده در سال ۲۰۲۰ باشد، زیرا برخی از سرمایه‌گذاران چند استراتژی رده‌های پرخطرتر و سودآورتر را ترجیح می‌دهند. به طور کلی، بازار ILS طیف گسترده‌ای از مشخصات سرمایه‌گذاران را به خود جلب می‌کند (گزارش سالانه ILS، ۲۰۲۰).

شکل ۶. ترکیب سرمایه‌گذاران اوراق بهادار بیمه‌ای



منبع: Aon Benfield Securities

۴- بهادارسازی بیمه‌های زندگی

با توجه به اهمیت بهادارسازی بیمه‌های زندگی^۲، در این بخش از مطالعه ابتدا به معرفی اوراق بهادار بیمه زندگی و اهداف و شاخصه‌های تبدیل به آن پرداخته می‌شود، سپس مزایای به‌کارگیری اوراق بهادار بیمه زندگی برای سرمایه‌گذار همچنین ساختار انتشار انواع مختلف این اوراق بهادار، مورد بررسی قرار می‌گیرد. علاوه بر این، زیرساخت‌های لازم جهت به‌کارگیری اوراق بهادار زندگی، مدل و معاملات آن تشریح می‌شود.

«بهادارسازی بیمه زندگی» ابزاری جدید برای عمق بخشیدن به بازار سهام و بیمه است؛ بیمه‌گذار از این طریق از مزایای سرمایه‌گذاری در سهام در کنار برخورداری از بیمه بهره‌مند می‌شود. «بهادارسازی بیمه زندگی» یک

^۱ Multi-Strat Fund

^۲ Life insurance securities

بیمه‌نامه زندگی است که در آن همه یا قسمتی از بیمه‌نامه به یک حساب جداگانه تخصیص داده می‌شود که در یک سهام یا پرتفوی خاص سرمایه‌گذاری شده است. اگر این پرتفوی بازده خوبی داشته باشد، مزایای فوت یا مزایای بازخرید بیمه‌نامه متصل به آن افزایش پیدا می‌کند و در غیراینصورت، کاهش می‌یابد. اوراق بهادار بیمه‌های زندگی برای تبدیل دارایی‌های نامشهود مانند هزینه‌های اکتساب معوق^۱ (آتی) به پول نقد و تبدیل به دارایی کردن ارزش حال سودهای آتی^۲ (یعنی ارزش نهفته^۳) به کارگرفته می‌شوند. همچنین اوراق بهادار بیمه‌های زندگی برای تامین وجوه لازم برای دخایر سرمایه‌ای قانونی (اجباری) آمریکا یا برای تبدیل به دارایی کردن سبد دارایی (پرتفوی) بازار ثانویه قراردادهای زندگی^۴ به کار رفته است (فری^۵ و همکاران، ۲۰۰۹).

بررسی‌ها نشان داده است که اکثر اوراق قرضه زندگی که از جنبه‌های با اهمیتی متفاوت از اوراق قرضه اموال/ حوادث هستند، به عنوان ابزار مالی محسوب می‌شوند. معمولاً اوراق قرضه زندگی، جریان پرداخت‌های حق بیمه (آتی) بیمه‌نامه‌های سنتی بیمه زندگی را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند. از نظر حقوقی، از آن جایی که شرکت بیمه زندگی همواره تعهد بیمه‌نامه‌های خود را حفظ می‌کند، ریسک به طور کامل منتقل نمی‌شود. به هر حال، بار مسئولیت مخاطرات بیمه زندگی مانند ریسک اخلاقی و ریسک نکول، توسط سرمایه‌گذاران تقبل می‌شود. در این نوع اوراق قرضه، سرمایه‌گذاران و خریداران بیمه‌نامه در منافع و خسارات بیمه‌نامه‌های پایه که اوراق بهادارسازی شده‌اند، سهیم هستند (انشومان^۶ و همکاران، ۲۰۰۱).

در سال‌های اخیر، شاهد توسعه حجم فزاینده‌ای از تبدیل بیمه‌های زندگی به اوراق بهادار هستیم. کشورهایی مانند ایالات متحده آمریکا و ژاپن در این حوزه اقدامات زیادی انجام داده‌اند. مطالعات‌ها نشان می‌دهد که تمایل به بهادارسازی بیمه زندگی به عللی چون نیاز به تأمین مالی برای راه اندازی و توسعه کسب و کار جدید و همچنین فراهم آوردن الزامات ذخیره قانونی؛ نیاز به پولی کردن ارزش نهفته حوزه معینی از کسب و کار بیمه؛ نیاز به انتقال ریسک مرگ‌ومیر ناگهانی و فاجعه آمیز به بازارهای سرمایه افزایش یافته است (هلفنشتاین^۷ و هولزو^۸، ۲۰۰۶). در این راستا، تحولات چشمگیر بازار سرمایه (ایجاد بازار ثانویه اوراق بهادار بیمه زندگی) و

¹ Deferred acquisition costs

² Present value of future profits

³ Embedded value

⁴ Life settlements

⁵ Frey

⁶ Anshuman

⁷ Helfenstein

⁸ Holzheu

بهبود ساختار صنعت بیمه در جهت افزایش اطمینان به نقدشوندگی و کاهش ریسک نقدشوندگی، نیز از جمله عوامل موثر بر رشد فرآیند تبدیل بهادارسازی بیمه های زندگی محسوب می شود.

۴-۱- اهداف و شاخصه های تبدیل به اوراق بهادار بیمه زندگی

هدف از بهادارسازی بیمه های زندگی، تأمین مالی است. امروزه بیمه گران زندگی به دنبال این هدف هستند که بخشی از رشته های بیمه ای را به اوراق بهادار تبدیل کنند و از طریق کارایی سرمایه، بازده سهام را افزایش دهند. شرکت های بیمه از طریق فروش ریسک به سرمایه گذاران، نیازشان به نگهداری سرمایه را تقلیل و قدرت و توانایی خود برای ورود به رشته های جدید بیمه ای را افزایش می دهند. بهادارسازی در بیمه های زندگی ابزاری برای مدیریت سرمایه برای بیمه گران و شرکت های بیمه اتکایی است. این فرایند به بیمه گران و شرکت های بیمه اتکایی این امکان را می دهد تا:

۱) دارایی های نامشهود^۱ را از طریق فرآیند بهادارسازی ارزش نهفته (EV) نقد کنند.

۲) الزامات سرمایه ای قانونی را تأمین کنند،

۳) ریسک حوادث فاجعه آمیز را انتقال دهند (دهقان و همکاران، ۱۳۹۷).

بهادارسازی بیمه های زندگی منافع متعددی را به همراه خواهد داشت. معاملات مربوط به EV و تأمین مالی الزامات سرمایه ای قانونی، از طریق به دست آوردن مابه التفاوت نرخ ها، ROE را افزایش خواهد داد. این معاملات از طریق به تعویق انداختن درآمد تحقق یافته به آینده، منافع مالیاتی خاصی را نیز به ارمغان می آورد. اوراق قرضه مرگومیر نیز بیمه گران را در مقابل حوادث و وقایع فاجعه آمیز همچون مرگومیرهای گسترده و همه گیر (که ممکن است به هر دلیلی اتفاق بیفتد) محافظت خواهد کرد (هلفنشین و هولزو، ۲۰۰۶).

فری و همکاران (۲۰۰۹) و سیفلو (۱۳۹۰) نشان دادند که بخش بسیار اندکی از اوراق بهادار بیمه های زندگی به ریسک های مرگومیر شدید مربوط می شود و می توان این واقعیت تجربی را مطرح کرد که اوراق بهادار بیمه های زندگی، کمتر با هدف بیمه گری و انتقال ریسک های انباشته به بازار سرمایه منتشر و بیشتر با اهداف مالی و افزایش در توان مالی و نقدینگی و ... منتشر می شوند.

¹ Intangible Assets

۴-۱-۱- بهادارسازی ارزش نهفته

بیمه‌گران جهت دستیابی به کسب و کارها و فعالیت‌های نوین، باید مبلغی را به عنوان کارمزد به نمایندگان یا کارگزاران پردازند. بخشی از این هزینه‌های تملک عموماً به عنوان دارایی، تبدیل به سرمایه می‌شوند و در سال‌های بعد، بیمه‌گران، بخشی از حق بیمه‌های پرداختی را به منظور کاهش هزینه‌های تملک معوق به کار می‌برند. در این راستا، بهادارسازی برای بیمه‌گر این امکان را فراهم می‌سازد که هزینه‌های تملک معوق‌هایشان را نقدی کنند، زیرا ریسک فسخ/بازخرید زودتر از موعد^۱ تا حدی به سرمایه‌گذاران منتقل شده است.

هنگامی که یک شرکت، شرکت بیمه زندگی و یا پورتفوی بسته بیمه زندگی را تملک می‌کند، شرکت تملک‌کننده معمولاً بخشی از ارزش فعلی سود آتی شرکت تملک شده را فعال می‌کند.

بهادارسازی به بیمه‌گر اجازه می‌دهد که ارزش فعلی این سودهای آتی را نقد کند. این معاملات روشی برای تأمین مالی است. این معاملات می‌تواند نیاز نقدی ناشی از ایجاد یک کسب و کار جدید را تأمین کرده، پول نقد را برای تملک و اکتسابات آتی ایجاد کرده و سرمایه را از فعالیت بیمه زندگی آزاد ساخته و آن را برای دیگر اهداف شرکتی مثل تملک، بازخرید سهام، یا ایجاد کسب و کار اموال و حوادث در بازار فروشندگان بازار قوی مهیا سازد. این نوع تأمین مالی چنانچه ساختار مناسبی یابد، می‌تواند حقوق صاحبان سهام را نیز افزایش دهد، البته بدین شرط که اوراق در یک نرخ بهره مطلوبی، پایین‌تر از بازده کل کسب و کار تبدیل به اوراق بهادار شده، منتشر شود (هلفنشین و هولزو، ۲۰۰۶).

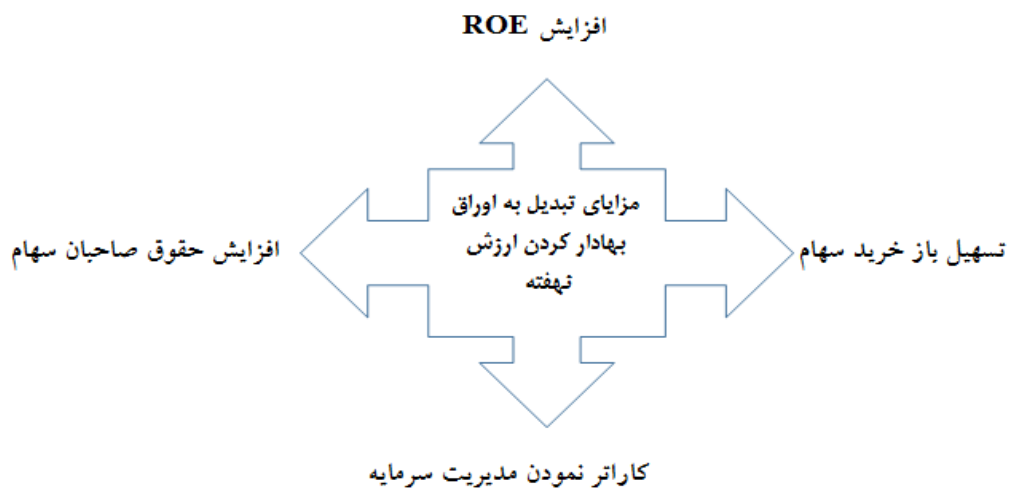
معاملات مربوط به EV از طریق به دست آوردن مابه‌التفاوت نرخ‌ها، ROE را افزایش خواهد داد. کسب و کار پایه^۲ در یک نرخ بازده داخلی خاصی ارائه می‌شود. شرکت حامی بازده پایین‌تری را برای سرمایه‌گذاران در نظر می‌گیرد. این شرکت حامی، سوددهی خود را با به دست آوردن این مابه‌التفاوت نرخ‌ها افزایش می‌دهد. اما به منظور دستیابی به ROE بالاتر نیاز است به طور مداوم جریان معامله وجود داشته باشد و تعیین نرخ به نحو دقیقی انجام گیرد. علاوه بر این، بهادارسازی EV عموماً سرمایه توانگری موجود را افزایش داده، بازخرید سهام را تسهیل کرده و دیگر اقدامات سرمایه‌گذاری را نیز آسان می‌سازد. با فرض اینکه هزینه بهادارسازی پایین‌تر از هزینه افزایش سرمایه جدید با هزینه انتشار بدهی ترکیبی^۳ باشد، این روش، مدیریت کل سرمایه را نیز بسیار کارا تر می‌سازد. شکل ۷، مزایای بهادارسازی ارزش نهفته را نشان می‌دهد.

^۱ Early Lapse

^۲ Underlying Business

^۳ Hybrid Debt

شکل ۷. مزایای بهادارسازی ارزش نهفته



منبع: یافته های تحقیق

۴-۱-۲- بهادارسازی تأمین کننده الزامات سرمایه ای قانونی

فرآیند بهادارسازی را می توان به منظور کاستن از فشار ناشی از الزامات سرمایه ای قانونی دقیق و سخت گیرانه ای که در آنجا اجرا می شود، به کار برد. اغلب، شرکت های بیمه بهادارسازی را برای کاهش دادن فشار بر ذخایرشان^۱ به کار گرفته اند. از طریق این رویکرد، «ذخایر غیر ضروری و اضافی» به اوراق بهادار تبدیل می شوند.

۴-۱-۳- بهادارسازی مرگ و میر

بیمه گران و بیمه گران اتکایی زندگی می توانند از طریق بهادارسازی، در برابر ریسک بیماری های همه گیر یا افزایش طول عمر مصون سازی شوند. چنانچه این اوراق، آستانه پارامتری داشته باشند، انتقال ریسک های

¹ Reserve Strain

فاجعه آمیز برای بیمه گران و بیمه گران اتکایی بزرگ با فعالیت های متنوع (که پورتنفوی مرگومیر و یا طول عمر متنوعی دارند) به خوبی انجام می گیرد، زیرا برای این شرکت ها ریسک پایه کوچک تر است (هلفنشین و هولژو، ۲۰۰۶).

۴-۲- مزایای به کارگیری اوراق بهادار بیمه زندگی و تاثیرات آن

از آنجا که بیشتر اوراق بهادار بیمه زندگی، از نوع معاملات با درآمد ثابت (میان مدت تا بلندمدت) است، این نوع دارایی می تواند با بدهی های ثابت بلندمدت (مانند بدهی های بازنشستگی با مزایای تعریف شده) مطابقت خوبی داشته باشد. به طور خاص، دارایی های استهلاکی مانند VIF جریان نقدی قابل توجهی را برای یک دوره میان مدت تا بلندمدت ایجاد می کنند که کاملاً قابل پیش بینی است. همچنین این اوراق، بازده تعدیل شده با ریسک جذاب را ارائه می دهند. برخی از معاملات اوراق بهادار بیمه زندگی، مانند اوراق بهادار مرگومیر شدید / همه گیر، قابل معامله هستند و بنابراین از استاندارد بالاتری برخوردار هستند. چنین معاملات استاندارد، می توانند مزایای زیادی را برای صادرکننده به همراه داشته باشند، مانند مقیاس و قیمت گذاری رقابتی، که دستیابی به آن در کسب و کار خصوصی ممکن است دشوار باشد.

اگرچه این معاملات بیشتر از معاملات خصوصی در دسترس سرمایه گذاران می باشد و ممکن است مورد توجه سرمایه گذار ILS قرار گیرد، اما آنها نمایانگر یک بخش کوچک و بازده کم از بازار اوراق بهادار بیمه زندگی هستند. به طور کلی می توان گفت اکثر معاملات اوراق بهادار بیمه زندگی، برای دستیابی به اهدافی چون مدیریت نقدینگی، انتقال ریسک و یا مدیریت سرمایه به کار گرفته می شوند. از این رو، سرمایه گذاری در اوراق بهادار بیمه زندگی به عنوان استراتژی بلندمدت سرمایه گذاری مناسب تر است (اسکات، ۲۰۱۶).

در ادامه، تاثیر بهادارسازی بیمه های زندگی از دو جنبه ریسک نقدینگی و افزایش بازدهی و تقاضا مورد بررسی قرار می گیرد.

۴-۲-۱- تاثیر بهادارسازی بیمه های زندگی بر ریسک نقدینگی

بر اساس آیین نامه شماره ۶۹ شورای عالی بیمه، منظور از ریسک نقدینگی، ریسک هایی است که مؤسسه بیمه به دلیل عدم کفایت دارایی های جاری جهت ایفای تعهداتش با آن مواجه است. در شرایطی که شرکت بیمه، نقدینگی کافی نداشته باشد؛ قادر به پاسخگویی و پرداخت تعهدات خود نیست و این امر در سودآوری شرکت های بیمه تأثیرگذار است. به عبارت دیگر، ریسک نقدینگی، ریسکی است که در آن کسب و کار بیمه

زندگی، نقدینگی کافی و یا امکان تأمین آن برای ایفای تعهدات خود در مقابل دارندگان بیمه نامه زندگی و سایرین را در اختیار ندارد و در نتیجه با فرارسیدن موعد، مجبور به تحمل هزینه های قابل توجهی می شود (بریو^۱ و البرتینی^۲، ۲۰۰۹).

بر این اساس، ایفای به موقع تعهدات شرکت های بیمه و ارائه خدمات با کیفیت، تا حد زیادی به توان مالی و نقدینگی آن ها بستگی دارد و لذا وصول مطالبات شرکت های بیمه، پیش نیاز ارائه خدمات مطلوب به بیمه گذاران است. عوامل سیاسی و شرایط حاکم بر اقتصاد کشورها در اغلب موارد، منجر به افزایش رقم این مطالبات در شرکت های بیمه می شود که همین امر لزوم نظارت جدی بر آن ها، برای کاهش ریسک نقدینگی را نمایان می سازد. در بعضی موارد، به علت عدم در نظر گرفتن ذخیره برای مطالبات، ریسک نقدینگی شرکت های بیمه افزایش می یابد. همچنین، باید گفت ریسک نقدینگی زمانی رخ می دهد که ایجاد بازار فرعی برای معامله قراردادهای دشوار باشد. زمانی که یافتن طرف دیگر تقبل کننده قرارداد (طرف معامله) امکان پذیر نباشد، سرمایه گذارانی که در اوراق تضمین زیان صنعت^۳ (ILW)، اوراق بهادار بیمه ای (ILS) و قراردادهای مشتقات مالی سرمایه گذاری می کنند، همانند سرمایه گذارانی که در سایر دارایی ها سرمایه گذاری می کنند، در معرض ریسک نقدینگی قرار می گیرند. در این راستا، باید توجه داشت که نقدینگی ابزارهای انتقال ریسک با استانداردهای قراردادهای^۴ رابطه نزدیکی دارد. ابزارهای استاندارد شده ای که در بازار بورس معامله می شوند، این پتانسیل را دارند که در بازارهای بسیار نقدینه ای مانند بازار مشتقات جوی^۵ گسترش پیدا کنند (فری و همکاران، ۲۰۰۹).

ریسک نقدینگی، در صورت وقوع، علاوه بر تحمیل هزینه های قابل توجه به کسب و کار بیمه زندگی، اگر باعث قصور در ایفای تعهدات بیمه گر شود، تقاضای بیمه های زندگی و به خصوص بیمه های زندگی بلندمدت را تحت تأثیر قرار می دهد. یکی از ابزارهای مناسب برای مدیریت این ریسک، استفاده از نوآوری بازار سرمایه و ابداعات مهندسی مالی است. این ابداعات امروزه تحت عنوان اوراق بهادار بیمه ای یا بهادارسازی بیمه زندگی مورد استفاده شرکت ها و کسب و کارهای بیمه زندگی قرار می گیرد. مدیریت ریسک نقدینگی یکی از اهداف استفاده از این ابزارها و ابداعات است (سیفلو، ۱۳۹۵). به عبارت دیگر، انتشار اوراق بهادار بیمه زندگی یکی از ابزارهای

¹ Barrieu

² Albertini

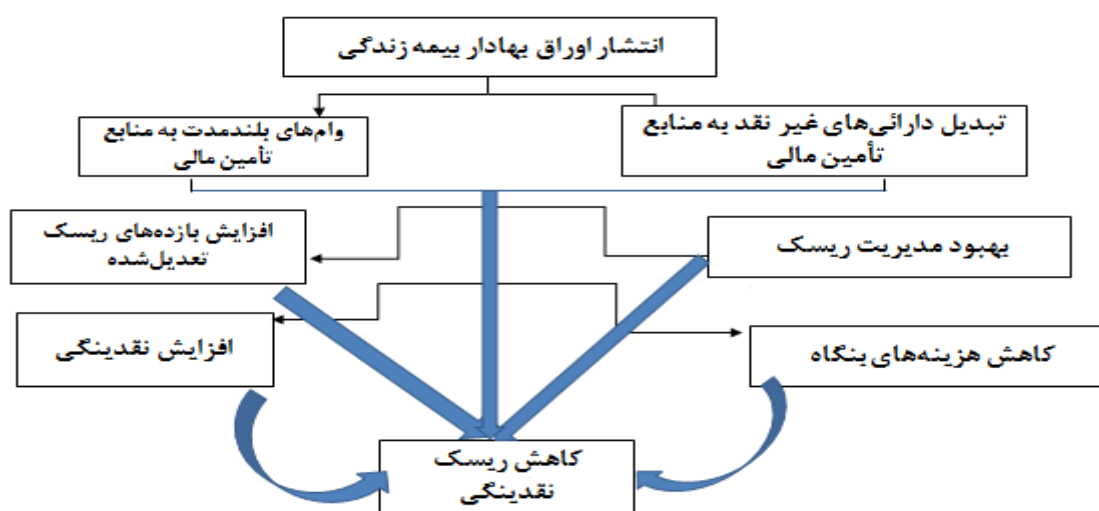
³ Industry loss Warranty (ILW)

^۴ استانداردهای در حوزه قراردادهای تنظیمی بین طرفین معامله به معنی یکسان و متحدالشکل ساختن شکل و ماهیت یک قرارداد به گونه ای که در یک حوزه جغرافیایی مشخص لازم است، افراد برای رفع نیازهای حقوقی خود به اجبار و یا به توصیه از اسناد متحدالشکل از حیث محتوا ظاهر و چارچوب واحد حقوقی استفاده نمایند.

⁵ Atmospheric Derivatives Market

مالی به منظور افزایش نقدینگی شرکت‌ها می‌باشد که عبارت از تبدیل دارائی‌های غیرنقد و وام‌های بلندمدت به منابع تأمین مالی است. فرایند اوراق بهادارسازی بیمه زندگی، سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا مدیریت ریسک خود را بهبود بخشند، به بازده‌های ریسک تعدیل شده بهتری دست یابند و به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند. در حقیقت، اوراق بهادارسازی بیمه زندگی، با قابل معامله کردن دارایی‌های مالی، هزینه‌های بنگاهی را کاهش و منجر به کارآمدی بیشتر بازارهای مالی می‌گردد و در نتیجه منجر به کاهش ریسک نقدینگی در نظام مالی اقتصاد کشورها می‌شود (زندیه، ۱۳۹۴). شکل ۸، به ارائه شمای کلی از تاثیر بهادارسازی بیمه‌های زندگی بر ریسک نقدینگی می‌پردازد.

شکل ۸. تأثیر بهادار سازی بیمه‌های زندگی بر ریسک نقدینگی



منبع: یافته‌های تحقیق

در این راستا، بازار ثانویه اوراق بهادار بیمه زندگی کمک می‌کند تا بیمه‌نامه زندگی از طریق فراهم‌سازی امکان فروش بیمه‌نامه به سرمایه‌گذار بازار سرمایه به اوراقی نقد و قابل معامله در بازار تبدیل می‌شود. این بازار همچنین به بیمه‌گذار اطمینان می‌دهد که در صورت نیاز فوری به نقدینگی و یا در صورت تغییر نیازهایش و در صورت عدم نیاز به بیمه‌نامه، بتواند بیمه‌نامه موجود را به سرمایه‌گذار بفروشد و نیازهای خود به نقدینگی را برطرف کند. در واقع، این مزیت اطمینان به نقدشوندگی و کاهش ریسک نقدشوندگی بیمه‌نامه است و با تشکیل وجود چنین بازاری قطعاً بیمه‌های زندگی در کشورها رشد خواهند داشت. البته سرمایه‌گذار نیز مایل است به منظور ایجاد تنوع و کاهش ریسک سبد سرمایه‌گذاری در این اوراق، سرمایه‌گذاری کند و این امر عاملی برای

افزایش ضریب نفوذ بیمه خواهد بود. در مجموع باید گفت تشکیل این بازار باعث افزایش نقدشوندگی بیمه‌های زندگی خواهد شد و افزایش فروش و ضریب نفوذ بیمه را در پی دارد. همچنین، فرد بیمه‌گذار در طول مدت قرارداد خود به جای رجوع به شرکت بیمه برای فسخ قرارداد یا بازخرید آن می‌تواند بدون تحمل زیان، به بازار ثانویه مبادله اوراق بیمه زندگی مراجعه کرده و آن را با سود مناسب و با قیمت روز بازار به فروش رساند.

۴-۲-۲- تأثیر اوراق بهادار بیمه زندگی بر بازدهی بیمه‌های زندگی و افزایش تقاضای آن

برنامه‌ریزی برای توسعه بیمه زندگی، می‌تواند شامل برنامه‌های حمایت از جانب عرضه و تقاضا باشد. تحقیقات مختلفی در هر دو جنبه اقتصادی بیمه زندگی صورت گرفته است. یکی از مشکلاتی که در جانب تقاضای بیمه‌های زندگی وجود دارد، پایین بودن نقدینگی آن است. هر بیمه زندگی یک برنامه سرمایه‌گذاری ویژه است که همانند سایر طرح‌های سرمایه‌گذاری میزان نقدشوندگی سرمایه اختصاص داده شده به آن، از عوامل اصلی در ارزیابی و اقدام به سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود. این مسئله به‌خصوص در بیمه‌های زندگی بلندمدت‌تر اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. شاید ساده‌ترین راهکار برای مدیریت این مسئله، تعهد به بازخرید بیمه‌نامه در صورت وجود ارزش نقدی در بیمه‌نامه باشد. هرچند این راهکار ساده، به نظر بسیار عملی و کارآمد به نظر می‌رسد ولی خالی از اشکال نیست (سیفلو، ۱۳۹۵). در یک طرح سرمایه‌گذاری و به‌طور خاص بیمه‌نامه زندگی، بیمه‌گر با در اختیار گرفتن حق بیمه و سرمایه‌گذاری آن‌ها، بخشی از عایدی حاصل از محل سرمایه‌گذاری را به بیمه‌گذار اختصاص می‌دهد. بدیهی است در صورتی که بیمه‌گذار حق بازخرید بیمه‌نامه را داشته باشد، بیمه‌گر باید آمادگی ایفای تعهدات ناشی از این حق داشته باشد و این آمادگی مستلزم نگه‌داشتن ذخیره و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت‌تری است.

از نقطه نظر اقتصادی، نگه‌داشتن ذخیره و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کوتاه‌مدت‌تر، با کاهش در عایدی سرمایه‌گذاری کل همراه است. این کاهش در عایدی هر دو طرف بیمه‌نامه را متضرر می‌سازد و هرکدام از طرفین بخشی از عایدی بالقوه را از دست می‌دهند. به‌علاوه این خود توان رقابت بیمه‌گر را در مقابل سایر نهادهای سرمایه‌گذاری محدود می‌کند و در نتیجه از مطلوبیت بیمه زندگی برای بیمه‌گر می‌کاهد و نهایتاً باعث تشدید کاهش تقاضای بیمه زندگی می‌شود (سیفلو، ۱۳۹۵).

در صورتی که حق بیمه‌های زندگی مدت‌زمان طولانی‌تری در اختیار بیمه‌گر قرار بگیرد، بیمه‌گر فرصت و امکان برنامه‌ریزی بیشتر و در نتیجه موقعیت‌ها و پروژه‌های مناسب‌تری برای سرمایه‌گذاری در اختیار خواهد داشت که

این به نوبه خود باعث افزایش در عایدی‌های سرمایه‌گذاری و سهم بیمه‌گذار شده و نهایتاً افزایش مطلوبیت بیمه زندگی را به همراه داشته و افزایش تقاضای بیمه زندگی را نتیجه خواهد داد. در این راستا، یکی از ابزارهایی که به منظور مدیریت این چالش و بهره‌گیری از ظرفیت بیمه‌های زندگی وجود دارد استفاده از اوراق بهادار بیمه‌های زندگی است (سیفلو، ۱۳۹۵).

توجه به این موضوع نیز ضروری است که با توجه به آن که کسب‌وکار بیمه با فرض ریسک سروکار دارد مدیریت ریسک در صنعت بیمه از اهمیت خاصی برخوردار است. علاوه بر این تغییرات عمده‌ای که در صنعت بیمه به وقوع پیوسته، اهمیت مدیریت ریسک را دوچندان ساخته است. در واقع، ریسک دلیل وجودی بیمه است و بدون ریسک، بیمه ماهیت خود را از دست می‌دهد. در جامعه‌ای که ریسک وجود نداشته باشد، بیمه نیز وجود نخواهد داشت (سلیمان نسب و خوش سیما، ۱۳۹۴). از این رو، شرکت بیمه نسبت به ریسک‌های پیشنهاد شده بیمه‌گذار، تصمیمات متفاوتی را در انجام قرارداد بیمه می‌گیرد که همین امر، منجر به تصمیم‌گیری متقابل فرد در خریدن یا انصراف از خرید بیمه زندگی به طور کلی و یا انتخاب بین شرکت‌های بیمه و یا نحوه انتخاب ارکان قرارداد بیمه زندگی خود با یک شرکت بیمه می‌گردد. بنابراین در نظر داشتن ریسک‌های بیمه زندگی شامل ریسک‌های فوت ناشی از افزایش سن، طبقه خطر شغل و میزان سلامتی خود یا سابقه خانوادگی فرد از این بابت و ریسک سرمایه‌گذاری با توجه به نرخ سود مشارکت بر ارکان یک قرارداد بیمه زندگی و سرمایه‌گذاری ضروری به نظر می‌رسد (گودرزی و کرکه آبادی، ۱۳۹۷).

با توجه به این ریسک‌ها فرایند اوراق بهادارسازی بیمه زندگی، سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا مدیریت ریسک^۱ خود را بهبود بخشند، به بازده‌های ریسک تعدیل‌شده بهتری دست یابند و به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند (زندیه، ۱۳۹۴). در واقع، 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 بیمه زندگی به اوراق بهادار، ریسک‌های تعهدشده توسط شرکت‌های بیمه زندگی را از طریق خلق و انتشار اوراق بهادار مالی به بازار سرمایه انتقال می‌دهد. از این رو، بهادارسازی بیمه‌های زندگی باعث جذابیت بیمه‌های زندگی می‌شود. همچنین این اوراق ابزار مناسبی در مدیریت سرمایه‌گذاری وجوه تجهیز شده از طریق بیمه‌های زندگی در اختیار

^۱ مدیریت ریسک فرآیندی است که سازمان‌ها و موسسات مالی با استفاده از آن در جهت تبدیل ریسک‌های موجود در دنیای واقعی به ریسک‌های قابل کنترل، برای نیل به اهداف خاص خود از آن بهره می‌برند.

بیمه‌گران قرار می‌دهد که نهایتاً به افزایش بازدهی بیمه‌های زندگی و افزایش تقاضای آن منجر می‌شود (سیفلو، ۱۳۹۵).

۴-۳- ساختار انتشار انواع مختلف اوراق بهادار بیمه‌های زندگی

هرچند ساختار عمومی انتشار انواع مختلف اوراق بهادار بیمه‌های زندگی، مشابه با اوراق بهادار بیمه‌ای بوده و از اصول کلی بهادارسازی در بازارهای مالی و مهندسی مالی پیروی می‌کند، با عنایت به تفاوت در دارایی پایه، تفاوت‌هایی در آن‌ها دیده می‌شود. به‌عنوان یک فرآیند عمومی برای اغلب انتشار اوراق بهادارهای بیمه زندگی، می‌توان ۱۲ گام که در جدول ۱ مشخص شده است را ارائه نمود (بریو^۱ و البرتینی^۲، ۲۰۰۹).

جدول ۱. مراحل انتشار اوراق بهادار بیمه زندگی

مراحل	انتشار اوراق بهادار بیمه زندگی
۱	تصمیم‌گیری حامی مالی در خصوص هدف انتشار
۲	انتخاب و ارائه مشاوران ساختار و تشکیلات تشکیل‌شده و یک فرضیه عملی در خصوص ساختار انتشار
۳	ارائه دیدگاه و فرضیات اولیه در خصوص مقررات احتمالی، رتبه‌بندی‌ها، امور حسابداری و مالیاتی انتشار
۴	ارائه ارزیابی سازمان دهنده، در خصوص احتمال حضور موفق اوراق بهادار در بازار و ارزیابی‌هایی در خصوص هزینه‌های احتمالی انتشار و صدور اوراق
۵	تصمیم‌گیری توسط حامی جهت ادامه مسیر
۶	طراحی ساختار تفصیلی اوراق توسط مشاوران حرفه‌ای بیرونی فراخوان شده به‌نحوی که بتواند تمام الزامات ذینفعان را پوشش دهد
۷	مشارکت مؤسسات رتبه‌بندی و قانون‌گذار
۸	مشخص نمودن کلیه طرف‌های ضروری برای اجرای ساختار بهادارسازی
۹	انتشار سیگنال‌های ناهماهنگ و غیررسمی بازار جهت اطمینان از احتمال موفقیت‌آمیز و بررسی سطح قیمت‌ها
۱۰	تصمیم‌گیری رسمی نهایی برای ادامه کار و پایان دادن به انتشار
۱۱	تهیه و تدوین یک نقشه راه و راهنما جهت نمایش و ارائه فرصت‌ها به سرمایه‌گذاران
۱۲	پایان دادن به پروژه و معامله

¹: Barrieu

²: Albertini

منبع: بریو و البرتینی (۲۰۰۹).

۴-۴- زیرساخت های لازم جهت به کارگیری اوراق بهادار زندگی

استفاده این ابزار نیازمند توسعه در زیرساخت های اقتصادی و دانشی است. با توجه به پیچیدگی موجود در فرآیند و ساختار اوراق بهادار بیمه زندگی و لزوم دانش نوین مالی، لازم است زمینه توسعه دانش مربوطه ایجاد شده و مضافاً در جهت بومی سازی مدل ها و انتشارهای مختلف، پژوهش های کاربردی و دقیق انجام شود. علاوه بر این، توسعه بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار نیز از دیگر مولفه های اساسی در این زمینه است. سرمایه گذاران در این نوع اوراق، بیشتر سرمایه گذاران نهادی و دسته خاصی از سرمایه گذاران هستند که می بایست به ایفای نقش فعال در بورس تشویق و ترغیب شوند. همچنین می بایست فرآیندها و حجم بازار سرمایه به منظور عملیاتی نمودن این ابزار، توسعه مناسبی داشته باشد. یکی دیگر از زیرساخت های لازم برای توسعه این ابزارها زیرساخت های حقوقی و قانونی است. در کشورهای پیشرفته و کشورهایی که انتشار این نوع اوراق اجرایی شده است، قوانین و نظام حقوقی مستحکمی بر ابزارهای مالی و به خصوص ابزارهای نوین حکومت می کند. چارچوب حقوقی مالی، یکی از ضعف های اصلی بورس های توسعه نیافته است و نقش بسیار مهمی در توسعه و پیشگیری از فساد و اثرات سوء احتمالی دارد (سیفلو، ۱۳۹۰).

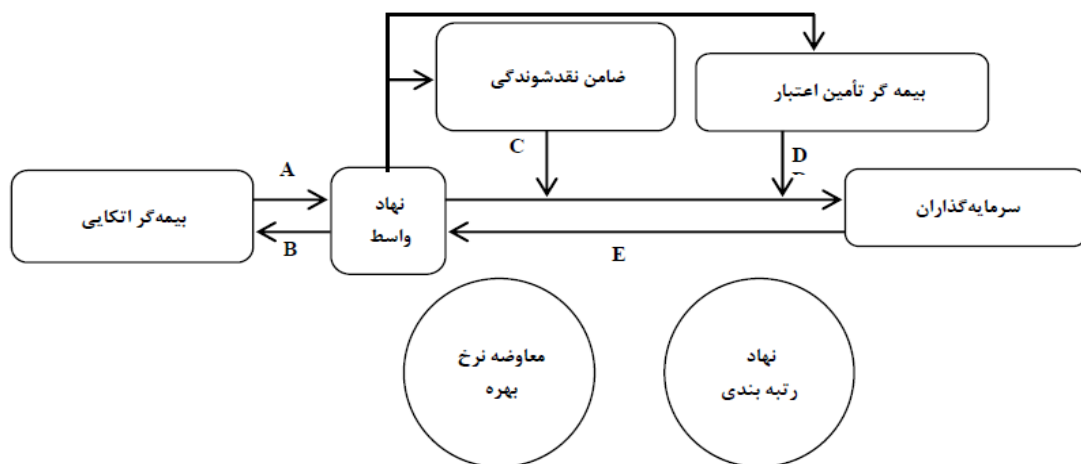
۴-۵- مدل اوراق بهادار بیمه زندگی

مدل احتمالی فرآیند اوراق بهادارسازی بیمه زندگی در شکل ۶ نشان داده شده است. ناشر (بانی) اوراق، یک شرکت بیمه یا بیمه اتکایی است که دارایی یا جریان نقدی آتی را به اوراق بهادار تبدیل می کند. ادعا و حقوق مربوط به منافع اقتصادی دارایی پایه یا جریان نقدی آتی به یک نهاد واسط (نهاد با اهداف خاص) منتقل (A) و در مقابل وجوه نقد و یا سایر اشکال سرمایه دریافت می شود (B). نهاد واسط به عنوان یک نهاد قانونی مجزا با هدف تفکیک دارایی ها یا جریان نقدی آتی اوراق بهادارسازی شده از ناشر و انجام مدیریت وثایق وجوه نقد دریافتی از سرمایه گذاران تأسیس می شود. (E) نشان می دهد که نهاد واسط، وجوه سرمایه گذاری شده از سوی سرمایه گذاران را دریافت و در مقابل اوراق بهادار منتشر می کند که در طی آن اصل و کوبین متعلق به سرمایه گذاران را به عنوان یک قرارداد مشخص در سررسیدها پرداخت می کند.

از آنجایی که همواره عدم اطمینان در زمان بندی جریان نقدی از سوی ناشر وجود دارد، می توان از ضامن نقد شوندگی با هدف انجام پرداخت های عادی و بدون اشکال به سرمایه گذاران استفاده کرد (C). نقش بیمه گر

تأمین اعتبار متفاوت از ضامن نقد شونددگی است. بیمه گر تأمین اعتبار، تعهدات پرداختی را به سرمایه گذاران تضمین می کند (D). استفاده از رکن بیمه تأمین اعتبار، موجب می شود که رتبه اعتباری اوراق منتشر شده توسط نهاد واسط با توجه به رتبه بیمه گر تأمین اعتبار، بهبود یابد (سان^۱، ۲۰۱۱).

شکل ۹. مدل اوراق بهادارسازی بیمه زندگی



منبع: سان (۲۰۱۱)

۴-۶- کاربرد انواع اوراق بهادار بیمه های زندگی

کاربرد انواع اوراق بهادار بیمه های زندگی به شرح ذیل هستند (اسکات^۲، ۲۰۱۶):

- معاملات کسب و کار ارزش در جریان^۱ (VIF): راهکارهایی تأمین مالی بر پایه ارزش اقتصادی (سود) نهفته در پرتفوی بیمه نامه های زندگی هستند که انتقال ریسک نیز بسته به ساختار اتخاذ شده می تواند

^۱ San

^۲ Scott Mitchell, (2016)

نقش برجسته‌ای در این معاملات داشته باشد. به طور مثال، تامین مالی ذخایر نوعی از این معاملات هستند که در شرکت‌های بیمه به کار برده می‌شوند.

- معاملات مرگ‌ومیر^۲: این معاملات، شامل انتقال ریسک بیمه‌گذاری که کوتاه‌تر از حد انتظار عمر کند، هستند. این معاملات می‌توانند اکسپوژر مرگ‌ومیر شدید (به عنوان مثال پاندمی)، ریسک روند مرگ‌ومیر طولانی مدت را در برگیرند.

- مستمری ثانویه^۳: این بیمه مستمری به عنوان زیرمجموعه‌ای از ریسک مرگ‌ومیر در انگلستان، دارای قابلیت مبادله در بازار ثانویه بیمه‌های زندگی است که از اوراق بهادار استفاده کرده است.

- معاملات شیوع بیماری^۴: شامل انتقال ریسک مربوط به بیماری، از کارافتادگی یا هزینه‌های پزشکی است.

- معاملات نکول^۵: شامل انتقال ریسک مالی است که اگر تعداد بیشتری از بیمه‌شدگان بیمه‌نامه‌های خود را بازخرید کنند و یا پرداخت حق بیمه خود را قطع کنند، یک بیمه گر با آن روبرو می‌شود.

- معاملات طول عمر^۶: شامل انتقال ریسک طول عمر در یک صندوق بازنشستگی یا قرارداد مستمری است که مستمری‌بگیران یا بازنشستگان بیش از حد انتظار زندگی می‌کنند.

- بازار ثانویه بیمه‌های زندگی^۷: زیرمجموعه‌ای از زیر گروه ریسک طول عمر، یک بازار ثانویه در ایالات متحده است که شامل خرید قراردادهای بیمه زندگی است که توسط بیمه‌گذاران اصلی فروخته شده است.

۵- تجربه کشورهای مختلف در خصوص بهادارسازی بیمه‌های زندگی

اوراق بهادار پرتفوی بیمه‌های زندگی، فرصتی را برای شرکت‌های بیمه زندگی فراهم می‌کند تا سرمایه خود را جمع‌آوری کنند، کمتر در معرض ریسک قرار بگیرند، مسائل نظارتی را مدیریت کنند و از کسب‌وکار خود ارزش کسب کنند. در سال‌های اخیر، تعداد معاملات اوراق بهادار بیمه زندگی در کشورهای جهان با روند افزایشی همراه بوده است. نقش اصلی که شرکت‌های بیمه در دنیا ایفا کرده‌اند، در زمینه بیمه زندگی است. زیرا

¹ Value of in-force (VIF)

² Mortality transactions

³ Secondary annuities

⁴ Morbidity transactions

⁵ Lapse transactions

⁶ Longevity transactions

⁷ Life settlements

این نوع بیمه‌ها موجب افزایش سرمایه شرکت های بیمه می‌شوند. با توجه به اهمیت این موضوع، در این بخش از گزارش، به مرور وضعیت اوراق بهادار بیمه زندگی در برخی کشورها پرداخته می‌شود:

- **ایالات متحده آمریکا** در زمینه بهادارسازی بیمه زندگی، روند چشمگیری را دنبال نموده است. طبق آمار میزان معاملات اوراق بهادار قابل تبدیل بیمه زندگی در سال ۲۰۱۴، بیش از ۲۵ میلیون دلار بوده است. این کشور در حال حاضر، منبع اصلی سرمایه برای بازار بهادارسازی بیمه (۴۶٪) محسوب می‌شود که اوراق بیمه زندگی سهم قابل توجهی در آن دارد (میشل^۱ و همکاران، ۲۰۱۷).
- **صنعت بیمه در ژاپن** بعد از آمریکا توانسته دومین بازار بزرگ بیمه‌ای جهان باشد. یکی از مهم‌ترین موضوعات در رابطه با شرکت‌های بیمه ژاپنی مربوط به همکاری آن‌ها با شعبه‌های شرکت‌های خارجی بیمه از جمله آلیانز^۲ و مت لایف^۳ و ... است. یکی از دلایل موفقیت بیمه نامه‌های زندگی در کشور ژاپن مربوط به حضور شرکت‌های بیمه خارجی و ارائه انواع بیمه نامه‌ها است که عامل پیشرفت این کشور در بهادارسازی بیمه زندگی نیز محسوب می‌شود.
- **در کشور ایرلند** نیز تعداد معاملات اوراق بهادار بیمه زندگی با رونق همراه بوده که نشان‌دهنده تقویت دیگری برای صنعت اوراق بهادار ایرلند است. در حال حاضر، برخی شرکت‌های بیمه در کشور ایرلند، به دنبال امکان استفاده از رژیم‌های مالیاتی و نظارتی هستند که در مورد اوراق بهادار بیمه زندگی اعمال می‌شود.^۴
- **کشور هند** برای تسهیل بهادارسازی به ویژه در صنعت بیمه زندگی با موانع زیادی روبرو است. یکی از خطرات موجود در بهادارسازی بیمه زندگی، هزینه‌های بالای معامله و زمان در هند است.^۵ علاوه بر این، عدم آگاهی سرمایه‌گذاران از خطرات بیمه به خودی خود می‌تواند مانعی در انجام معاملات بهادارسازی بیمه زندگی باشد. با در نظر داشتن مزایای فراوانی که بهادارسازی می‌تواند به اقتصاد به طور کلی و به ویژه بخش مالی وارد کند، باید یک قانون اختصاصی در نظر گرفته شود که نیازهای اوراق بهادار بیمه زندگی و شرکت‌کنندگان در این معاملات را تأمین کند. بدون یک محیط نظارتی حمایتی، فقط شرکت‌های بسیار بزرگ قادر به تحمل هزینه‌های معاملات اوراق بهادار هستند. هند

¹ Mitchell

² Allianz

³ Matt Life

⁴ http://www.finance-magazine.com/display_article.php?i=6969

⁵ Crisil Indian Securitisation Market Review & ICRA Update on Indian Securitisation Market

می تواند از الگویی که اقتصادهای پیشرفته ارائه کرده بهره مند شود و به طور مناسب قانون بهادارسازی خود را اصلاح کند (ریزوی^۱، ۲۰۱۷).

▪ مطالعه تجربه کشورهای اروپایی نیز در بهادار سازی اوراق بیمه زندگی حاکی از این است که دو شرکت بیمه ای بزرگ و قدرتمند اروپایی در سراسر جهان آلیانز^۲ و آکسا^۳ بخش بزرگی از پرتفوی خود را از طریق فروش بیمه زندگی به صورت سنتی به دست آورده اند. بیمه زندگی در کشورهای اروپایی، یکی از موضوعاتی است که همواره مورد توجه کارشناسان صنعت بیمه بوده است. به دلیل قدرت مالی که شرکت های بیمه ای در کشورهای اروپایی دارند، آرامش خاطری برای بیمه گذاران وجود دارد و هیچ نگرانی از داشتن ریسک خرید بیمه زندگی نداشته و سرمایه گذاران به راحتی اقدام به تهیه اوراق بهادار این شرکت ها می کنند.^۴

طبق گزارش سالانه ILS در سال ۲۰۲۰، به غیر از کشورهای فرانسه و برمودا، ترکیب کلی جغرافیایی سرمایه گذاران اوراق بهادار فاجعه آمیز در مقایسه با سال ۲۰۱۹ با اختلاف کمی متفاوت بود. مشارکت فرانسه در سال ۲۰۲۰ در سرمایه گذاری این اوراق دو برابر شده و تقریباً به سطح سال ۲۰۱۸ بازگشته است، در حالی که کشور برمودا کاهش ۱۲ درصدی را ثبت کرده است. دیگر کشورها مانند سوئد، کانادا، آلمان و ژاپن نیز در این زمینه با رشد همراه بودند، جذابیت انتشار اوراق بهادار بیمه زندگی، حتی پس از شیوع ویروس کووید ۱۹ منجر به بازگشت برخی از سرمایه گذاران به بازار ILS شده است. انتظار می رود همه گیری ویروس کووید ۱۹ بر فرصت های موجود در بهادارسازی بیمه زندگی تأثیر مثبت داشته باشد (گزارش سالانه ILS، ۲۰۲۰).

۶- تحلیل SWOT برای تبدیل بهادارسازی بیمه زندگی

در این بخش به تحلیل نقاط قوت، ضعف، فرصت ها و تهدیدهای^۵ استفاده از اوراق بهادار در بیمه های زندگی می پردازیم که از مطالعه هلفنشین و هولزو (۲۰۰۶) استخراج شده است:

❖ نقاط قوت که این ابزار برای شرکت بیمه (خریدار این پوشش حمایتی) به وجود می آورند:

- بازار در حال رشد، بهبود نقدینگی، شکاف نرخ محدود، ارزان؛
- اوراق معتبر که عموماً توسط بازارهای سرمایه پذیرفته می شوند؛

¹ Rizvi

² Allianz

³ AXA

⁴ <https://www.bimetime.com/blog/life-insurance-developed-countries/>

⁵ SWOT: Strengths, Weaknesses, Opportunities, Treats

- می توان آن را برای نقدینگی دارایی های غیر مشهود، تأمین مالی الزامات سرمایه ای قانونی، انتقال ریسک حوادث فاجعه آمیز مثل مرگ و میر (همچنین طول عمر و افزایش شیوع) به کار گرفت؛
- بهبود بخشی کارایی سرمایه؛
- رفتار قانونی و مالیاتی مطلوب؛
- بهادارسازی، تمهیدات مربوط را ایجاد کرده و ظرفیت معمول اضافی را به وجود می آورد.
- ❖ فرصت هایی که این ابزار برای شرکت بیمه (خریدار این پوشش حمایتی) به وجود می آورند:
 - شدت ریسک مرگ و میر را مدیریت کرده و از نیاز به سرمایه می کاهد.
 - ریسک مواجهه با بلایای همه گیر را مصون سازی می کند.
 - الزامات ریسک/سرمایه حساب های تسویه شده را کاهش می دهد.
- ❖ نقاط ضعف که این ابزار برای شرکت بیمه (خریدار این پوشش حمایتی) به وجود می آورند:
 - اغلب این روش ها به جای اینکه ابزاری برای انتقال ریسک باشند، ابزاری برای تأمین مالی می باشند، اگر چه مقداری از ریسک را نیز منتقل می سازند.
 - برای ریسک حوادث فاجعه آمیز، مرگ و میر و طول عمر بسیار گران قیمت می باشند.
- ❖ تهدیداتی که این ابزار برای شرکت بیمه (خریدار این پوشش حمایتی) به وجود می آورند:
 - ریسک تنظیم مقررات^۱
 - اگر بازار اشباع شود، هزینه بیمه را بالا می برد.
 - ممکن است برخی شرکت ها ابزار تبدیل به اوراق بهادارسازی را برای قیمت گذاری فزاینده به کار گیرند که این عمل، ریسک بازار ضعیف^۲ را افزایش می دهد؛
 - رقبای جدیدی را به وجود می آورد (مثلا ورود بانک ها)
 - ممکن است همبستگی پیش بینی نشده ای بین ریسک پایه^۳ با بازارهای سهام وجود داشته باشد.

جدول ۲. تحلیل SWOT برای بهادارسازی بیمه زندگی

^۱ Regulatory Risk

^۲ بازار ضعیف: بازاری که در آن تعداد فروشندگان بیش از خریداران است و این امر می تواند کاهش سریع قیمت ها را موجب گردد.

^۳ Basis Risk

نقاط ضعف	نقاط قوت
<ul style="list-style-type: none"> اغلب این روش‌ها ابزاری برای تأمین مالی به جای ابزاری برای انتقال ریسک پر هزینه برای ریسک حوادث فاجعه آمیز، مرگ و میر و طول عمر 	<ul style="list-style-type: none"> بازار در حال رشد، بهبود نقدینگی، شکاف نرخ محدود، ارزان؛ اوراق معتبر (پذیرش عموماً توسط بازارهای سرمایه) بکارگیری برای نقدی کردن دارایی‌های غیرمشهود، تأمین مالی الزامات سرمایه‌ای قانونی، انتقال ریسک حوادث - فاجعه آمیز مثل مرگ و میر (همچنین طول عمر و افزایش بیماری‌ها)؛ بهبود بخشی کارایی سرمایه رفتار قانونی و مالیاتی مطلوب؛ ایجاد تمهیدات مربوط و ایجاد ظرفیت معمول اضافی
تهدیدها	فرصت‌ها
<ul style="list-style-type: none"> ریسک تنظیم مقررات افزایش هزینه بیمه، در صورت اشباع بازار افزایش ریسک بازار ضعیف به دلیل بکارگیری ابزار تبدیل به اوراق بهادارسازی برای قیمت گذاری فزاینده ایجاد رقبای جدیدی توسط برخی شرکتها (مثلاً ورود بانکها) امکان وجود همبستگی پیش بینی نشده بین ریسک پایه با بازارهای سهام 	<ul style="list-style-type: none"> مدیریت شدت ریسک مرگ و میر و کاهش نیاز به سرمایه مصون سازی ریسک مواجه با بلایای همه‌گیر الزامات ریسک/سرمایه کاهش حساب های تصفیه شده

منبع: هلفنشین و هولزو (۲۰۰۶)

۷- پتانسیل‌های موجود برای اوراق بهادارسازی بیمه زندگی و راهکارهایی جهت تقویت به‌کارگیری آن

به‌رغم توسعه بورس و بانک در سال‌های اخیر در کشور، صنعت بیمه کشور از رشد متناسبی برخوردار نبوده و هنوز به‌عنوان نهاد مالی با آن رفتار نشده است و تنها از زاویه سازمان بیمه‌ای دریافت‌کننده حق بیمه و پرداخت‌کننده خسارت به آن نگریسته می‌شود. درحالی‌که صنعت بیمه به‌عنوان یک واسطه مالی و حلقه‌ای از مراحل تشکیل سرمایه عمل می‌کند و جذب و هدایت بخشی از ارزیابی منابع مالی جامعه را به عهده دارد. یکی از مسائل مهم در این صنعت این است که شرکت‌های بیمه می‌توانند تا حدی ریسک بپذیرند و از آن حد به بعد مجبور هستند به بیمه اتکایی روی آورند. اما درجایی ممکن است بیمه اتکایی کافی نبوده و انتقال ریسک را می‌توان از طریق بهادارسازی بیمه‌نامه‌ها و فروش آن‌ها در بازار سرمایه انجام داد. به نظر می‌رسد بازار سرمایه می‌تواند از طریق اوراق بهادار سازی این ریسک را پذیرفته و منابع مالی جدیدی وارد شرکت بیمه کند. اما ریسک و بازده این اوراق باید متناسب با هم باشد تا برای بازار سرمایه (خریدار و فروشنده اوراق) جذاب باشد

و جواب مثبتی به آن بدهد. در این راستا، استفاده از اوراق بهادار بیمه زندگی ضرورت می‌یابد که نیازمند توسعه در زیرساخت‌های اقتصادی و دانشی است.

در ایران در لایحه بودجه ۹۹، انتشار ۱۰۰۰ میلیارد تومان از اوراق بهادار بیمه در دستور کار قرار گرفت که بیشتر حول محور انتقال ریسک فاجعه‌آمیز بود. این در حالی است که در دنیا میزان انتشار اوراق بهادار بیمه‌های در سال ۲۰۱۰ که برابر با ۴,۷ میلیارد دلار بوده به بیش از ۹ میلیارد دلار در سال ۲۰۲۰ رسیده است که سهم اوراق بهادار بیمه زندگی نیز روند افزایشی داشته است (گزارش سالانه ILS، ۲۰۲۰). اگر اوراق بهادار بیمه زندگی تقویت شود و گسترش یابد می‌توان در نهایت به بازارهای ثانویه بیمه‌های زندگی در ایران رسید و علاوه بر توسعه بیمه زندگی می‌توان نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری‌های بیمه زندگی را با تنوع بیشتری انجام داد (سیفلو، ۱۳۹۱).

با توجه به پیچیدگی موجود در فرآیند و ساختار اوراق بهادار بیمه زندگی و لزوم دانش نوین مالی، لازم است زمینه توسعه دانش مربوطه ایجاد شده و مضافاً در جهت بومی‌سازی مدل‌ها و انتشارهای مختلف با فضای کسب‌وکار ایران پژوهش‌های کاربردی و دقیق انجام شود. همچنین می‌بایست به توسعه بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار توجه داشت. سرمایه‌گذاران در این نوع اوراق بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی و دسته خاصی از سرمایه‌گذاران هستند که می‌بایست به ایفای نقش فعال در بورس تشویق و ترغیب شوند. به عنوان نمونه می‌توان به صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت^۱ اشاره کرد. در شهریور سال ۱۳۹۵، حد نصاب سرمایه‌گذاری صندوق‌های با درآمد ثابت در بورس ۱۵ درصد بود که تا آبان ۱۳۹۷ این حد نصاب به ۲۵ درصد رسید. اوایل سال ۱۳۹۹ این حد نصاب ۱۰ درصد تعیین شد و در نیمه سال به ۵ درصد کاهش یافت. در سال ۱۳۹۹ در مجموع بیش از ۱۲۵ هزار میلیارد تومان اوراق دولتی با درآمد ثابت به فروش رسید که سهم بانک‌ها از خرید این اوراق ۵۰ درصد بود.^۲ این وضعیت در روزهای پایانی سال ۱۳۹۹ تغییر کرد و هم‌زمان با کاهش عرضه اوراق دولتی در بورس، صندوق‌های درآمد ثابت ملزم شدند میزان سرمایه‌گذاری‌شان در سهام را افزایش بدهند.

^۱ این صندوق دارای یک نوعی از سودآوری معین و تقریباً مطمئن و تضمین‌شده است. این صندوق‌ها همواره موظف به سرمایه‌گذاری عمده بر روی اوراق گوناگون دولتی هستند. به همین جهت درصد سود کمتر البته با ریسک اندک برای فرد سرمایه‌گذار به همراه دارند. ۵ صندوق پربازده درآمد ثابت در سال ۹۹ عبارتند از: صندوق نیکوکاری کشتی ورزش ملی ایران (بازدهی سالانه: ۱۰۰ درصد)، صندوق نیکوکاری دانشگاه الزهراء (بازدهی سالانه: ۶۲ درصد)، صندوق سرمایه‌گذاری گنجینه الماس بیمه دی (بازدهی سالانه: ۵۹ درصد)، صندوق مشترک البرز (بازدهی سالانه: ۵۹ درصد)، صندوق پاداش سرمایه بهگزین (بازدهی سالانه: ۵۲ درصد). باید به این نکته توجه داشت که بازدهی بالای این صندوق‌ها نسبت به صندوق‌های درآمد ثابت دیگر، به این دلیل بوده است که این صندوق‌ها نسبت بیشتری از سرمایه‌شان را در بازار بورس سرمایه‌گذاری کرده‌اند و همراه با رشد عمومی بازار در سال ۹۹، این صندوق‌ها هم بازدهی قابل توجهی داشته‌اند.

به طور کلی به نظر می‌رسد محدوده تعادلی برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های درآمد ثابت در بورس حدود ۱۵ درصد باشد. فرایندی که می‌تواند برای کلیت بازار بورس هم مثبت باشد.

سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها، به نحو فزاینده‌ای به اوراق بهادار بیمه‌ای و پذیرش ریسک‌های مرتبط با آن علاقه‌مند شده‌اند، زیرا این گونه اوراق بهادار، سرمایه‌گذار را با نوع خاصی از ریسک‌های بیمه مواجه می‌سازد و از آنجایی که وجوه این سرمایه‌گذاران در یک شرکت مورد اعتماد نگهداری می‌شود، از این رو سرمایه‌گذاران با هیچ گونه ریسک طرف معامله روبرو نیستند. با توجه به مزایای بهادارسازی بیمه زندگی باید گفت این اوراق بهادار می‌تواند به عنوان جانشینی برای این صندوق‌ها معرفی شود و پتانسیل رشد این بازار می‌تواند برابر با میزان گردش مالی صندوق در نظر گرفته شود.

علاوه بر این، می‌بایست فرآیندها و حجم بازار سرمایه به منظور عملیاتی نمودن این ابزار، توسعه مناسبی داشته باشد. یکی دیگر از زیرساخت‌های لازم برای توسعه این ابزارها زیرساخت‌های حقوقی و قانونی است. در کشورهای پیشرفته و کشورهایی که انتشار این نوع اوراق اجرایی شده است، قوانین و نظام حقوقی مستحکمی بر ابزارهای مالی و به خصوص ابزارهای نوین حکومت می‌کند. چارچوب حقوقی مالی یکی از ضعف‌های اصلی بورس‌های توسعه نیافته است و نقش بسیار مهمی در توسعه و پیشگیری از فساد و اثرات سوء احتمالی دارد.

۸- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

امروزه صنعت بیمه یکی از عمده‌ترین نهادهای اقتصادی محسوب می‌شود. بیمه از یک سو نهادی مالی است که در تقویت بنیه اقتصادی جامعه نقش اساسی دارد و از دیگر سو، با ایجاد امنیت و اطمینان، زمینه گسترش فعالیت‌های تولیدی را فراهم می‌سازد. این نهاد به مردم کمک می‌کند تا ریسک‌های خطرانی که در زندگی با آن مواجه هستند، کاهش یابد. امروزه صنعت بیمه در سراسر جهان در حال تحول است زیرا استراتژی‌های جدید مدیریت ریسک در حال تدوین و ابزارهای مالی جدیدی برای تکمیل و یا جایگزینی محصولات سنتی بیمه ایجاد شده است. در این راستا، شرکت‌های بیمه می‌توانند تا حدی ریسک بپذیرند و از آن حد به بعد مجبور هستند به بیمه اتکایی روی آورند. اما درجایی ممکن است بیمه اتکایی کافی نباشد و انتقال ریسک را می‌توان از طریق بهادارسازی بیمه‌نامه‌ها و فروش آن‌ها در بازار سرمایه انجام داد. اوراق بهادار یکی از ابزارهای مهم مدیریت ریسک مالی مورد استفاده شرکت‌های بیمه‌ای است و موجب ارتباط مستقیم بین صنعت بیمه و بازار سرمایه می‌شود. در این میان، بیمه زندگی در بین انواع رشته‌های بیمه از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. زیرا در بیمه زندگی، طول مدت بیمه، اغلب از یک سال بیشتر است و حتی در مواقعی تمام مدت زندگی بیمه‌گذار را

شامل می‌شود. در این راستا، صنعت بیمه به‌منظور بهره‌گیری از مزیت‌های بیمه‌های زندگی (ماهیت بلندمدت بودن آن و ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و همچنین اجتناب از اثر سوء فاصله زمانی طولانی بین ایفای تعهدات و پرداخت حق بیمه، ابزارهای و راهکارهای مختلفی به کار گرفته است. یکی از ابزارهایی که به‌منظور بهره‌گیری از ظرفیت بیمه‌های زندگی، استفاده می‌شود، استفاده از اوراق بهادار بیمه‌های زندگی است.

در حال حاضر این اوراق بهادار در جهان به نحو گسترده‌ای در حال استفاده‌اند. اوراق بهادار بیمه زندگی ابزاری است که باعث افزایش نقدشوندگی بیمه‌نامه‌های زندگی و در نتیجه مدیریت اثر سوء پایین بودن نقد شوندگی این بیمه‌نامه‌ها بر تقاضا می‌گردند. «بهادارسازی بیمه زندگی» می‌تواند با شرایط اقتصادی ایران سازگاری بالایی داشته باشد و در صورت استقبال بالا برای بیمه‌گر نیز سودآور شود.

با توجه به ضرورت طراحی و کاربرد ابزارهای نوین مالی جهت پیشبرد هدف‌های توسعه‌ای کشور، انتشار این نوع اوراق بهادار بیمه‌ای جهت ارتباط هر چه بیشتر بازار بیمه و بازار سرمایه و انتقال ریسک بیمه به بازار سرمایه امری ضروری به نظر می‌رسد. همچنین با توجه به ممنوعیت انتشار اوراق قرضه و حرمت ربا از دیدگاه شرع مقدس، به‌کارگیری اوراق بهادار بیمه (زندگی) آن‌گونه که در اقتصادهای متعارف منتشر می‌شود، قابل انتشار در بازارهای مالی اسلامی نیست. از جمله راهکارهای پیشنهادی برای انتقال ریسک بازار بیمه به بازار سرمایه استفاده از قابلیت‌های اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است.

اوراق بهادار بیمه زندگی در ایران سابقه اجرایی ندارد و یک پدیده جدید و جذاب برای سرمایه‌گذارها محسوب می‌شود. علاوه بر مطالب بیان شده، از آنجاییکه در حال حاضر، افراد تمایل به سرمایه‌گذاری در بازارهای غیرمولد (مسکن و طلا و...) دارند و همین مساله باعث عدم استقبالشان از بیمه زندگی شده است، «بهادارسازی بیمه زندگی» می‌تواند این نقص را برطرف سازد. با اجرایی کردن این ابزار جدید، صنعت بیمه ایران می‌تواند از ظرفیت‌های بازار سرمایه برای تأمین مالی و پوشش ریسک‌های خود بهره‌برد و ضریب نفوذ خود را گسترش دهد. هم‌زمان بارونق در بازار سرمایه، نقدینگی بیشتری جذب این بازار شود و تورم افسارگسیخته کنترل شود.

فهرست منابع

- ۱) پورا بر ایهیمی، ع.، بابالویان، ش.، ساده‌وند، م. ج.، (۱۳۹۵)، اوراق بهادار سازی ریسک محصولات شرکت‌های بیمه عمر و بلایای طبیعی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال پنجم، شماره هجدهم.
- ۲) توحیدی، م.، و اسمعیلی، ح. ر.، (۱۳۹۲)، ارتباط صنعت بیمه و بازار سرمایه از طریق تبدیل ریسک‌های بیمه‌ای به اوراق بهادار، مدیریت توسعه و پژوهش بورس اوراق بهادار تهران.
- ۳) دهقان، ع.، فهیمی، ع.، فرنیاء، پ.، (۱۳۹۷)، اوراق بهادار سازی بیمه بلایای طبیعی در صنعت بیمه ایران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال هفتم، شماره بیست و هفتم.
- ۴) زندیه، و.، زندیه، س.، (۱۳۹۴)، جایگاه اوراق بهادار سازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادار سازی در ایران)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال چهارم، شماره شانزدهم.
- ۵) سلیمان نسب، ز.، و خوش سیما، ر.، (۱۳۹۴)، شناسایی عوامل موثر بر موفقیت مدیریت ریسک در صنعت بیمه، پنجمین کنفرانس ملی و سومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت، تهران.
- ۶) سیفلو، س.، (۱۳۹۰)، بررسی امکان انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای بر روی ریسک‌های بخش انرژی، چهارمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران.
- ۷) سیفلو، س.، (۱۳۹۱)، تبدیل به اوراق بهادار کردن بیمه عمر: روشی نوین در افزایش تقاضای بیمه‌های عمر بلندمدت، بیست و سومین همایش ملی و سومین سمینار بین‌المللی بیمه و توسعه، تهران.
- ۸) سهامیان مقدم، ج.، نظری، م.، حسن‌قلی، پ.، سوری، ط.، قالیباف‌اصل، ح.، (۱۳۹۷)، طراحی چهارچوب سیاست‌گذاری افزایش ظرفیت قبولی بیمه اتکایی با استفاده از اوراق حوادث فاجعه آمیز در صنعت بیمه، پژوهش‌های اقتصاد پولی، مالی دوره جدید، سال بیست و ششم، شماره ۱۸.
- ۹) عسگری، م. م.، حسینی، س. ع.، سیفلو، س.، (۱۳۹۵)، بررسی فقهی اوراق بهادار بیمه‌ای (با رویکرد موضوع شناختی)، پژوهشنامه بیمه، سال سی و یکم، شماره ۱، شماره مسلسل ۱۲۱.
- ۱۰) قنبرزاده، م.، (۱۳۹۸)، شناسایی و بررسی محصولات بیمه‌های زندگی در کشورهای منتخب، بیست‌وششمین همایش ملی بیمه و توسعه، تهران.
- ۱۱) گودرزی، آ.، کرکه‌آبادی، ع.، (۱۳۹۶)، تحلیل ریسک‌ها و پوشش بهینه بیمه عمر و سرمایه‌گذاری: یک مدل تقاضای فردی بیمه، بررسی‌های بازرگانی، شماره ۸۲ و ۸۳.
- ۱۲) مهدوی، غ.، افقی، ر.، عابد، م.، (۱۳۹۴)، بررسی اثر ریسک‌گریزی بر بازرخرد بیمه نامه‌های عمر مطالعه موردی (بازار بیمه عمر ایران)، پژوهشنامه بیمه، سال سی‌ام، شماره ۳، شماره مسلسل ۱۱۹.
- ۱۳) میرطاهر، س. م. ج.، یارسرشار، م.، (۱۳۹۵)، اوراق بهادار سازی بیمه‌ها در صنایع پیشران (مبتنی بر ساختار اوراق مالی اسلامی)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال پنجم، شماره نوزدهم.

۱۴) نظریور، م.، خزایی، ا.، (۱۳۹۲)، طراحی صکوک مشارکت جهت انتقال ریسک شرکت‌های بیمه به بازار سرمایه، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال دوازدهم، شماره ۴۷.

۱۵) نیاکان، ل.، (۱۴۰۰)، ساختار صنعت بیمه و سیاست‌های تنظیمی برای جلوگیری از انحصار و تقویت رقابت، پژوهشکده بیمه، گزارش پژوهشی، شماره ۹۹.

- 16) Albertini, I. & Barrieu, (2009), The Handbook of Insurance-Linked Securities, Wiley Finance, UK.
- 17) Anshuman, A., Sonal G. and Udbhav, G. (2009), Securitization in the life insurance industry. 10th Global Conference of Actuaries.
- 18) Anshuman, A., Sonal, G., Udbhav, G., (2007), Securitisation in the life insurance industry, 10th Global Conference of Actuaries.
- 19) Cummins, J. D., (2004), "Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities", working paper, The Wharton School, university of Pennsylvania, pp. 2.
- 20) Fery, A., Kirova, M., & Schmidt, C., (2009), The role of indices in transferring insurance risks to the capital markets, Sigma, no.4.
- 21) OECD, (2020), Global Insurance Market Trends.
- 22) Helfenstein, R., & Holzheu, T., (2006), Securitization-new opportunities for insurers and investors, Sigma, no.7.
- 23) ILS Annual Report, (2020), Alternative Capital: Growth Potential and Resilience
- 24) Oi San, Choo, (2011), Life insurance securitization, asia pacific matters, issue 01.
- 25) Gorvett, R. W., (1999), Insurance Securitization: The Development of a New Asset Class, Casualty Actuarial Society "Securitization of Risk" Discussion Paper Program.
- 26) Rizvi, S., (2017), Securitisation in India – the second coming, LinkedIn.
- 27) Scott, M., (2016), Are Life Insurance Linked Securities an emerging standalone asset class?, Schroders
- 28) Mitchell, S., Manning, K., Phelan, E., (2017), Insurance-linked securities in the life industry, Insurance-linked securities from Schroders.