

# طراحی صکوک مشارکت جهت انتقال ریسک شرکتهای بیمه به بازار سرمایه

تاریخ تأیید: ۱۳۹۲/۳/۲۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۵/۱۷

محمدنقی نظریپور\*

ایوب خزایی\*\*

۱۳۱

## چکیده

تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار به عنوان یکی از روش های انتقال ریسک همواره مورد توجه صنعت بیمه است. به جای اینکه بیمه گر ریسک مورد تعهد خود را به یک بیمه گر اتکایی در داخل صنعت بیمه انتقال دهد، این ریسک را در بازار سرمایه مورد مبادله قرار می دهد؛ البته چنان که این ریسک به بیمه گر اتکایی منتقل شود، بیمه گر اتکایی نیز در صورت تمایل می تواند به انتشار اوراق بهادار بیمه ای کند.

اوراق بهادار بیمه ای متعارف به علت ماهیت ربوی، در کشورهای اسلامی کاربرد ندارند. بر این اساس باید به دنبال یافتن جایگزینی برای این اوراق بود. مقاله پیش رو به روش توصیفی و با استفاده از منابع کتابخانه ای به دنبال اثبات این فرضیه است که با استفاده از قابلیت های صکوک می توان نوع جدیدی از اوراق بهادار بیمه ای معرفی کرد که ضمن سازگاری با اصول بازار سرمایه اسلامی، کارکردی مشابه با اوراق متعارف جهت انتقال ریسک شرکت های بیمه به بازار داشته باشد. نتیجه های حاصله بیانگر این است که با استفاده از عقد شرکت و از راه مشارکت خریداران اوراق در ارائه پوشش بیمه ای به بیمه گذاران و از طرفی شراکت در سودوزیان ناشی از پوشش بیمه ای ارائه شده، می توان اوراقی به نام صکوک مشارکت بیمه ای طراحی کرد که دارندگان اوراق به صورت مشترک بیمه اتکایی را عهده دار شوند.

**واژگان کلیدی:** تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها، انتقال ریسک، بیمه، مشارکت.

طبقه بندی JEL: G10, G22

## مقدمه

تنوع انواع گوناگون ابزارها و نهادهای مالی موجبات تسهیل ارتباط میان متقاضیان و عرضه‌کنندگان منابع مالی در نظام اقتصادی را فراهم آورده و به تخصیص مطلوب آنها در پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌انجامد. امروزه در کشورهای گوناگون دنیا به‌منظور پدیدساختن انگیزه در میان صاحبان سرمایه و کاهش ریسک‌های احتمالی از تخصیص منابع آنها در امور متعدد، انواع گوناگون ابزارهای مالی ابداع و در قالب نهادهای مختلف در اختیار متقاضیان سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد. این امر در تجهیز منابع و رفع کمبودها و نقصان‌های مالی بنگاه‌ها و سازمان‌های متقاضی سرمایه کمک مؤثری کرده و به شکوفایی اقتصاد کشورها می‌انجامد (رحیمی‌فر و نقیبی، ۱۳۸۲، ص ۱۲۵).

اگرچه صنعت تأمین مالی به‌ویژه در کشورهای توسعه‌یافته رشد فوق‌العاده‌ای دارد، بی‌تردید با توجه به ملاحظه‌های شرعی تمام این ابزارها در جامعه اسلامی قابل پیاده‌شدن نیستند زیرا بازارهای مالی دنیا به‌طور عمده براساس نرخ بهره کار می‌کنند و دارایی‌ها و بدهی‌ها به‌وسیله نرخ بهره تعدیل می‌شوند (صالح‌آبادی، ۱۳۸۵، ص ۱۱).

ظهور بازار سرمایه اسلامی متمایز که ساختار محصولات و فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن مطابق شریعت اسلامی باشد، پیامد پیشرفت طبیعی صنعت خدمات مالی اسلامی است. انتشار موفقیت‌آمیز اوراق بهادار اسلامی در مناطق گوناگون جهان باعث شده است که این اوراق به منبع تأمین مالی جایگزین تبدیل و به‌وسیله بسیاری از کشورها و شرکت‌ها استفاده شود (همان، ص ۲۹).

از این‌رو گرچه لازم است از تجربه‌های کشورهای موفق برای ابزارسازی و تنوع‌بخشی به آن سود جست اما ضروری است بازار سرمایه متناسب با ساختار و مکتب اقتصادی جامعه شکل گیرد و پیش از صدور مجوز برای ظهور ابزار خاصی باید جایگاه و کارکرد آن را در بازار به خوبی تبیین کرد زیرا هر ابزاری پاسخ‌گوی نیازی ویژه در بازار سرمایه است. افزون بر این، این ابزارها باید متناسب با شریعت اسلامی به‌گونه‌ای مناسب طراحی شود تا به خوبی عهده‌دار نقل و انتقال وجوه باشد.

یکی از ابزارهای مالی که در بازارهای مالی دنیا به صورت گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرد، اوراق بهادار بیمه‌ای است. سابقه انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای به طوفان اندریو (Andrew) در سال ۱۹۹۲ و زمین‌لرزه کالیفرنیا در سال ۱۹۹۴ برمی‌گردد. یکی از راهکارهای پیشنهادی برای مقابله با خسارت‌های به بار آمده، انتقال ریسک‌های ناشی از این حادثه‌ها به بازار سرمایه بود. در این زمان، در کنار طیف وسیعی از ابزارهای مالی و مشتقات بیمه‌ای مانند معامله‌های سلف، قراردادهای معاوضه‌ای (Swap) و قراردادهای اختیاری، برای نخستین بار اوراق بهادار بیمه‌ای طراحی و به بازار عرضه شد.

این اوراق به انتقال ریسک بازار بیمه به بازار سرمایه انجامیده و به جای این‌که بیمه‌گر ریسک مورد تعهد خود را به بیمه‌گر اتکایی در داخل صنعت بیمه انتقال دهد، آن را به بازارهای سرمایه وسیع‌تری انتقال می‌دهد. از راه انتشار این اوراق بهادار افزون بر انتقال ریسک، ذخیره‌های مورد نیازی که بیمه‌گر جهت جبران خسارت‌های وارده به بیمه‌گذاران باید نگه‌داری کند را کاهش داده و به وی این اجازه را می‌دهد که کسب‌وکار جدیدی را راه‌اندازی کند. از سوی دیگر، خریداران اوراق نیز جریان درآمدی با نسبت مطلوبی از ریسک - بازده را دریافت می‌کنند اما این اوراق به علت ماهیت ربوی که دارند، در بازارهای مالی کشورهای اسلامی کاربرد نداشته و باید مورد مهندسی مجدد قرار گیرند؛ به گونه‌ای که افزون بر حفظ ویژگی‌ها و کارکردهای مطلوبی که در اقتصاد دارند، الزامات شرعی نیز در آنها رعایت شده باشد. مقاله پیش‌رو به روش توصیفی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، به دنبال اثبات این فرضیه است که با استفاده از قابلیت‌های صکوک می‌توان نوع جدیدی از اوراق بهادار بیمه‌ای معرفی کرد که ضمن سازگاری با اصول بازار سرمایه اسلامی، کارکردی مشابه با اوراق متعارف جهت انتقال ریسک شرکت‌های بیمه به بازار سرمایه داشته باشد.

مقاله پیش‌رو ضمن ارائه پیشینه‌ای از مطالعه‌های انجام‌شده درباره اوراق بهادار بیمه‌ای، ابتدا به بررسی ماهیت اوراق بیمه‌ای متعارف پرداخته و آن‌گاه به چگونگی شکل‌گیری اوراق بهادار بیمه در بازارهای مالی اسلامی پرداخته و صکوک مشارکت بیمه‌ای را به عنوان جایگزینی برای اوراق متعارف معرفی می‌کند. سرانجام نیز پس از بررسی بازار ثانویه اوراق پیشنهادی، به جمع‌بندی نتیجه‌های تحقیق خواهد پرداخت.

## پیشینه و ادبیات موضوع

تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار موضوعی است که از اواسط دهه ۱۹۹۰ مطرح شد. این شیوه، تحول بسیار مهمی در فرایند توسعه بازار سرمایه و نیز صنعت بیمه شمرده شده و به همگرایی این دو بازار انجامیده است (میرمطهری، ۱۳۸۰، ص ۱۴۹). گرچه چند دهه از انتشار اوراق بیمه‌ای در بازارهای مالی جهان گذشته است، در ایران نه تنها اقدامی درباره انتشار این اوراق صورت نپذیرفته بلکه مطالعه‌های امکان‌سنجی انتشار این اوراق نیز با توجه به الزامات شرعی به این سمت سوق نیافته است. در ادامه برخی از مطالعه‌های انجام‌شده در این باره آورده شده است:

عبده تبریزی (۱۳۸۰) در مقاله‌ای با عنوان «نقش صنعت بیمه در بازارهای سرمایه جهانی‌شده» ضمن اشاره به جهانی‌شدن صنعت بیمه و همگرایی بیمه و بازار سرمایه، روندهای عمده در صنعت بیمه را مورد توجه قرار داده است. وی به معرفی اجمالی محصولات جدیدی مانند انتقال ریسک بدیل (ART)، ابزارهای مشتقه و تبدیل به اوراق بهادار کردن پرداخته است که درباره بازار سرمایه هستند.

ثبات (۱۳۸۰) در مقاله‌ای با عنوان «تبدیل ریسک‌های بیمه‌شده به اوراق بهادار» ضمن تبیین علل اقتصادی تبدیل این ریسک‌ها به اوراق بهادار، به دنبال بیان این موضوع است که این روش از یک سو فرصت تازه‌ای برای سرمایه‌گذاران بازارهای مالی فراهم می‌آورد و از سوی دیگر، به صنعت بیمه امکان افزایش ظرفیت پوشش ریسک را می‌دهد. وی سرانجام مدلی برای تبدیل ریسک‌های بیمه‌شده به اوراق بهادار معرفی می‌کند؛ به این صورت که ابتدا شرکت بیمه در ازای دریافت مبلغی به‌عنوان حق بیمه از مشتریان خود به آنها بیمه‌نامه واگذارده و آن‌گاه در برابر پرداخت مبلغی به‌عنوان حق بیمه اتکایی، بیمه‌نامه‌های خود را نزد شرکت بیمه‌گر اتکایی بیمه می‌کند. در این مرحله، شرکت بیمه‌گر اتکایی به انتشار اوراق مشارکت بیمه‌ای بر پایه عقد شرکت اقدام کرده و در ازای دریافت مبلغی، خریداران اوراق را در ریسک خود شریک می‌کند. در پایان نیز در صورتی که خسارتی رخ ندهد دارندگان اوراق، سود و اصل سرمایه خود را دریافت می‌کنند.

میرمطهری (۱۳۸۰) در مقاله‌ای تحت عنوان «نقش مؤسسات بیمه در بازار سرمایه» ضمن اشاره به شیوه‌های متعارف سرمایه‌گذاری و تبدیل به اوراق بهادار کردن و نیز تبدیل به

اوراق بهادار کردن ریسک بیمه جهت عرضه در بازار سرمایه و کاهش ریسک مؤسسه‌های بیمه، ضرورت توسعه ابزارهای مالی مرتبط با بیمه و تأثیر توسعه این ابزارها بر کارایی مؤسسه‌های بیمه را مورد تأکید قرار می‌دهد.

نمن/الحسینی و جعفری (۱۳۸۱) در مقاله‌ای تحت عنوان «راهکارهای بازار سرمایه برای بیمه حوادث فاجعه‌آمیز» به علل ضعف بازار بیمه خصوصی برای بیمه‌کردن حادثه‌های فاجعه‌آمیز و برخی از راه‌حل‌های دولتی آن پرداخته‌اند. در این تحقیق علت اصلی ضعف این بازار به ناتوانی شرکت‌های بیمه در تأمین سرمایه مورد نیاز برای مقابله با خسارت‌های بزرگ نسبت داده شد. در این باره مواردی مانند محدودیت‌های حسابداری در پدیدساختن ذخیره خسارت، فقدان انگیزه‌های مالیاتی برای ذخیره‌گیری، هراس مدیریت از تبدیل دارایی شرکت‌ها به موجودی بزرگ نقدی آزاد و بی‌میلی قانون‌گذاران به نگهداری وجوه نقد عظیم شرکت‌های بیمه بررسی شد. نیز راهکارهای مواجهه با حادثه‌های فاجعه‌آمیز در جهان بررسی و راهکار مناسب برای ایران پیشنهاد شده است.

/یزدی (۱۳۸۴) در تحقیقی با عنوان «مزایای اوراق قرضه مرتبط با بیمه برای بیمه‌گران اموال/ حوادث» منافع اوراق بهادار بیمه‌ای در مدیریت ریسک را برای شرکت‌های بیمه اموال و حادثه‌های مورد مطالعه قرار داده است.

عامل (۱۳۸۵) در مقاله «انتقال ریسک به بازارهای سرمایه»، ضمن ارائه تاریخچه‌ای از چگونگی تبدیل ریسک‌های بیمه به اوراق بهادار، چگونگی انتقال ریسک بیمه به بازار سرمایه از راه انتشار اوراق قرضه را تشریح می‌کند. وی در ادامه مشتقات بیمه و سرمایه‌های احتیاطی را به‌عنوان دیگر ابزارهای انتقال ریسک بیمه مورد بررسی قرار می‌دهد.

تهرانی و همکاران (۱۳۸۷) در مقاله «اوراق بهادار سایدکار (Sidecars) ابزاری نوین برای تأمین مالی شرکت‌های بیمه در توسعه بازار بیمه جهانی» به معرفی اوراق بهادار سایدکار به‌عنوان یکی از انواع اوراق بهادار بیمه‌ای پرداخته‌اند. در این مطالعه اوراق سایدکار معرفی شده و بُعدهای ساختاری آنها بررسی شده و منافعشان برای سرمایه‌گذاران، ناشران و طرفین گوناگون این اوراق مورد بررسی قرار گرفته است.

صادقی‌دمنه و کلانتری (۱۳۸۸) در مقاله «نقش و جایگاه مشتقات و ابزار مالی در توسعه بازار بیمه جهانی» به معرفی اجمالی انواع مشتقات مالی رایج در بازارهای سرمایه پرداخته،

نقش مشتقات مالی به عنوان منبع کسب درآمد و پدیدآورنده پوشش برای ریسک‌های بیمه‌ای را تشریح می‌کنند سپس ضمن معرفی ابزارهای مالی رایج مورد استفاده در صنعت بیمه جهانی، شرح مختصری از سازوکار این ابزار همراه با مزیت‌ها و عیب‌های هر ساختار ارائه شده است. سرانجام پس از بررسی اجمالی پتانسیل بازار سرمایه و صنعت بیمه ایران، پیشنهادهایی جهت توسعه صنعت بیمه ارائه شده است.

الهی و رضایی مقدم (۱۳۸۸) در مقاله «بررسی ماهیت و کارکردهای مشتقات بیمه و ضرورت به کارگیری آنها در صنعت بیمه» به معرفی مشتقات بیمه‌ای مانند سوآپ‌های حادثه‌های فاجعه‌آمیز، حق تقدم‌های خسارت صنعت (Industry loss Warranties) و اختیار معامله‌های PCS پرداخته و بین این مشتقات و بیمه اتکایی مقایسه کرده‌اند. نیز در این تحقیق تجربه دو کشور آمریکا و انگلیس در به کارگیری این مشتقات مقایسه شده و ضرورت‌های به کارگیری این ابزارها در صنعت بیمه نیز مورد اشاره قرار گرفت.

سیف‌لو (۱۳۸۸) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق بهادار بیمه‌ای» به بررسی این اوراق پرداخته و مدل اوراق بهادار بلایای طبیعی به عنوان رایج‌ترین نوع این اوراق را تشریح کرده است. بمان‌پور (۱۳۹۰) در گزارش «اوراق بهادار بیمه‌ای (فرصتی نو برای بیمه‌گران و سرمایه‌گذاران)»، مقاله‌ای از سری مقالات سیگما را ترجمه، به روزرسانی و بسط و گسترش داد. ویژگی مقاله این است که با تمرکز بر انگیزه‌های شرکت‌های حامی به کنکاش در دستاوردهای بازارهای اوراق قرضه زندگی و نیز اوراق قرضه اموال و حوادث پرداخته، روندهای اخیر بازار برای اوراق بهادار بیمه‌ای را روشن ساخته و به دنبال کشف انگیزه‌ها و منافع سرمایه‌گذاران است. سرانجام اشاره‌ای به چشم‌انداز توسعه این بازارها برای اوراق بهادار بیمه‌ای و محصولات مرتبط با آن دارد.

قالیباف اصل، موسویان، دقیقی اصلی و حسینی پور (۱۳۹۰) در مقاله «صکوک و کالت بیمه‌ای برای پوشش ریسک حوادث فاجعه‌آمیز» ضمن بررسی تاریخچه انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای و تبیین ماهیت آن در کشورهای دیگر از راه مصاحبه با ۱۰ نفر از خبرگان صنعت بیمه و بازار سرمایه و با استفاده از تحلیل تم، صکوک و کالت بیمه‌ای را به عنوان اوراق بهادار اسلامی جهت پوشش ریسک بیمه‌ای حوادث فاجعه‌آمیز معرفی می‌کنند.

مشاهده می‌شود که هیچ‌یک از مطالعه‌های انجام‌شده راهکار مشخصی برای بهره‌گیری از این ابزار تأمین مالی و انتقال ریسک به بازار سرمایه ایران ارائه نکرده‌اند و به‌طور عمده به تبیین ویژگی‌های اوراق بهادار بیمه‌ای متعارف، ضرورت‌ها و مزیت‌های بهره‌گیری از آن‌ها پرداخته‌اند. در صورتی که زمانی می‌توان به انتشار این اوراق بهادار در بازار سرمایه کشور امیدوار بود که چگونگی به‌کارگیری اوراق در بازار براساس قراردادهای شرعی و مطابق با اصول بازار سرمایه اسلامی تبیین شود. فقط در مطالعه *قالیباف/اصل، موسویان، دقتی/اصلی و حسنتلی‌پور (۱۳۹۰)* است که نوعی از اوراق بهادار بیمه‌ای تحت عنوان صکوک وکالت بیمه‌ای معرفی شده است. در مقاله *ثبات (۱۳۸۰)* نیز به‌صورت گذرا به این موضوع اشاره شده که اوراق بهادار بیمه‌ای می‌تواند در قالب مشارکت منتشر شود اما بعدها و چگونگی کاربرد آن به‌صورت کامل تشریح نشده است. مقاله پیش‌رو با هدف ارائه روشی برای انتشار این اوراق در بازار سرمایه کشور به‌گونه‌ای با موازین شرعی مغایرت نداشته باشد، نگاشته شده و درصدد است با ارائه راهکارهایی خلأ ناشی از عدم انتشار ریسک بازار بیمه به بازار سرمایه را پر کند.

### تبیین اجمالی عقد بیمه

بیمه در لغت به معنای ایمن‌داشتن جان و مال از خطرهای احتمالی است. به‌نظر می‌رسد کلمه بیمه از واژه بیم مشتق شده باشد (عرفانی، ۱۳۷۱، ص ۹). در ماده ۱ قانون بیمه مصوب ۱۳۱۶/۰۲/۱۷ مجلس شورای ملی در تعریف بیمه آمده است: «بیمه عقدی است که به سبب آن یک طرف تعهد می‌کند در ازای پرداخت وجه یا وجوهی از طرف دیگر در صورت وقوع یا بروز حادثه خسارت وارده بر وی را جبران کرده یا وجه معینی بپردازد». بیمه به معنای اصطلاحی آن «نوعی معامله و قرارداد است که تعهدی را برای طرفین قرارداد بیمه‌الزامی می‌کند و در حقیقت نوعی تأمین و تعهد در پرداخت خسارت است» (جمالی‌زاده، ۱۳۸۰، ص ۲۴).

در عقد بیمه، متعهد را بیمه‌گر (بیمه‌کننده) و طرف دیگر را بیمه‌گذار (بیمه‌شونده) گویند. بیمه‌گر و بیمه‌گذار باید شرایط عمومی طرفین عقد (مانند بلوغ، عقل، قصد، اختیار، عدم حجر به‌علت سفه و ورشکستگی) را داشته باشند (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۴۷).

قراردادهای بیمه اشخاص به محض انعقاد، حاوی دو تعهد است که یکی الزام بیمه‌گذار به پرداخت حق‌بیمه‌های مقرر در قرارداد است به شرطی که طرفین شرایط خاصی را جهت ایفای تعهدها در نظر نگرفته باشند و از طرف دیگر نیز بیمه‌گر متعهد است که در برابر حق‌بیمه‌هایی که دریافت می‌کند اگر حادثه مورد پوشش بیمه رخ دهد، تعهدهای خود را که در قرارداد پذیرفته است، اجرا کند.

درباره بیمه‌گر پدیدساختن تعهد منوط به تحقق امری دیگر در خارج است پس قرارداد از لحاظ بیمه‌گر معلق خواهد بود. درباره نوع تعلیق نیز باید توجه داشت که تعلیق در اثر است نه در انشاء زیرا «در تعلیق در انشاء در حقیقت وقوع عقد را وابسته به امر دیگری می‌کنیم اما تعلیق در اثر به مفهوم وابسته‌کردن جریان اثر حقوقی عقد به امر دیگری است» (شهیدی، ۱۳۷۷، ص ۶۴). درباره بیمه‌گذار نیز تعهدی که برای بیمه‌گذار پدید می‌آید منوط به امر دیگری نیست و پس از انعقاد قرارداد بر ذمه متعهد که همان بیمه‌گذار است، قرار می‌گیرد.

عقد بیمه به‌طور کلی در فقه امامیه، عقدی مستقل شمرده می‌شود. فقیهان امامیه با پذیرش نظریه عدم توقیفی‌بودن عقدها، بر این باور هستند که لزومی ندارد بیمه ذیل عقدهای معین آورده شود چرا که بیمه خود عقدی خاص بوده که احکام و قواعد خاص خود را دارد. از جمله امام خمینی<sup>ع</sup> این عقد را مستقل می‌داند (موسوی‌خمنی، ۱۳۸۳، ص ۴۴۸). شهید مطهری<sup>ع</sup> هم بیمه را عقدی مستقل می‌داند که می‌توان آن را تحت عنوان برخی از عقدهای دیگر نیز مانند صلح یا هبه معوضه به‌کار بست (مطهری، ۱۳۷۲، ص ۲۹۷). بنابراین فقیهان شیعه به مشروعیت عقد بیمه در بیشتر موارد قائل بوده و بر این باور هستند که بیمه با نواهی شرع مخالفت و تعارضی ندارد و نیز منطبق و موافق با اوامر شارع مقدس است (یقینی، ۱۳۷۹، ص ۲۲۲). به این معنا که از عموماتی مانند «اوفوا بالعقود» می‌توان به صحت این عقد تمسک کرد.

بیمه بعد از انعقاد، عقدی لازم است و طرفین عقد نمی‌توانند آن را فسخ کنند مگر به رضایت هر دو طرف (اقاله) یا با وجود شرط ضمنی مبنی بر وجود خیار فسخ برای یکی از طرفین عقد (مطهری، ۱۳۷۲، ص ۲۹۸). در عقد بیمه باید فرد یا مالی که بیمه می‌شود و نیز حادثه‌ای که منظور عقد بیمه است، مشخص شود (مواد ۲ و ۴ قانون بیمه، مصوب ۱۳۱۶ مجلس شورای ملی).



درباره عقد بیمه ممکن است این شبهه پیش آید که این عقد، معاوضه‌ای است میان دو امر مالی؛ از یک طرف حق بیمه‌ای که بیمه‌گزار می‌دهد و از طرف دیگر آن پول احتمالی که بیمه‌گر تعهد کرده در صورت خسارت بپردازد. با این اوصاف دو طرف مبادله، پول می‌شود. اگر واقعاً چنین باشد، این معامله به‌علت اینکه شبیه قمار است (یعنی یک طرف مبادله مجهول است)، براساس اصول فقهی باطل است. حق بیمه‌ای که پرداخت می‌شود، معلوم است اما در مقابل، عوض آن معلوم نیست حتی مشخص نیست که عوض آن را می‌گیریم یا نمی‌گیریم. افرون بر آن به فرض اینکه در طول این مدت خسارتی وارد شود، این خسارت چقدر خواهد بود؟ هم اصل اینکه عوضی در برابر پرداخت حق بیمه می‌گیریم یا خیر؟ این موضوع و هم مبلغش مجهول است اما حقیقت امر این است که بیمه مبادله میان دو پول نیست. بیمه در حقیقت تأمین پیدا کردن از ورشکستگی، تحمل خسارت فراوان، بیچارگی در زمان از کار افتادگی و ... است. آنچه که بیمه‌گر به بیمه‌گزار می‌دهد، خود تأمین بوده و این تعهد ارزش دارد. در برابر این تعهد، بیمه‌گزار حق بیمه می‌دهد. بیمه‌گزار پول می‌دهد که ارزش مادی دارد و بیمه‌گر تعهد. در این معامله به‌علت اینکه در برابر تعهد، پول پرداخت می‌شود چون تعهد امری مشخص است، هیچ‌یک از موانعی که در فقه مسطور است، در این جا وجود ندارد و معامله، معامله صحیحی است؛ بنابراین یکی از مشکلاتی که درباره بیمه هست یعنی شکل مجهول بودن، با این راه حل می‌شود (مطهری، ۱۳۷۲، ص ۳۰۳-۳۰۴).

با توجه به مواردی که درباره استقلال و صحت عقد بیمه ذکر شد، حال باید به دنبال یافتن پاسخی به این پرسش بود که چگونه می‌توان ریسک حاصل از قراردادهای بیمه را مدیریت کرد؟ روش‌های متفاوتی برای این امر وجود دارد که از جمله آنها می‌توان به انتقال ریسک بیمه‌نامه‌ها از راه انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای و انتقال آنها به بازار سرمایه اشاره کرد که در قسمت‌های بعد به‌طور تفصیل به آن پرداخته می‌شود.

پیش از ورود به بحث اصلی، ذکر نکته‌هایی درباره عقد شرکت هرچند به اختصار ضروری است. شرکت در لغت به معنای مخلوط شدن و مزوج شدن اموال است؛ چه این اختلاط و امتزاج به صورت مشاع باشد و چه نباشد. در اصطلاح، اجتماع حقوق مالکان

متعدد در شیء واحد به صورت مشاع را شرکت گویند و آن شیء واحد می تواند عین، ذین، منفعت یا حق باشد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۹۳).

شرکت عقدی است که بین دو یا چند نفر واقع می شود که به صورت شرکت، به معامله و دادوستد می پردازند (همان، ص ۹۴). بنابراین مشارکت را می توان سهم شدن متعاقدين در سودزبان حاصل از موضوع مشارکت به نسبت سهم الشریکه آنان تعریف کرد.

### بررسی ماهیت اوراق بهادار بیمه‌ای متعارف

کثرت وقوع ریسک‌ها و خسارت‌های سنگین از یک سو و محدود بودن ظرفیت بازارهای بیمه برای پذیرش ریسک‌های جدید با سرمایه‌های سنگین از سوی دیگر، باعث شده است که بیمه‌های اتکایی نقش مهمی در بازارهای بیمه ایفا کنند. این امر از راه انتقال بخشی از تعهدهای شرکت‌های بیمه به بیمه‌گران اتکایی و در حقیقت از راه توزیع ریسک در سطح گسترده انجام می‌گیرد؛ بنابراین هدف بیمه‌های اتکایی به نوعی کاهش ریسک است.

بیمه اتکایی یا بیمه مجدد (Reinsurance) عبارت است از آن که بیمه‌گر تمام یا بخشی از خطرهایی که براساس بیمه‌نامه‌های صادره به عهده گرفته یا خواهد گرفت را در ازای پرداخت حق بیمه‌ای به بیمه‌گر دیگر (اتکایی) واگذارد تا در صورتی که خسارت‌هایی واقع شد، بخشی از آن را از بیمه‌گر اتکایی دریافت کند. در حقیقت بیمه اتکایی رابطه‌ای میان دو بیمه‌گر است که یکی بیمه‌گر واگذارنده و دیگری بیمه‌گر اتکایی است. این قرارداد هیچ‌گونه اثر حقوقی بر قرارداد بیمه اولیه ندارد (جباری، ۱۳۷۵، ص ۶۱).

دادوستد ریسک بیمه، شیوه‌ای است که همواره مورد توجه قرار داشته و در حقیقت بیمه اتکایی یا بیمه مجدد، بازاری برای انجام این کار است اما تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار تفاوت ژرفی با روش‌های اتکایی دارد. به این ترتیب که ریسک بیمه تبدیل به اوراق بهادار و از راه خلق و انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه به جای بازار بیمه مبادله می‌شود. به جای این که بیمه‌گر ریسک مورد تعهد خود را به بیمه‌گر اتکایی در داخل صنعت بیمه انتقال دهد، این ریسک را به بازارهای سرمایه وسیع‌تری انتقال می‌دهد البته در صورت انتقال ریسک به وسیله بیمه‌گر به بیمه‌گر اتکایی، بیمه‌گر اتکایی نیز می‌تواند به انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای (Insurance-Linked Securities (ILS)) اقدام کند؛ بنابراین تبدیل ریسک

بیمه‌ای به اوراق بهادار شامل تبدیل جریان نقدی بیمه‌شده به وسیله بیمه‌گر به اوراق بهادار مالی قابل معامله و انتقال ریسک‌های بیمه‌شده به بازارهای سرمایه از راه خرید و فروش این اوراق است.

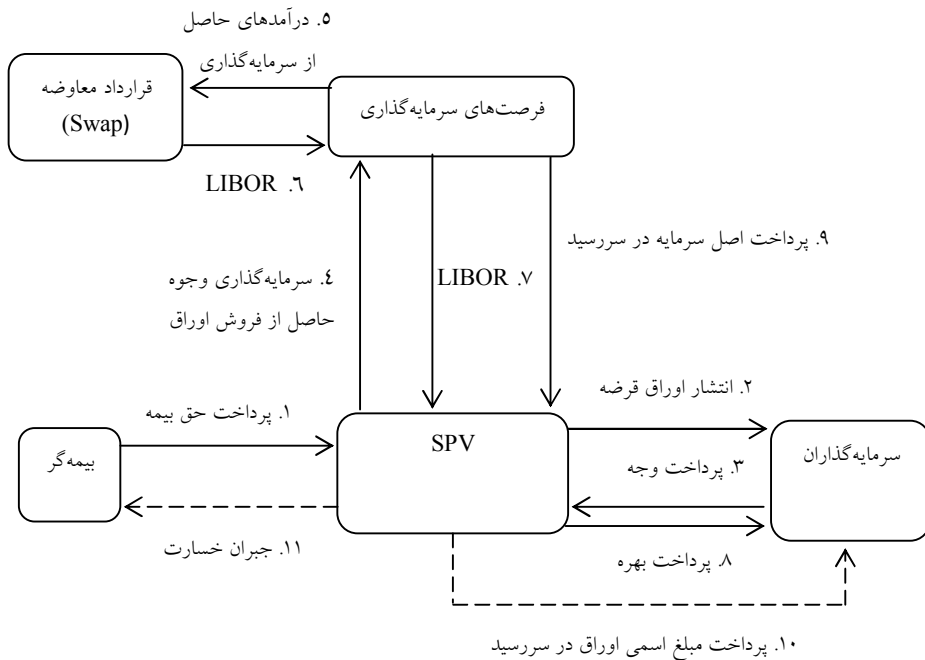
روش کار به این صورت است که مؤسسه بیمه بر مبنای بیمه‌نامه‌هایی که سررسید و ماهیت مشابه دارند، اوراق بهادار منتشر می‌کند. این اوراق می‌تواند به‌طور مستقیم به سرمایه‌گذاران خصوصی فروخته شود یا آن‌که آن را به مؤسسه هدف‌مندی که به این کار اختصاص دارد بفروشد و این مؤسسه نیز آن را در بازار سرمایه عرضه کند. درآمد حاصل از فروش این اوراق نیز صرف سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک می‌شود. به این ترتیب، ریسک بیمه‌نامه‌ها به خریداران اوراق بهاداری که مؤسسه بیمه منتشر کرده است، منتقل می‌شود (میرمطهری، ۱۳۸۰، ص ۱۵۰).

اوراق بهادار بیمه‌ای ریسک را منتقل کرده، ذخیره‌های مورد نیازی که بیمه‌گر جهت جبران خسارت‌های وارده به بیمه‌گذاران باید نگهداری کند را کاهش داده و به وی این اجازه را می‌دهد که کسب‌وکار جدیدی را راه‌اندازی کند. در حقیقت بیمه‌گر هم‌اکنون پولی را در ازای جریان حق بیمه‌های آتی بیمه‌نامه‌های خود دریافت می‌کند. سرمایه‌گذار نیز جریان درآمدی با نسبت مطلوبی از ریسک - بازده را دریافت می‌کند. این جریان درآمدی افزون بر پرداخت‌های بهره‌ای، اصل سرمایه در تاریخ سررسید را نیز شامل می‌شود.

این اوراق افزون بر جذابیت فراوانی که برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه به لحاظ امکانی که برای متنوع‌سازی پرتفوی به آنها می‌دهد دارد، امکان افزایش ظرفیت‌های بیمه‌ای را به شرکت‌های بیمه خواهد داد و به تأمین مالی این شرکت‌ها کمک شایانی خواهد کرد.

ILSها را می‌توان برای انتقال ریسک بیمه‌های بلایای طبیعی، بیمه‌های مسئولیت، بیمه‌های اعتبار و نیز بیمه‌های عمر به‌کار برد. ساختار این اوراق، مشابه فرایند عمومی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی در بازارهای مالی است. در این نوع از اوراق یک ارزش آتی به اوراق بهادار تبدیل شده و تا موقع سررسید مبادله می‌شود اما برای انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای که با منظور انتقال ریسک از بیمه‌گذار به بازار سرمایه منتشر می‌شوند، می‌توان فرایندی عمومی به‌صورت ذیل ترسیم کرد. هر چند ممکن است بسته به مورد

خاص اوراق و رشته بیمه‌ای مورد استفاده و نوع بیمه مورد نظر (مستقیم یا اتکایی) و دیگر شرایط، تفاوت‌هایی در ساختار ذیل پدید آید.



با توجه به شکل، مدل عملیاتی ILS متعارف به صورت ذیل است:  
 بیمه‌گر به تأسیس شرکت واسط (Special Purpose Vehicle (SPV)) اقدام کرده و یک قرارداد انتقال ریسک (قرارداد بیمه اتکایی) با وی منعقد می‌کند. بیمه‌گر در ازای انتقال ریسک بیمه‌نامه‌های خود به SPV به وی حق بیمه پرداخت می‌کند و SPV هم به پشتوانه این قرارداد پوشش ریسک به انتشار اوراق قرضه اقدام کرده و وجوه حاصل از فروش اوراق به همراه حق بیمه دریافتی از بیمه‌گر را صرف سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت با بازدهی بالا (به‌طور عموم اوراق قرضه با رتبه اعتباری بالا) می‌کند.

درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها باید بر مبنای نرخ مرجع مانند نرخ پیشنهادی بین‌بانکی لندن (Libor) باشد. به همین منظور SPV وارد یک معامله سوآپ (Swap) برای تطابق زمانی درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها با بهره‌های پرداختی به خریداران اوراق قرضه می‌شود. به این ترتیب که نرخ بهره درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها طی

قراردادی با نرخ Libor معاوضه شده و از این رو نرخ بهره ثابتی برای خریداران اوراق فراهم می‌آورد. سرانجام در سررسید اوراق اصل سرمایه خریداران را به آنها بر می‌گرداند مگر این که زبانی پیش از سررسید اتفاق بیفتد که باعث شود مبالغی بابت پوشش این زیان به بیمه‌گر پرداخت شود.

قرارداد بیمه اتکایی موجود در این ساختار، به‌طور معمول نوعی قرارداد مازاد خسارت است. اگر خسارت به وقوع نپیوندد، سرمایه‌گذاران در این شرکت در ازای جبران استفاده از وجوهشان و نیز مواجهه با ریسک، بازدهی بر اصل مبلغ را به همراه جریان پرداخت بهره‌ای دریافت می‌کنند اما چنان که حادثه قیدشده در قرارداد اتفاق بیفتد، سرمایه‌گذاران اصل سرمایه، بهره یا هر دوی آن را متضرر خواهند شد. این وجوه برای اجرای قرارداد بیمه اتکایی به خریدار این پوشش حمایتی یا همان واگذارنده منتقل می‌شود (بمان‌پور، ۱۳۹۰، ص ۱۲).

۱۴۳

همان‌طور که ذکر شد، SPV با دو هدف تأسیس می‌شود: ۱. پوشش بیمه‌ای برای شرکت واگذارنده بیمه‌نامه‌ها پدید می‌آورد. ۲. اوراق بهادار بیمه‌ای برای واگذاری به سرمایه‌گذاران منتشر می‌کند. در آغاز دوره انتقال ریسک، SPV منابع را از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری کرده و خود به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های با ریسک پایین اقدام می‌کند یا وجوه را در برابر دریافت نرخ بهره ثابت در شرکت سرمایه‌گذاری، سپرده‌گذاری می‌کند (Canabarro & etc, 1998, p.3).

با توجه به مطالب پیش‌گفته، می‌توان چنین نتیجه گرفت که به‌کارگیری اوراق بهادار بیمه‌ای آن‌گونه که در اقتصادهای متعارف به‌کار گرفته می‌شود با توجه به حرمت ربا و عدم جواز انتشار اوراق قرضه در چارچوب بازارهای مالی اسلامی کاربردپذیر نیست.

### ضرورت به‌کارگیری اوراق بهادار بیمه‌ای

گسترش ابزارهای انتقال ریسک به بازار سرمایه با بروز یک‌سری حادثه‌های فاجعه‌آمیز مهم در اوایل دهه ۱۹۹۰ تا اواسط آن تسریع پیدا کرد، حادثه‌هایی که باعث کمبود ظرفیت اتکایی جهانی شد؛ به‌گونه‌ای که شرکت‌های بیمه اتکایی نتوانستند به ایفای تعهداتشان بپردازند (Sigma, 2009, p.10). این وضع فعالان صنعت بیمه را بر آن داشت که منابع

جایگزینی برای ظرفیت بیمه اتکایی پیدا کند. از این جا ایده استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه و انتقال سهمی از ریسک‌های بیمه‌ای به این بازار مطرح شد.

بازار بیمه و بیمه اتکایی سنتی پوشش ریسک را ارائه می‌دهند؛ در حالی که بازار سرمایه ظرفیت مالی اضافی برای پوشش بیمه ارائه می‌کند و نیز به‌عنوان ابزاری برای مدیریت ریسک و تنوع‌بخشی برای سرمایه‌گذاران شمرده می‌شود. از این راه امکان دسترسی به امکانات بازار سرمایه برای صنعت بیمه فراهم می‌آید؛ در نتیجه امکان کاهش هزینه‌های بیمه برای مصرف‌کنندگان نهایی و افزایش توان بیمه‌گری برای صنعت بیمه فراهم می‌آید (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۹۰، ص ۱۳۴). فاکتورهایی مانند نوسان‌های قیمت بیمه اتکایی سنتی، فقدان ظرفیت بیمه اتکایی، هزینه بالای بیمه اتکایی پس از حوادث، تقاضای سرمایه‌گذاران برای بازده‌های غیر هم‌بسته و متنوع‌سازی ریسک به رشد استفاده از انتقال ریسک به بازار سرمایه انجامیده است (Scrivener, 2011, p.23).

یکی از روش‌های انتقال ریسک بیمه به بازار سرمایه، انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای است. به‌رغم این‌که چندین سال از انتشار این اوراق در بازارهای مالی جهان می‌گذرد، به‌علت ماهیت ربوی اوراق پیش‌گفته، تاکنون در بازارهای مالی اسلامی و به‌تبع آن در ایران به مرحله انتشار نرسیده است.

در حال حاضر در کشور، تعهدهای بیمه‌ای وجود دارند که گاهی تعهدهای موضوع آنها از مجموع ظرفیت بیمه‌گران کشور تجاوز می‌کند؛ از جمله این موارد می‌توان به صنایع بزرگ، مجموعه‌های مسکونی به‌صورت برج، انبارهای بزرگ، مجموعه‌های اداری یا تجاری، طرح‌های بزرگ صنعتی و ساختمانی در حال اجرا مانند مونتاز کارخانه‌ها، نیروگاه‌ها و پالایشگاه‌ها اشاره کرد البته بیمه‌های مسئولیت بین‌المللی مانند بیمه مسئولیت هواپیما، بیمه کشتی‌ها به‌ویژه درباره آلودگی آب دریا بسیار هزینه‌برتر هستند. در این موارد با توجه به حجم بالای منابع مالی مورد نیاز، به بیمه‌های اتکایی خارجی مراجعه می‌شود. اهمیت این موضوع زمانی آشکار می‌شود که به تحریم‌های وضع شده بر صنعت بانک و بیمه کشور توجه کنیم. نیز ارائه چنین پوشش‌های بیمه‌ای از سوی شرکت‌های خارجی نیاز به پرداخت ارزی دارد و با توجه به کاهش منابع ارزی کشور در وضعیت فعلی، یافتن راهی برای جلوگیری از خروج منابع ارزی می‌تواند بسیار مفید باشد.

بنابراین باید از ظرفیت‌های داخلی به‌ویژه از ظرفیت‌های بالقوه بازار سرمایه برای تأمین مالی ارائه پوشش‌های بیمه‌ای استفاده کرد. با توجه به این‌که در پاره‌ای مواقع سرمایه شرکت‌های بیمه داخل کفایت ارائه پوشش بیمه‌ای را ندارد، اهمیت پدیدساختن ارتباط میان بازار بیمه و بازار سرمایه بیش از پیش مشخص می‌شود. اوراق بهادار بیمه‌ای با توجه به این‌که با گستره وسیعی از سرمایه‌گذاران روبه‌رو است، به‌عنوان منبع ارزان‌تری نسبت به بازار بیمه اتکائی جهت تأمین پشتوانه برای خدمات بیمه‌ای شمرده می‌شود.

به‌کارگیری این اوراق در دنیا بر پایه اوراق قرضه بوده که از نظر شرعی و قانونی در ایران قابل استفاده نیست؛ از این‌رو لازم است این اوراق در بستر حقوقی که مقبولیت شرعی دارد، مهندسی شود.

### چگونگی شکل‌گیری اوراق بهادار بیمه‌ای در بازارهای مالی اسلامی

با توجه به حرمت ربا از دیدگاه شرع مقدس و به‌دنبال آن ممنوعیت انتشار اوراق قرضه، به‌کارگیری اوراق بهادار بیمه‌ای آن‌گونه که در اقتصادهای متعارف منتشر می‌شود، قابل انتشار در بازارهای مالی اسلامی نیست. از طرفی 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 به‌نظر می‌رسد.

از جمله راهکارهای پیشنهادی برای انتقال ریسک بازار بیمه به بازار سرمایه استفاده از قابلیت‌های اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است. اصطلاح صکوک در اصل برگرفته از واژه عربی صک و آن نیز برگرفته شده از واژه فارسی چک است. صکوک ابزاری مالی اسلامی جایگزین اوراق قرضه است و دارنده آن حق مشاعی از دارایی‌ها یا اموال معینی (که این اوراق در قبال آنها منتشر شد) را در اختیار دارد یا حکایت از دین مشخص بر ذمه انتشاردهنده آن دارد، دینی که از فعالیتی واقعی اقتصادی سرچشمه گرفته است.

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)، در تعریف صکوک آورده است:

گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، 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 (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶، ص ۲۱).

هدف از به‌کارگیری صکوک به‌عنوان ابزاری جدید در نظام مالی اسلامی، فقط تقلیدی نسنجیده از اوراق قرضه مبتنی بر بهره نیست بلکه پدیدساختن ابزاری نو و ابتکاری منطبق بر قوانین شریعت اسلام است زیرا با حذف کامل بهره از نظام مالی در جوامع اسلامی باید ساختار و شیوه فعالیت بازارهای مالی دگرگون شده و ابزارهای متناسب با دیدگاه اسلام طراحی و وارد بازار شود. به همین منظور در مقاله پیش‌رو کوشش شده است تا انواع اوراق بهادار بیمه‌ای با استفاده از عقد شرکت در قالب صکوک به‌گونه‌ای که قابل انتشار در بازارهای مالی اسلامی باشند، طراحی و ارائه شود.

صکوک مشارکت بیمه‌ای، اسناد و گواهی‌های ارزش یکسانی دارند و برای تجمیع وجوه لازم جهت پوشش ریسک بیمه‌نامه‌های منتشرشده از سوی شرکت‌های بیمه مبتنی بر عقد شرکت استفاده می‌شوند. دارندگان اوراق به میزان سهم خود از مشارکت، در سود یا زیان ناشی از پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده شریک می‌شوند. به عبارت دیگر دارندگان این اوراق به‌صورت مشترک بیمه اتکایی را عهده‌دار می‌شوند.

### الف) صکوک مشارکت بیمه‌ای نوع اول

در این نوع از صکوک مشارکت بیمه‌ای، شرکت واسط که هیچ‌گونه دخالتی در قرارداد بیمه منعقدشده ندارد، به تأمین مالی و انتقال ریسک‌های شرکت بیمه به بازار سرمایه اقدام کرده و با پذیره‌نویسی این اوراق، سهم‌الشرکه خریداران را که همان مبلغ اسمی اوراق است جمع‌آوری می‌کند.

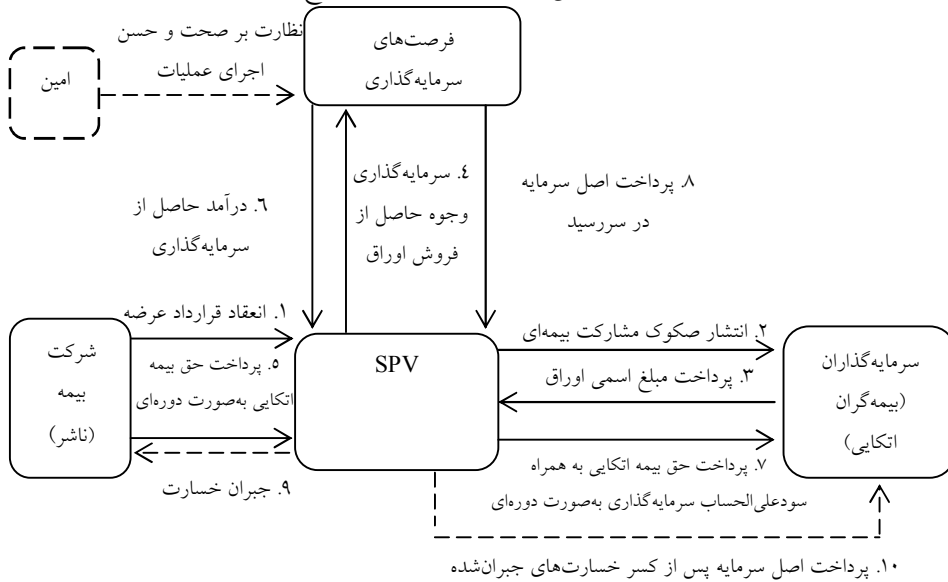
ماهیت اوراق پیشنهادی به این صورت است که ابتدا شرکت بیمه با یک واسط مالی جهت انتقال ریسک ناشی از بیمه‌نامه‌هایی که منتشر و تعهد کرده است، وارد مذاکره شده و در قالب قرارداد بیمه اتکایی به انتشار و عرضه صکوک مشارکت بیمه‌ای و انتقال ریسک بیمه‌نامه‌های خود به خریداران اوراق (بیمه‌گران اتکایی) در ازای پرداخت حق بیمه اتکایی به آنها اقدام می‌کند. شرکت واسط، وجوه حاصل از پذیره‌نویسی اوراق (وجوهی که باید از محل آنها در زمان سررسید اوراق به ایفای تعهدهای شرکت بیمه اقدام کرد) را پس از



بلوکه کردن درصدی از وجوه در حسابی به منظور ایفای تعهدها و مطالبه‌های حال شده شرکت بیمه به وکالت از طرف دارندگان اوراق در فرصت‌های سرمایه‌گذاری که در امیدنامه اوراق ذکر شده است، سرمایه‌گذاری می‌کند. در این مرحله، دارندگان اوراق به نسبت میزان اوراقی که خریده‌اند، در بازدهی طرح شریک شده و سود علی‌الحساب دوره ای دریافت می‌کنند؛ بنابراین تا زمان سررسید نهایی، دارندگان اوراق دو نوع عایدی خواهند داشت:

۱. حق بیمه اتکایی دریافت شده از شرکت بیمه؛
۲. سود علی‌الحساب حاصل از طرح‌های سرمایه‌گذاری.

مدل عملیاتی انتشار مشارکت بیمه‌ای نوع اول



### مراحل عملیات

۱. شرکت بیمه به منظور انتقال ریسک بیمه‌نامه‌ها از راه صکوک مشارکت بیمه‌ای با SPV وارد مذاکره شده و قرارداد پذیرش و عرضه اوراق بهادار را منعقد می‌کند.
۲. نهاد واسط پس از گرفتن مجوزهای لازم به انتشار و عرضه اوراق پیش گفته در بازار اقدام می‌کند. در این مرحله، سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق در حقیقت در نقش بیمه‌گر اتکایی برای شرکت بیمه واقع شده و به شرکت بیمه، پوشش بیمه‌ای ارائه می‌کنند. سرمایه‌گذاران به میزان مبلغ اسمی اوراقی که خریده‌اند در عواید و زیان‌های ناشی از

قرارداد بیمه اتکایی شریک بوده و در حقیقت آورده نقدی آنها، سهم‌الشرکه آنها در قرارداد مشارکتی که با دیگر خریداران اوراق دارند شمرده می‌شود.

۳ و ۴. واسط مالی وجوه حاصل از پذیره‌نویسی اوراق را جمع‌آوری کرده و به وکالت\* از طرف خریداران اوراق، وجوه آنها را در فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ریسک کم و بازدهی بالا سرمایه‌گذاری می‌کند. در این مرحله به منظور پدیدساختن اطمینان از حسن و صحت انجام امور نیاز به نظارت امین است.

۵. شرکت بیمه در برابر پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده از سوی خریداران اوراق به پرداخت حق بیمه اتکایی به صورت دوره‌ای به نهاد واسط اقدام می‌کند.

۶ و ۷. واسط مالی سود علی‌الحساب سرمایه‌گذاری به همراه حق بیمه اتکایی که به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران از شرکت بیمه دریافت کرده است را در دوره‌های زمانی مشخص‌شده در امیدنامه اوراق به خریداران پرداخت می‌کند.

۸. در سررسید اوراق، SPV به خروج اصل سرمایه دارندگان اوراق از فرصت سرمایه‌گذاری اقدام می‌کند.

۹ و ۱۰. در این مرحله ابتدا خسارت‌های تعهدشده از محل اصل سرمایه جبران شده و مانده سرمایه نیز به دارندگان اوراق عودت داده می‌شود. هر چقدر خسارت‌های وارده کمتر باشد، اصل سرمایه کمتر مستهلک شده و سود دارندگان اوراق افزایش می‌یابد.

مشاهده می‌شود که ماهیت اوراق طراح‌شده دقیقاً مشابه با قرارداد بیمه اتکایی میان شرکت بیمه و شرکت بیمه‌گر اتکایی بوده و هیچ‌گونه مشکل شرعی در طول فرایند انتشار اوراق مشاهده نمی‌شود.

شایان ذکر است که با توجه به سررسید صکوک مشارکت بیمه‌ای که براساس سررسید بیمه‌نامه‌های تعهدشده به وسیله شرکت بیمه منتشر شده‌اند، موارد سرمایه‌گذاری می‌تواند متفاوت باشد اماکن ترجیحاً می‌توان وجوه را در اوراق بهادار با ریسک اندک و نقدشوندگی بالا مانند صکوک اجاره، صکوک مشارکت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری،

\* وکالت در لغت به معنای تفویض و واگذاری کاری به کسی و اعتماد کردن به وی است و در اصطلاح، عقدی است که به سبب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری نایب خود قرار می‌دهد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۶۱).

سپرده‌گذاری کرد. در سررسید اوراق، واسط مالی اصل سرمایه دارندگان اوراق را پس از کسر تعهدهایی که ایفا کرده است، به آنها برمی‌گرداند؛ البته این در صورتی است که خسارت‌های به‌بار آمده به اندازه اصل سرمایه نباشد. شایان ذکر است که سقف تعهدهای بیمه‌ای ارائه‌شده از راه انتشار صکوک بیمه‌ای باید حداکثر به اندازه اصل سرمایه باشد.

## ب) صکوک مشارکت بیمه‌ای نوع دوم

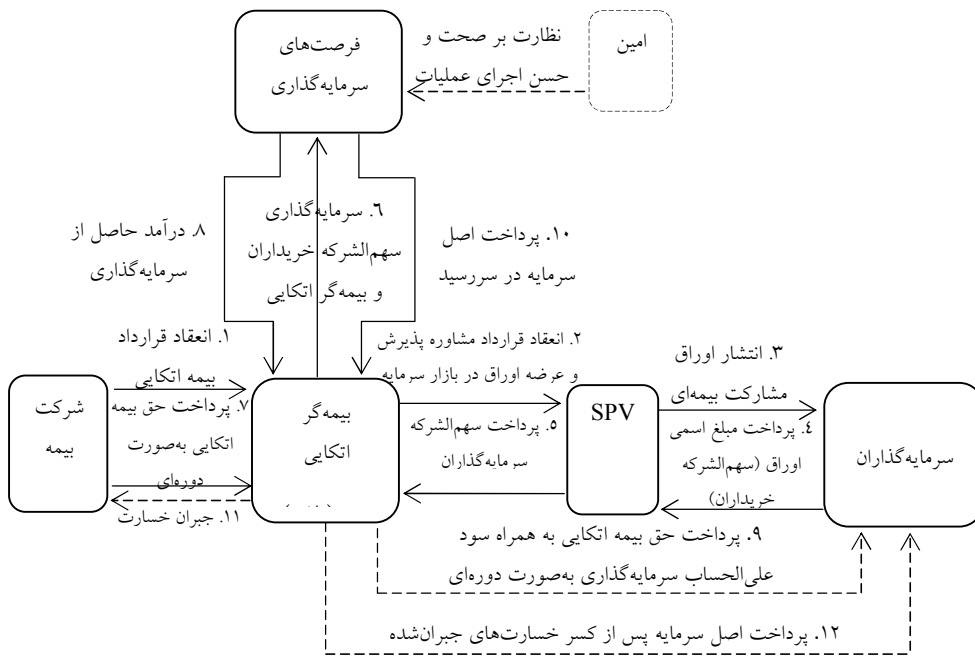
در این نوع، شرکت بیمه به بیمه‌کردن قراردادهای خود نزد شرکت بیمه اتکائی اقدام کرده و بیمه‌گر اتکائی به منظور انتقال بخشی از ریسک بیمه‌نامه‌های خود با شرکت واسط جهت انتشار اوراق وارد مذاکره می‌شود. در این‌جا بیمه‌گر اتکائی می‌تواند تمام یا بخشی از ریسک بیمه‌نامه‌های خود را تبدیل به اوراق بهادار کرده و در قالب انتشار اوراق به خریداران منتقل کند. اگر وی به اندازه پوشش بیمه‌ای که تعهد کرده است، اوراق منتشر کند، در حقیقت تمام ریسک قرارداد را به خریداران منتقل کرده و در این بین فقط در جایگاه وکیل دارندگان اوراق حق وکالت دریافت می‌کند و سهمی در عواید یا زیان احتمالی موضوع مشارکت ندارد اما چنان‌که پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده به سرمایه‌ای بیش از منابع حاصل از واگذاری اوراق نیاز داشته باشد و از طرف ناشر تأمین شود، ناشر مانند صاحبان اوراق در منافع و مضار پوشش ارائه‌شده شریک خواهد بود. به مقتضای ماهیت عقد شرکت و شراکت دارندگان اوراق در ریسک و بازده قرارداد بیمه اتکایی، هر نوع سود حاصل از قرارداد به شریکان (دارندگان اوراق و ناشر) تعلق دارد. شایان ذکر است که ناشر افزون بر این‌که در موضوع مشارکت شریک است، وکیل دارندگان اوراق نیز شمره شده و می‌تواند براساس قرارداد منعقد شده حق وکالت نیز دریافت کند.

سود اوراق متناسب با سودی است که در پایان قرارداد به‌دست می‌آید؛ پس در این اوراق میزان سود، غیرقطعی و همراه با مخاطره و ریسک است. اگر میزان خسارت‌های وارده پایین باشد، سود بالا و در غیر این صورت سود پایین یا حتی ممکن است منفی باشد.

ناشران اوراق می‌توانند با زمان‌بندی مشخص، سودی به‌عنوان علی‌الحساب بپردازند که این سود برابر با مجموع حق بیمه اتکایی دریافتی از شرکت بیمه و سود علی‌الحساب

دریافتی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. در سررسید اوراق نیز سود علی‌الحساب پرداختی از سود نهایی طرح کسر و مابه‌التفاوت به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود.

مدل عملیاتی انتشار اوراق مشارکت بیمه‌ای نوع دوم



### مراحل عملیات

۱. شرکت بیمه به منظور انتقال ریسک بیمه‌نامه‌های خود به انعقاد قرارداد بیمه اتکایی با شرکت بیمه دیگری در ازای پرداخت حق بیمه اتکایی اقدام می‌کند.
۲. بیمه‌گر اتکایی به پشتوانه قرارداد بیمه اتکایی به انعقاد قرارداد مشاره با SPV جهت گرفتن مجوزهای قانونی به منظور عرضه اوراق اقدام می‌کند.
۳. نهاد واسط پس از گرفتن مجوزهای لازم به عرضه اوراق اقدام می‌کند. در این مرحله سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق در حقیقت در ریسک و بازده قرارداد بیمه اتکایی منعقدشده شریک شده و در پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده به شرکت بیمه، سهیم می‌شوند.
- ۴ و ۵. واسط مالی وجوه حاصل از پذیره‌نویسی اوراق را که در حقیقت سهم‌الشرکه دارندگان اوراق در قرارداد است را جمع‌آوری کرده و تحویل ناشر اوراق می‌کند.

۶. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق، سهم‌الشرکه نقدی آنها را با سهم‌الشرکه خود ممزوج کرده، در فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ریسک کم و بازدهی بالا سرمایه‌گذاری می‌کند. در این مرحله به منظور اطمینان از صحت انجام امور نیاز به نظارت امین است.

۷. شرکت بیمه در برابر پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده در قالب قرارداد بیمه اتکایی به پرداخت حق بیمه اتکایی به‌صورت دوره‌ای به ناشر اقدام می‌کند.

۸ و ۹. ناشر سود علی‌الحساب سرمایه‌گذاری به همراه حق بیمه اتکایی که به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران از شرکت بیمه دریافت کرده است را در دوره‌های زمانی مشخص شده در امیدنامه اوراق پس از کسر سهم‌الشرکه خود به خریداران پرداخت می‌کند.

۱۰. در سررسید اوراق، ناشر به خروج اصل سرمایه از سرمایه‌گذاری اقدام می‌کند.

۱۱ و ۱۲. در این مرحله ابتدا خسارت‌های تعهدشده از محل اصل سرمایه جبران شده و مانده سرمایه نیز پس از کسر سهم‌الشرکه ناشر به دارندگان اوراق عودت داده می‌شود. هر قدر خسارت‌های وارده کمتر باشد، سرمایه کمتر مستهلک شده، سود اوراق افزایش می‌یابد. تفاوت دو نوع اوراق در این است که در نوع اول، شرکت بیمه به‌صورت مستقیم ریسک بیمه‌نامه‌های خود را به بازار سرمایه منتقل می‌کند و نقش بانی را ایفا می‌کند اما در نوع دوم بیمه‌گر اتکایی است که بانی (ناشر) اوراق شمرده می‌شود.

### چگونگی شکل‌گیری بازار ثانویه برای صکوک مشارکت بیمه‌ای

در بازار ثانویه اوراق بهاداری که قبلاً منتشر شده‌اند، خرید و فروش می‌شوند. وجود این بازار مشارکت‌کنندگان را مطمئن می‌سازد که می‌توانند اوراق بهادار را به راحتی به فروش رسانند و مشکلی از نظر تبدیل به نقد کردن دارایی‌های مالی‌شان نداشته باشند. درباره اوراقی که سررسید مشخصی دارند، وجود این بازارها این امکان را فراهم می‌آورد تا دارندگان این اوراق مجبور به نگه‌داری آنها تا سررسید نباشند (ختائی، ۱۳۷۸، ص ۴۰).

بازار اوراق بهادار سازوکاری را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌سازد که هر گاه نیاز به نقدینگی پیدا کرد، بتواند دارایی مالی خود را بفروشد (فبوزی و مودیلیانی، ۱۳۷۶، ص ۲۴)؛ بنابراین باید به منظور ترغیب سرمایه‌گذاران به حضور در بازارهای مالی، زمینه لازم برای شکل‌گیری بازار ثانویه فعال، گسترده و دارای عمق برای اوراق بهادار موجود در بازار

فراهم شود، به صورتی که همواره عرضه‌کنندگانی حاضر به عرضه اوراق به قیمت روز وجود داشته و در طرف دیگر نیز تقاضاکنندگانی متقاضی این اوراق به قیمت روز باشند. اگر ابزار مالی خاص پس از خرید از بازار اولیه به راحتی قابل فروش نباشد، مطلوبیتی نخواهد داشت و به سرعت از گردونه بازار خارج می‌شود.

هر ورقه مشارکت بیمه‌ای نشانگر میزان سهم‌الشرکه دارنده آن است. با فروش صکوک مشارکت بیمه‌ای رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق برقرار می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق می‌تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق و هر گونه دخل و تصرف در آن جهت ایفای تعهدهای مندرج در قرارداد بیمه اتکایی اقدام کند. انتقال اوراق به رابطه وکالت بین دارندگان اوراق و ناشر خدشه وارد نمی‌کند و این رابطه تا سررسید اوراق بین آنها برقرار است؛ بنابراین اوراق پیش‌گفته قابلیت معامله در بازارهای ثانویه را دارد. در حقیقت خرید و فروش اوراق در بازار ثانویه، ورود و خروج فرد از مشارکت در قرارداد بیمه اتکایی است.

این اوراق مصداقی از عقد شرکت بوده و فقط تفاوت آن این است که قرارداد در زمان خاصی و با حضور هم‌زمان همه شریکان صورت نمی‌گیرد بلکه جریان مشارکت در یک دوره زمانی مشخص تکمیل می‌شود. این اندازه از تفاوت مانع از تحقق عقد شرکت نیست چرا که به دید عرف، عقد شرکتی با این گستردگی که گاه شریکان آن به صدها هزار نفر از سراسر کشور می‌رسد، چنین زمان و مکان گسترده‌ای را اقتضا می‌کند، به‌ویژه این که همه شریکان اعم از اشخاصی که روز اول این اوراق را دریافت می‌کنند و کسانی که به تدریج ملحق می‌شوند تا پایان زمان واگذاری اوراق به ورود شریکان جدید و جایگزینی آنها با دیگر شریکان رضایت دارند و مالشان را با علم و اختیار در چنین طرحی سرمایه‌گذاری می‌کنند (مؤمن، ۱۳۷۸، ص ۱۰). بنابراین شروع واگذاری اوراق بهادار بیمه‌ای از سوی ناشر به معنای شروع عقد شرکت و دریافت اوراق به معنای ورود در عقد شرکت و پایان دوره واگذاری اوراق در مرحله پذیره‌نویسی به معنای انتهای عقد شرکت (انعقاد قرارداد) خواهد بود و از آن لحظه به بعد دارندگان اوراق بهادار بیمه‌ای به نسبت سهم‌الشرکه خود در موضوع مشارکت شریک خواهند بود. در زمان سررسید نیز دوره مشارکت به اتمام رسیده

و قرارداد کامل می‌شود و منافع و مضار پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده به نسبت سهم‌الشرکه دارندگان اوراق میان آنها تقسیم می‌شود.

## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

مطالب مقاله را می‌توان به صورت ذیل نتیجه‌گیری کرد:

۱. کثرت وقوع ریسک‌ها و خسارت‌های سنگین از یک‌سو و محدودبودن ظرفیت بازارهای بیمه برای پذیرش ریسک‌های جدید با سرمایه‌های سنگین از سوی دیگر باعث شده است که انتقال ریسک بیمه به بازار سرمایه مورد توجه قرار گیرد.

۲. دادوستد ریسک بیمه، شیوه‌ای است که همواره مورد توجه قرار داشته و تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار یکی از روش‌های انتقال ریسک است. به این ترتیب به جای این‌که بیمه‌گر ریسک مورد تعهد خود را به یک بیمه‌گر اتکایی در داخل صنعت بیمه انتقال دهد، این ریسک را به بازارهای سرمایه وسیع‌تری انتقال می‌دهد.

۳. با توجه به حرمت ربا و ممنوعیت انتشار اوراق قرضه، به‌کارگیری اوراق بهادار بیمه‌ای آن‌گونه که در اقتصادهای متعارف منتشر می‌شود، قابل انتشار در بازارهای مالی اسلامی نیست. طراحی و کاربرد اوراق بهادار بیمه‌ای مشروع جهت ارتباط بازار بیمه و بازار سرمایه و انتقال ریسک بیمه به بازار سرمایه امری ضروری به‌نظر می‌رسد.

۴. صکوک مشارکت بیمه‌ای، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت پوشش ریسک بیمه‌نامه‌های منتشرشده از سوی شرکت‌های بیمه مبتنی بر عقد شرکت استفاده می‌شوند. دارندگان اوراق به میزان سهم خود از مشارکت در سودزیان ناشی از پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده شریک می‌شوند. به عبارت دیگر دارندگان این اوراق به صورت مشترک بیمه اتکایی را عهده‌دار می‌شوند.

۵. صکوک مشارکت بیمه‌ای دو نوع است. در نوع اول، شرکت بیمه به صورت مستقیم می‌تواند ریسک بیمه‌نامه‌های خود را به بازار سرمایه منتقل کرده و نقش بانی را ایفا کند. در نوع دوم بیمه‌گر اتکایی است که بانی اوراق شمرده می‌شود. سازوکار در نظر گرفته‌شده برای اوراق پیش‌گفته این قابلیت را به شرکت‌های بیمه و بیمه‌گران اتکایی می‌دهد که ریسک خود را به تبدیل به اوراق بهادار کرده و به بازار سرمایه منتقل کنند.

۶. با فروش صکوک مشارکت بیمه‌ای رابطه وکیل و موکل بین ناشر و خریدار اوراق برقرار می‌شود. انتقال اوراق به رابطه وکالت بین دارندگان اوراق و ناشر خدشه وارد نمی‌کند و این رابطه تا سررسید اوراق بین آنها برقرار است؛ بنابراین اوراق پیش‌گفته قابلیت معامله در بازارهای ثانویه را دارد.

۷. این اوراق افزون بر جذابیت فراوانی که برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه و پول به لحاظ امکانی که برای متنوع‌سازی پرتفوی به آنها می‌دهد دارد، امکان افزایش ظرفیت‌های بیمه‌ای را به شرکت‌های بیمه خواهد داد و به تأمین مالی این شرکت‌ها کمک شایانی خواهد کرد.

## منابع و مأخذ

۱. ایزدی، محمد؛ «مزایای اوراق قرضه مرتبط با بیمه برای بیمه‌گران اموال/حوادث»؛ تازه‌های جهان بیمه، ش ۹۱، ۱۳۸۴.
۲. بمان‌پور، مسلم؛ «اوراق بهادار بیمه‌ای (فرصتی نو برای بیمه‌گران و سرمایه‌گذاران)»؛ پژوهشکده بیمه، گزارش موردی، دوره جدید، ش ۳، ۱۳۹۰.
۳. تهرانی، رضا و همکاران؛ «اوراق بهادار سایدکار ابزاری نوین برای تأمین مالی شرکت‌های بیمه در توسعه بازار بیمه جهانی»؛ همایش بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۸۷.
۴. ثبات، غلام‌علی؛ «تبدیل ریسک‌های بیمه‌شده به اوراق بهادار»؛ فصلنامه صنعت بیمه، س ۱۶، ش ۳، ۱۳۸۰.
۵. جباری، غلام‌حسین؛ «اثر بیمه اتکایی در حفظ منابع ملی»؛ مجله بررسی‌های بازرگانی، ش ۱۱۴، ۱۳۷۵.
۶. جمالی‌زاده، احمد؛ بررسی فقهی عقد بیمه؛ ج ۱، قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم، ۱۳۸۰.
۷. سیفلو، سجاده؛ «اوراق بهادار بیمه‌ای»؛ اولین همایش بین‌المللی صنعت بیمه چالش‌ها و فرصت‌ها، تهران: دانشکده علوم اقتصادی، ۱۳۸۸.
۸. شهیدی، مهدی؛ تشکیل قراردادهای و تعهدات؛ ج ۱، چ ۱، تهران: نشر حقوقدان، ۱۳۷۷.



۹. صادقی‌دمنه، رحیم و مهدیه کلانتری؛ «نقش و جایگاه مشتقات و ابزار مالی در توسعه بازار بیمه جهانی»؛ اولین همایش بین‌المللی صنعت بیمه چالش‌ها و فرصت‌ها، تهران: دانشکده علوم اقتصادی، ۱۳۸۸.
۱۰. عامل، رؤیا؛ «انتقال ریسک به بازارهای سرمایه»؛ تازه‌های جهان بیمه، ش ۱۰۰، ۱۳۸۵.
۱۱. عبده تبریزی، حسین؛ «نقش صنعت بیمه در بازارهای سرمایه جهانی شده»؛ فصلنامه صنعت بیمه، ش ۶۴، ۱۳۸۰.
۱۲. عرفانی، توفیق؛ قرارداد بیمه در حقوق اسلام و ایران؛ ج ۱، تهران: مؤسسه کیهان، ۱۳۷۱.
۱۳. قالیباف‌اصل، حسن، سیدعباس موسویان، علی‌رضا دقتی‌اصلی و حسین حسنقلی‌پور؛ «صکوک وکالت بیمه‌ای برای پوشش ریسک حوادث فاجعه‌آمیز»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۱، ش ۴۴، ۱۳۹۰.
۱۴. قانون بیمه مصوب ۱۳۱۶/۰۲/۱۷ مجلس شورای ملی.
۱۵. مؤمن، محمد؛ «جایگاه اوراق مشارکت در نظام اقتصاد اسلامی»؛ مجله معرفت، ش ۲۸، ۱۳۷۸.
۱۶. مطهری، مرتضی؛ مسئله ربا به ضمیمه بیمه؛ چ ۵، تهران: انتشارات صدرا، ۱۳۷۲.
۱۷. موسویان، سیدعباس؛ فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات؛ چ ۱، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۶.
۱۸. موسوی‌خمینی، سیدروح‌الله؛ تحریر الوسیله؛ ترجمه علی اسلامی؛ چ ۴، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۳۸۳.
۱۹. میرمطهری، سیداحمد؛ «نقش مؤسسات بیمه در بازار سرمایه»؛ فصلنامه صنعت بیمه، س ۱۶، ش ۴، ۱۳۸۰.
۲۰. نمن‌الحسینی، مهدی و علی جعفری؛ «راهکارهای بازار سرمایه برای بیمه حوادث فاجعه‌آمیز»؛ فصلنامه صنعت بیمه، ش ۶۶، ۱۳۸۱.

۲۱. الهی، مهدی و امین رضایی مقدم؛ «بررسی ماهیت و کارکردهای مشتقات بیمه و ضرورت به‌کارگیری آن‌ها در صنعت بیمه»؛ اولین همایش بین‌المللی صنعت بیمه چالش‌ها و فرصت‌ها، تهران: دانشکده علوم اقتصادی، ۱۳۸۸.
۲۲. یقینی، محمدرضا؛ بررسی مبانی فقهی بیمه؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۷۹.

23. Canabarro, E & M, Finkemeier & R, Anderson & F, Bendimerad;  
**Analyzing Insurance-Linked Securities; Quantitative Research,**  
Goldman Sachs, 1998.
24. Sigma; **the role of indices in transferring insurance risk to the  
capital markets;** 2009.
25. Scrivener, Paul; **Cayman Islands: Cayman Cat Bonds;** 2011.
26. [www.deburcalaw.com](http://www.deburcalaw.com).