



مقاله پژوهشی

نگاشت چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه ایران<sup>۱</sup>

محمد توحیدی<sup>۲</sup>، سیدمحمدجواد میرطاهر<sup>۳</sup>، امیرحسین شجاعی زرقانی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۰۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۰۸

چکیده

انتشار اوراق بیمه اتکایی به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین مدیریت ریسک، امکان انتقال بخشی از ریسک‌های شرکت‌های بیمه‌گر به بازار سرمایه را فراهم می‌کند. این ابزار نه‌تنها موجب افزایش ظرفیت بیمه‌گری و کاهش آسیب‌پذیری در برابر خسارات بزرگ می‌شود، بلکه می‌تواند به تنوع‌بخشی ابزارهای مالی در بازار سرمایه کمک کند. باوجود تصویب دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی در سازمان بورس و اوراق بهادار، تاکنون این اوراق در بازار سرمایه ایران به دلیل وجود چالش‌های متعدد منتشر نشده است؛ بنابراین مسئله اصلی پژوهش حاضر شناسایی و تحلیل چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه ایران است. این پژوهش تلاش دارد شکاف پژوهشی موجود در این حوزه که ناشی از کمبود مطالعات بومی و جامع درباره چالش‌ها و راهکارهای مرتبط است را پر کند. در این پژوهش داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه ساختاریافته با ۱۵ خبره جمع‌آوری و به روش نگاشت شناختی تحلیل شدند. نتایج پژوهش گویای ۹ چالش کلیدی در انتشار اوراق بیمه اتکایی است که عبارت‌اند از: ابهام در شیوه سرمایه‌گذاری منابع، عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران، عدم انتفاع بیمه‌گر از عملیات انتشار اوراق، عدم توجیه پرداخت سود میان‌دوره‌ای، عدم توجیه استفاده از اختیار تبعی در اوراق، ایجاد محدودیت برای سرمایه‌گذاران نهادی، لزوم جداسازی منابع حاصل از انتشار از سایر حساب‌های بانکی، عدم تطابق سررسید بیمه‌نامه‌ها با سررسید اوراق و عدم توجه به رتبه‌بندی اعتباری اوراق.

**واژگان کلیدی:** اوراق بیمه اتکایی، اوراق بیمه‌ای، بازار بیمه، بازار سرمایه، مالی اسلامی، نگاشت شناختی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G22, O16

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2025.48745.2973

۲. دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.  
Email: tohidi@isu.ac.ir نویسنده مسئول.

۳. دانش‌آموخته دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.  
Email: smj.mirtaheer@isu.ac.ir

۴. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.  
Email: a.shojaei@isu.ac.ir

## مقدمه

بیمه اتکایی به‌عنوان یکی از ابزارهای مهم در مدیریت ریسک صنعت بیمه، به شرکت‌های بیمه‌گر کمک می‌کند تا بخشی از تعهدات خود را به سایر بیمه‌گران منتقل کنند (میرطاهر و همکاران، ۱۳۹۴؛ مهدوی و نصیری، ۱۳۹۱). اما شرکت‌های بیمه اتکایی نیز، ظرفیت تمرکز ریسک و ذخیره‌سازی محدودی دارند (میرمطهری، ۱۳۸۰؛ سهامیان مقدم و همکاران، ۱۳۹۷). در ایران به دلیل وجود تحریم‌های خارجی و عدم امکان استفاده از ظرفیت بیمه‌گران اتکایی خارجی، این مشکل دو چندان شده است. راهکارهایی برای غلبه بر این چالش در پژوهش‌های مختلف ارائه شده است که شامل تشکیل کنسرسیوم بیمه‌ای، ایجاد صندوق بیمه‌ای و انتشار اوراق بیمه‌ای است (میرطاهر، ۱۳۹۴).

اوراق بهادار بیمه‌ای به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین مدیریت ریسک در بازارهای مالی، نقش مهمی در کاهش تمرکز ریسک و افزایش پایداری صنعت بیمه ایفا می‌کند. این اوراق که تحت عنوان فرایند اوراق بهادارسازی ریسک<sup>۱</sup> شناخته می‌شود، به بیمه‌گران امکان می‌دهد تا بخشی از ریسک‌های خود را به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه منتقل کنند. این فرایند، ضمن بهبود ظرفیت پذیرش ریسک توسط بیمه‌گران، موجب توسعه ارتباط میان بازارهای مالی و صنعت بیمه می‌شود (کامینز و وایس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای در سطح جهانی، پس از بلایای طبیعی دهه ۱۹۹۰ میلادی در آمریکا و ژاپن، به‌طور جدی مورد توجه قرار گرفت. معرفی اوراق بیمه‌ای حوادث فاجعه‌آمیز به کشورهای پیشرفته کمک کرد تا خسارات ناشی از بلایای طبیعی را بهتر مدیریت کرده و ظرفیت مالی شرکت‌های بیمه را تقویت کنند (لین و بکویت<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹).

در کشورهای اسلامی، انتشار این اوراق با چالش انطباق با اصول شریعت مواجه بوده است، به همین دلیل توسعه پیدا نکرده است. در ایران، در راستای استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه برای انتقال ریسک‌های بیمه‌ای، ساختار اوراق بیمه اتکایی طراحی و ابعاد فقهی آن در جلسه شماره ۱۷۷ کمیته تخصصی-فقهی سازمان بورس مورخ ۱۳۹۷/۶/۲۱ به تصویب رسیده است. همچنین، دستورالعمل انتشار آن در تاریخ ۱۳۹۷/۹/۲۱ مصوب هیئت مدیره سازمان بورس گردید. مجوز انتشار اوراق بیمه اتکایی، تاکنون چهار مرتبه و برای بیمه مرکزی و شرکت‌های بیمه ملت، اتکایی امین و اتکایی ایران معین توسط بیمه مرکزی صادر گردیده است. اولین صدور مجوز انتشار اوراق، به نام شرکت بیمه ملت در سال ۱۳۹۹ بوده است. سازمان بورس و اوراق بهادار نیز، تنها موافقت اصولی خود را برای انتشار اوراق بیمه مرکزی اعلام کرده است، اما تاکنون به دلیل چالش‌های متعدد هیچکدام از شرکت‌های دارای مجوز، موفق به انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه نشده‌اند. البته یک انتقاد مهم در این زمینه این است که بررسی قابلیت اجرایی یک ابزار، باید مقدم بر بررسی فقهی آن باشد؛ زیرا ابزاری که قابلیت اجرایی ندارد، فایده عملی بر بررسی فقهی آن مترتب نیست، هرچند این بررسی خالی از مزیت‌های علمی و توسعه دانشی نخواهد بود. بر همین

1. Risk Securitization
2. Cummins & Weiss
3. Lane & Beckwith



اساس باید قابلیت اجرا، قبل از بررسی فقهی مدنظر قرار گیرد (موسویان و توحیدی، ۱۴۰۲). به نظر می‌رسد حین تصویب مدل اوراق بیمه اتکایی در کمیته تخصصی-فقهی، ابعاد فنی و اجرایی موضوع به دقت مورد بررسی قرار نگرفته‌است و این مسئله سبب شده است که الگوی مصوب، دارای مقبولیت و جذابیت لازم برای ذی‌نفعان نباشد.

تاکنون پژوهشی جامعی با موضوع بررسی چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در ایران انجام نشده است. تنها پژوهش مرتبط، مطالعه کاظمی نجف‌آبادی و همکاران (۱۴۰۲) است که الزامات انتشار اوراق حوادث فاجعه‌آمیز را بررسی کرده و این الزامات را بدین صورت نام برده‌اند: اصلاح و ابداع قوانین، مدیریت فرایندها، شفافیت، مدیریت دانش، ایجاد و تقویت بسترهای نرم‌افزاری، آموزش و فرهنگ‌سازی. درحالی‌که این الزامات کلی و ناکامل است. سایر پژوهش‌های انجام شده یا به ارائه الگو و مدل مفهومی اوراق بیمه‌ای پرداخته‌اند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۴؛ عسگری و همکاران، ۱۳۹۶؛ قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۹۰) یا ابعاد فقهی حقوقی این اوراق را مورد بررسی قرار داده‌اند (عسگری و همکاران، ۱۳۹۴).

پژوهش حاضر به دنبال شناسایی و تحلیل جامع چالش‌ها و موانع کلیدی انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه ایران با استفاده از ارائه یک نقشه نگاشت شناختی کیفی است. در این پژوهش ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش داخلی و خارجی مرتبط با موضوع مورد بررسی قرار گرفته، سپس، جهت دستیابی به نگاشت شناختی چالش‌ها و موانع انتشار اوراق بیمه اتکایی از مصاحبه نیمه ساختاریافته با خبرگان استفاده شده است. در نهایت هر یک از چالش‌ها با تأکید بر تبیین تجربه جهانی مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است.

بنابراین، پس از بیان ادبیات علمی مربوط به اوراق بیمه‌ای و خصوصاً اوراق بیمه اتکایی، ضمن برگزاری جلسات تخصصی و بررسی‌های علمی و اجرایی مربوط به انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه ایران، دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی، در سال ۱۳۹۷ توسط سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب شد. علی‌رغم انتشار دستورالعمل اوراق بیمه اتکایی در سال ۱۳۹۷ و از طرفی امکان کاهش و انتقال بخشی از ریسک بیمه‌گران به سایر افراد و بازارها از طریق بازار سرمایه؛ شاهد عدم انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار بدهی ایران هستیم و همین امر ما را ترغیب می‌کند تا از طریق بررسی اهم چالش‌های انتشار این اوراق، در راستای انتشار عملی این اوراق گام برداریم. ناظر به اهم چالش‌های علمی و اجرایی انتشار این اوراق، مواردی وجود دارد که از قضا کمیته تخصصی-فقهی سازمان بورس نیز، در این مسیر همراه و همگام بوده و مصوباتی داشته است.<sup>۱</sup> این موضوع بیانگر پویایی سیستم در جهت بهبود و مهیاسازی شرایط جهت انتشار اوراق بیمه اتکایی می‌باشد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از راهکارها و ابزارهای کارا برای ارتباط میان بازار بیمه و بازار سرمایه، مفهومی با نام اوراق بهادارسازی ریسک<sup>۲</sup> است. این ابزار مالی، به اوراق بیمه‌ای<sup>۳</sup> (اوراق مرتبط با بیمه) معروف است. اوراق بهادار

۱. برای مثال؛ مصوبات کمیته راجع به معامله اوراق در بازار ثانویه یا راجع به انضمام اختیار فروش تبعی به این اوراق.

2. Risk Securitization

3. Insurance Linked Security (ILS)

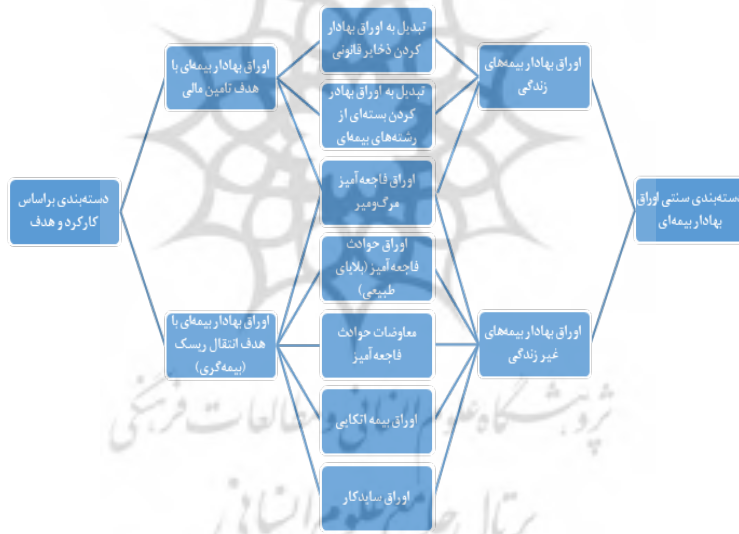
بیمه‌ای، نوعی از ابزارهای مالی هستند که به شرکت‌های بیمه اجازه می‌دهند تا ریسک‌های بیمه‌ای خود را به بازارهای سرمایه منتقل کنند. ایده اصلی اوراق بیمه‌ای این است که ریسک‌های بزرگ و غیرقابل پیش‌بینی بیمه‌ای مانند بلایای طبیعی و حوادث فاجعه‌آمیز به بازارهای سرمایه منتقل شوند، تا شرکت‌های بیمه بتوانند از اثرات منفی این ریسک‌ها جلوگیری کنند (فنائی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). به طور دقیق‌تری، این اوراق را می‌توان به دو صورت زیر دسته‌بندی کرد (عسگری و همکاران، ۱۳۹۵).

اوراق بهادار بیمه‌ای از منظر سنتی:

- اوراق بهادار بیمه‌های زندگی
- اوراق بهادار بیمه‌های غیرزندگی

و از منظر کارکرد و هدف:

- اوراق بهادار بیمه‌ای باهدف تأمین مالی
- اوراق بهادار بیمه‌ای باهدف انتقال ریسک (بیمه‌گری)



شکل ۱. هم‌پوشانی انواع اوراق بهادار بیمه‌ای در دسته‌بندی سنتی و دسته‌بندی مبتنی بر هدف  
 ماخذ: عسگری و همکاران (۱۳۹۵)

اوراق بیمه اتکالی، به‌عنوان یکی از انواع اوراق بهادار بیمه‌ای است که از منظر دسته‌بندی سنتی ذیل اوراق بهادار بیمه‌ای غیرزندگی و از منظر دسته‌بندی بر اساس کارکرد و هدف ذیل اوراق بهادار بیمه‌ای

باهداف انتقال ریسک (بیمه‌گری) قرار می‌گیرد. این اوراق برای پوشش ریسک‌های بیمه‌ای که به بیمه‌گران اتکایی منتقل می‌شوند، طراحی شده‌اند. این اوراق به بیمه‌گران اتکایی امکان می‌دهد تا ریسک‌های خود را به سرمایه‌گذاران منتقل کنند و از این طریق توان مالی خود را حفظ کنند (سوئیس ری، ۲۰۱۱). این ابزار، از نوع ابزارهای مالی هستند که به صورت خاص برای انتقال ریسک‌های بیمه‌ای طراحی شده‌اند و مطابق با اصول شرعی اسلام و به عنوان ابزارهایی برای مدیریت ریسک‌های بیمه‌ای به فروش می‌رسند. در ایران نیز، شورای عالی بورس و اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۹۷/۱۱/۰۲، ضمن شناسایی اوراق بهادار بیمه اتکایی به عنوان یک ابزار مالی جدید در بازار سرمایه ایران، آن را چنین تعریف کرده است: «اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده مشارکت دارندگان آن در حقوق و تعهدات حاصل از قراردادهای بیمه اتکایی و تأمین سرمایه موردنیاز جهت پذیرش تمام یا بخشی از سبد ریسک بیمه‌ای بوده و قابل معامله در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس است.»

اوراق بیمه اتکایی در واقع، یکی از انواع اوراق بهاداری است که بر مبنای ضوابط عقد بیمه و عقد وکالت ساختار بندی می‌شود. در این اوراق، بر مبنای قرارداد بیمه اتکایی، بیمه مرکزی یا شرکت‌های بیمه، بخشی از ریسک‌های بیمه‌ای خود را به بازار سرمایه منتقل می‌کنند. خریداران اوراق، به عنوان بیمه‌گر در قرارداد بیمه اتکایی قرار می‌گیرند و در ازاء ارائه خدمات بیمه اتکایی، حق دریافت مبلغ مشخصی به عنوان حق بیمه از بیمه‌گذار (بیمه مرکزی یا شرکت بیمه‌گر) را خواهند داشت. نهاد واسط در این اوراق، به عنوان وکیل دارندگان اوراق، قرارداد بیمه اتکایی را منعقد کرده و از جانب آنها نسبت به سرمایه‌گذاری مبالغ تجمیع شده، اقدام می‌نماید. نهاد واسط به عنوان وکیل دارندگان اوراق، حق دریافت کارمزد در ازاء خدماتی که ارائه می‌کند را خواهد داشت و در صورت بروز خسارت، ملزم به پرداخت خسارات به بیمه‌گذار خواهد بود. منابع مالی که با خرید اوراق از سوی سرمایه‌گذاران به دست می‌آید، سرمایه اولیه برای انجام کسب‌وکار بیمه اتکایی را فراهم می‌کند. در مقطع سررسید اوراق، در صورتی که خسارت توافق شده در بیمه اتکایی رخ ندهد، اصل سرمایه و کل سود حاصل از عملیات سرمایه‌گذاری متعلق به دارندگان اوراق خواهد بود (سروش و وکیلی، ۱۳۹۸؛ عسگری و همکاران، ۱۳۹۵).

پژوهش‌های متعددی به موضوع اوراق بهادار و مشتقات بیمه‌ای پرداخته‌اند که در ادامه، به بررسی آنها پرداخته می‌شود:

کانابارو<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۹۸)، در پژوهشی با عنوان «صدور و مزایای اوراق بهادار مرتبط با بیمه: مدل‌سازی و قیمت‌گذاری تصادفی بلایای طبیعی در بازار بیمه اتکایی»، به چگونگی انتشار و مزایای اوراق بهادار بیمه‌ای می‌پردازند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که اختصاص بخشی از پرتفوی درآمد ثابت به اوراق بهادار بیمه‌ای می‌تواند باعث تقویت و رشد در بازده انتظاری سبد سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک سبد گردد.

1. Swiss Re
2. Eduardo Canabarro

يانگ<sup>۱</sup> و همكاران (۲۰۰۸)، در پژوهشى با عنوان «تأثير رویدادهای فاجعه‌بار بر بازارهای سهام و اوراق بهادارسازی ريسک»، با توجه به همبستگی پايين میان اوراق حوادث فاجعه‌آمیز با ساير ابزارهای مالی، به جهت سهولت در تنوع‌بخشی سبد سرمایه‌گذاران در جهت کاهش ريسک سرمایه‌گذاری، همبستگی میان این اوراق با ساير ابزارها و اوراق مالی موجود در بازار را سنجش می‌کنند.

ساپوترا<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشى با عنوان «تحليل معيارهای ريسک طرح‌های بیمه اتکایی تحت توزيع نمایی زیان با استفاده از ارزش در معرض ريسک و احتمال ورشکستگی»، انواع ريسک‌های موجود در طرح‌های بیمه‌های اتکایی را بررسی و تحليل می‌کند.

المراکحی و الجرحی<sup>۳</sup> (۲۰۲۲)، در پژوهشى با عنوان «اوراق بهادارسازی ريسک‌های بیمه در کشورهای اسلامی: طرح‌های منطبق با شریعت برای اوراق بهادار بیمه»، به بررسی ساختار اوراق بهادارسازی ريسک‌های بیمه‌ای در کشورهای اسلامی پرداخته و روش‌های نوینی را برای طراحی اوراق بیمه‌ای مطابق با اصول شریعت پیشنهاد می‌کند.

برونرماير و مارکوس<sup>۴</sup> (۲۰۲۳)، در پژوهشى با عنوان «نقش اوراق بهادار بیمه در کاهش نوسانات مالی و بهبود ثبات اقتصادی»، به بررسی نقش اوراق بیمه‌ای در کاهش نوسانات مالی و بهبود ثبات اقتصادی پرداخته‌اند. پژوهشگران نشان می‌دهند که استفاده از این اوراق می‌تواند به کاهش ريسک‌های سیستماتیک در بازارهای مالی کمک کند و باعث افزایش پایداری در برابر شوک‌های اقتصادی شود.

در بخش پژوهش‌های داخلی، ایزدی (۱۳۸۴)، با مطالعه «مزایای اوراق قرضه مرتبط با بیمه برای بیمه‌گران اموال و حوادث»، به بررسی منافع اوراق بهادار بیمه‌ای در مدیریت ريسک برای شرکت‌های بیمه‌گر در حوزه‌های تخصصی اموال و حوادث می‌پردازد. این پژوهش به نقل از مارکوس اشموترز، لوک‌آلبرتینی و ماسکی کاتسویاما مورد مطالعه قرار گرفته است.

سیفلو (۱۳۸۸)، در پژوهشى با عنوان «بررسی فقهی-تطبیقی اوراق بلايای طبیعی»، به بررسی انواع اوراق بهادار بیمه‌ای می‌پردازد. در این پژوهش، اوراق بهادار بیمه‌ای بررسی می‌شود و روند رشد این اوراق و ساختارشان مورد بررسی قرار می‌گیرد.

تهرانی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشى با عنوان «اوراق بهادار سایدکار، ابزاری نوین برای تأمین مالی شرکت‌های بیمه»، به بیان چيستی اوراق بهادار سایدکار و ابعاد ساختاری این اوراق پرداخته و توضیح می‌دهند که این نوع اوراق چگونه می‌تواند به انتقال ريسک و توزیع آن در بین سرمایه‌گذاران کمک کند.

موسویان و همکاران (۱۳۹۴)، به بررسی «اوراق بیمه اتکایی اسلامی جهت انتقال ريسک در صنعت نفت» پرداختند. آنها در پژوهش خود، برای اولین بار ادبیات مربوط به اوراق بیمه اتکایی را بیان و مطرح می‌کنند. یافته‌های این پژوهش، جهت تعامل بازار سرمایه با صنعت بیمه، به واسطه تبدیل ريسک پرتفوی

1. Young
2. Kie Van Ivanky Saputra
3. Al-Marakehi, M. & Al-Jarhi
4. Brunnermeier, M. K. & Sannikov, Y

بیمه‌های شرکت‌های بیمه‌گر به اوراق بهادار، یک ابزار نوین مالی با نام اوراق بیمه اتکایی را پیشنهاد می‌دهد و از این اوراق جهت انتقال ریسک در صنعت نفت استفاده می‌کند و پیشنهادهایی را در حوزه اجرا ارائه می‌دهد.

کاوند و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی با عنوان «بولتن بازار سرمایه اسلامی: اوراق بیمه اتکایی»، به بررسی اوراق بیمه اتکایی پرداخته و پس از تصویب دستورالعمل انتشار این اوراق (۱۳۹۷) توسط کمیته تخصصی-فقهی سازمان بورس، مدل‌ها و انواع مختلف اوراق بیمه‌ای متعارف را تحلیل می‌کنند. ولی‌زاده لاریجانی (۱۴۰۱)، در پژوهشی با عنوان «اوراق بیمه اتکایی، راه‌حلی جهت استفاده از ظرفیت بازار سرمایه»، به معرفی اوراق بیمه اتکایی در ایران پرداخته و نقش این اوراق را در تقویت تعامل میان بازار سرمایه و صنعت بیمه مورد بررسی قرار می‌دهد.

پژوهش حاضر با تمرکز بر شناسایی و تحلیل چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در ایران، گامی فراتر از مطالعات پیشین برمی‌دارد. در حالی که پژوهش‌هایی مانند سیفلو (۱۳۸۸)، تهرانی و همکاران (۱۳۹۲) و میرطاهر و همکاران (۱۳۹۴) به معرفی اصول اولیه، ساختار و کاربردهای این اوراق پرداخته‌اند و کاوند و همکاران (۱۳۹۸) و ولی‌زاده لاریجانی (۱۴۰۱) نیز، به تحلیل مدل‌ها و انواع این ابزارها پس از تصویب دستورالعمل مربوطه توجه کرده‌اند، هیچ‌یک از این مطالعات به‌طور جامع به موانع و چالش‌های عملیاتی‌سازی این اوراق در ایران نپرداخته‌اند. این پژوهش با بررسی دقیق مشکلات ساختاری، فقهی، قانونی و اجرایی، سعی در پر کردن این خلأ پژوهشی دارد و با ارائه راهکارهای پیشنهادی مبتنی بر شرایط بومی، به توسعه دانش در زمینه تعامل بازار سرمایه و صنعت بیمه در ایران کمک می‌کند. این رویکرد نوآورانه می‌تواند زمینه‌ساز اجرا و انتشار موفق این ابزار مالی در آینده باشد.

همان‌طور که ملاحظه گردید در پژوهش‌هایی که مرور شدند، غالباً به اوراق بهادار بیمه‌ای متعارف در جهان پرداخته شده که بیش‌تر ناظر به اوراق حوادث فاجعه‌آمیز در دنیا بوده‌اند. تعدادی از پژوهشگران راجع به اوراق بیمه اتکایی به‌عنوان یک اوراق مالی اسلامی جدید که یک نوآوری در بازار اوراق بهادار اسلامی بازارهای مالی اسلامی محسوب می‌شود پرداخته‌اند و ضمن معرفی این اوراق و بیان ضرورت آن جهت انتشار در بازار سرمایه ایران، به این نکته اشاره کردند که یکی از راهکارهای پیوند بیش‌ازپیش بازار سرمایه با بازار بیمه، انتشار این اوراق است. همچنین، در ادامه، در سال ۱۳۹۷، دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی در کمیته فقهی-تخصصی سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب شد. در ادامه، و در حیطه اجرایی، چهار مرتبه مجوز حرفه‌ای انتشار اوراق بیمه اتکایی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار برای سه شرکت بیمه‌گر متقاضی و سازمان بیمه مرکزی صادر شد، اما تا به حال به دلایلی که در این پژوهش از آن بحث می‌شود، موفق به انتشار اوراق نشدند.

بنابراین از آن جایی که سوال و هدف پژوهش حاضر، احصای چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه ایران است، مطابق بررسی پیشینه پژوهش از این منظر دارای نوآوری نیز، است. در راستای بهبود و مهیاسازی شرایط جهت انتشار اوراق بیمه اتکایی، احصای چالش‌هایی که در این پژوهش از آنها بحث می‌شود اولویت و ضرورت دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از حیث هدف، کاربردی<sup>۱</sup> و از حیث داشتن فرضیه، توصیفی<sup>۲</sup> است. ناظر به سؤال پژوهش یعنی؛ استخراج چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه، روش جمع‌آوری داده‌ها از طریق مصاحبه خبرگانی و سپس، تحلیل داده‌ها مطابق با روش نگاشت شناختی<sup>۳</sup> است. روش نگاشت شناختی یک ابزار کیفی است که برای شناسایی و تحلیل ساختارهای شناختی و ذهنی افراد یا گروه‌ها استفاده می‌شود. این روش به‌ویژه در مطالعات سازمانی، مدیریت و تحلیل سیاست‌گذاری کاربرد دارد و به محققان کمک می‌کند تا مفاهیم، ایده‌ها و ارتباطات میان آنها را شناسایی و تحلیل کنند (ضرغامی فرد و عادل‌آذر، ۱۳۹۲؛ ادن و اکرم‌ن<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱). روش نگاشت شناختی به‌عنوان یک تکنیک کیفی، برای ترسیم نقشه‌ای از ساختار ذهنی یا شناختی فرد یا گروهی از افراد استفاده می‌شود. این روش از تحلیل محتوای کیفی بهره می‌گیرد و می‌تواند به‌صورت دستی یا با استفاده از نرم‌افزارهای تخصصی مانند Xmind، Decision Explorer و Gephi اجرا شود (بریسون<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۴). رویکرد نگاشت شناختی به‌منظور انعکاس تئوری ساخت شخصی جورج کلی (۱۹۹۵) معرفی شد. روش نگاشت شناختی به سه نوع مختلف به شرح زیر تقسیم می‌گردد:

- نگاشت معنایی<sup>۶</sup>
- نگاشت علی<sup>۷</sup>
- نگاشت مفهومی<sup>۸</sup> (تان و سیاع<sup>۹</sup>، ۲۰۰۶)

به صلاح‌دید پژوهشگران و مبتنی بر نوع مسئله پژوهش حاضر، نگاشت شناختی معنایی برای این پژوهش انتخاب و گام‌های عملیاتی آن اجرا گردید. روش نگاشت شناختی معنایی (نگاشت ذهنی، نگاشت ایده)؛ اولین و پرکاربردترین نوع نگاشت است که نشان‌دهنده سیستم باور یک فرد است. این تکنیک برای شناسایی کلیه مفاهیم مرتبط با یک مفهوم بکار برده می‌شود. روش نگاشت شناختی، به ویژه از نوع نگاشت معنایی، ابزاری مناسب برای تحلیل مسائل پیچیده و غیرساختاریافته است. این روش امکان نمایش روابط و پیوندهای معنایی بین مفاهیم کلیدی را فراهم می‌کند و به پژوهشگر کمک می‌کند تا از زوایای مختلف به مسئله نگاه کند. یکی از دلایل انتخاب این روش در پژوهش حاضر، ماهیت کیفی و پیچیده چالش‌های مربوط به انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه ایران است. این چالش‌ها نه تنها چندبعدی و متأثر از عوامل مختلف اقتصادی، قانونی، حقوقی و... هستند، بلکه اغلب ارتباطات ظریف و غیرمستقیمی با یکدیگر

1. Applied Research
2. Descriptive research
3. Cognitive mapping
4. Eden & Ackermann
5. Bryson
6. Idea/mind mapping
7. Casual mapping
8. Concept mapping
9. Tan & Siau



دارند که به‌خوبی در قالب مدل‌های سنتی کمی مانند مدل‌سازی معادلات ساختاری یا روش‌های کیفی مانند تحلیل موضوعی قابل نمایش نیستند. از جمله مزایای روش نگاشت شناختی برای این پژوهش می‌توان به این موارد اشاره کرد:

۱. بازنمایی روابط معنایی: نگاشت شناختی امکان بازنمایی بصری و دقیق چالش‌ها و عوامل مؤثر بر آن‌ها را فراهم می‌آورد.
۲. تمرکز بر مفاهیم کلیدی: این روش به شناسایی مفاهیم اصلی و ارتباط آن‌ها کمک می‌کند، که در ارائه راهکارهای عملیاتی این چالش‌ها بسیار مؤثر است.
۳. انعطاف‌پذیری: در مقایسه با مدل‌سازی معادلات ساختاری که به داده‌های کمی و نمونه‌های بزرگ نیاز دارد، نگاشت شناختی امکان کار با داده‌های کیفی و غیرساختاریافته را فراهم می‌کند.
۴. سهولت مشارکت خبرگان: این روش مناسب تعامل با خبرگان حوزه و استخراج دانش آنان به شیوه‌ای نظام‌مند است.

بنابراین، نگاشت شناختی از نوع معنایی به‌عنوان ابزاری انتخاب شد که به‌خوبی قادر است ماهیت چندبعدی و کیفی موضوع این پژوهش را بازتاب دهد و دیدگاهی جامع‌تر نسبت به چالش‌های موجود ارائه کند.

برای ایجاد یک نقشه معنایی، از مرکز کاغذ و با یک ایده اصلی<sup>۱</sup> آغاز می‌کنند و به سمت بیرون و در همه جهات کار را ادامه می‌دهند تا بتوانند کلمات کلیدی<sup>۲</sup> و تصاویر کلیدی از مفهوم موردنظر را به وجود آورند. هر کدام از این ایده‌ها می‌توانند به‌خودی‌خود ایده مرکزی بوده و سطح بعدی تحلیل را در بر داشته باشند. به بیان دیگر، یک نگاشت معنایی، یک یا چند مفهوم اصلی را در قالب شاخه‌های درخت می‌کشد.

گام‌های عملیاتی اجرای روش نگاشت شناختی بدین ترتیب است:

- گام اول - آماده‌سازی
- گام دوم - ایجاد عبارات
- گام سوم - ساختاربندی عبارات
- گام چهارم - ارائه مجدد عبارات
- گام پنجم - تفسیر نقشه‌ها
- گام ششم - ایجاد نگاشت شناختی (ضرغامی فرد و عادل آذر، ۱۳۹۲)

راجع به مشارکت‌کنندگان در نگاشت شناختی، در پژوهش حاضر خبرگان پژوهش، به روش نمونه‌گیری هدفمند و مبتنی بر سهولت دسترسی و بر اساس معیارهایی شامل تحصیلات، موقعیت‌سازمانی مرتبط و سابقه علمی و اجرایی در زمینه پژوهش انتخاب گردیدند. تعداد ۱۵ خبره به‌عنوان مشارکت‌کنندگان در نگاشت شناختی در قالب مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته انجام شده توسط پژوهشگران، داده‌های ورودی روش نگاشت شناختی را ایجاد کردند. مشخصات جمعیت‌شناختی مشارکت‌کنندگان در نگاشت شناختی در قالب جدول زیر ارائه می‌گردد.

1. Central word
2. Child word

## جدول ۱. مشخصات جمعیت‌شناختی خبرگان پژوهش در مرحله مصاحبه نگاشت شناختی

ردیف	جنسیت	تحصیلات	موقعیت‌سازمانی
۱	مرد	دکتری تخصصی	هیئت‌علمی دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام)
۲	مرد	دکتری تخصصی	مدیرعامل هلدینگ سرمایه‌گذاری
۳	مرد	دکتری تخصصی	عضو کمیته تخصصی-فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار
۴	مرد	دکتری تخصصی	معاون معاونت توسعه و نوآوری بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران
۵	مرد	دکتری تخصصی	عضو هیئت‌مدیره شرکت بیمه‌گر
۶	مرد	دکتری تخصصی	مدیر مهندسی مالی شرکت تأمین سرمایه
۷	مرد	دکتری تخصصی	کارشناس تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه
۸	مرد	دکتری تخصصی	کارشناس تحقیق شرکت مدیریت دارایی مرکزی
۹	مرد	دکتری تخصصی	معاون تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه
۱۰	مرد	دکتری تخصصی	مدیر سرمایه‌گذاری شرکت بیمه‌گر
۱۱	مرد	کارشناسی ارشد	کارشناس معاونت توسعه و نوآوری بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران
۱۲	زن	کارشناسی ارشد	کارشناس عملیات شرکت مدیریت دارایی مرکزی
۱۳	زن	کارشناسی ارشد	مدیر سرمایه‌گذاری شرکت بیمه‌گر
۱۴	زن	کارشناسی ارشد	مدیر سرمایه‌گذاری شرکت بیمه‌گر
۱۵	مرد	کارشناسی ارشد	مدیر سرمایه‌گذاری شرکت بیمه‌گر

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در ادامه، مراحل نگاشت شناختی، در گام ساختاربندی عبارات نگاشت شناختی، کارت‌ها به مشارکت‌کنندگانی محدود که به روش نمونه‌گیری هدفمند و بر اساس معیار سهولت دسترسی انتخاب گردیدند (منتخبی از خبرگان مصاحبه شده)، اعطا گردید. مشخصات جمعیت‌شناختی مشارکت‌کنندگان در مرحله ساختاربندی عبارات نگاشت شناختی به شرح جدول زیر است:

## جدول ۲. مشخصات جمعیت‌شناختی مشارکت‌کنندگان در ساختاربندی عبارات

ردیف	جنسیت	تحصیلات	موقعیت‌سازمانی
۱	مرد	دکتری تخصصی	مدیر مهندسی مالی شرکت تأمین سرمایه
۲	مرد	دکتری تخصصی	مدیرعامل هلدینگ سرمایه‌گذاری
۳	مرد	دکتری تخصصی	کارشناس تحقیق شرکت مدیریت دارایی مرکزی
۴	مرد	دانشجوی دکتری تخصصی	پژوهشگر حوزه ابزارهای بدهی
۵	مرد	دانشجوی دکتری تخصصی	کارشناس ابزار بدهی شرکت مشاور سرمایه‌گذاری

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در قسمت بعد، یافته‌های پژوهش در پاسخ علمی به سؤال پژوهش؛ تشریح شش گام اجرایی روش علمی نگاشت شناختی به تفصیل بیان می‌شود تا پاسخ به سؤال پژوهش مبتنی بر این روش، صورت پذیرد.



## تجزیه و تحلیل داده‌ها

مبتهی بر سوال و هدف پژوهش که در واقع احصا و تبیین چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در بازار سرمایه ایران است، به روش نگاشت شناختی و با انجام مراحل و گام‌های این روش، در قالب نقشه نهایی نگاشت شناختی، چالش‌هایی ارائه می‌شوند؛ سپس، به تفکیک هر کدام از چالش‌ها تبیین می‌گردند.

در گام اول ایجاد نگاشت شناختی (آماده‌سازی)؛ مشارکت‌کنندگانی تحت عنوان خبرگان پژوهش شرکت می‌کنند که مشخصات جمعیت‌شناختی ایشان قبلاً بیان گردید. درجه ناهمگنی و یا همگنی مشارکت‌کنندگان بستگی به هدف بررسی دارد. ناهمگنی، گستردگی و تنوع دیدگاه‌ها را تضمین می‌کند، اما گروه‌های همگن، بیشتر برای فرایند مفهوم‌سازی استفاده می‌شوند. در پژوهش حاضر، به جهت استفاده از خبرگان در حوزه‌های متعدد از جمله، ذی‌نفعان و ناشران، پژوهشگران و قانون‌گذاران این حوزه، می‌توان گفت ناهمگنی مشارکت‌کنندگان، گستردگی و تنوع دیدگاه‌ها را تضمین می‌کند. در روش نگاشت شناختی، هیچ محدودیتی در مورد تعداد خبرگان وجود ندارد. حتی یک فرد نیز، می‌تواند به‌تنهایی مفهوم‌سازی را انجام دهد. با توجه به ویژگی‌های ترکیبی نگاشت شناختی (ترکیب رویه‌های قیاسی و استقرایی)، گروه‌های بالای سه نفر تا هشت نفر مطلوب به نظر می‌رسد. تعداد بیشتر افراد خبره، متضمن تنوع دیدگاه‌هاست که متناسب با نگاشت معنایی است. در پژوهش حاضر تعداد ۱۵ خبره، به‌عنوان مشارکت‌کنندگان در نگاشت شناختی در قالب مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته انجام شده توسط پژوهشگران، داده‌های ورودی روش نگاشت شناختی را ایجاد کردند.

در گام دوم ایجاد نگاشت شناختی (ایجاد عبارات)؛ به‌طور کلی دو روش وجود دارد:

- روش طوفان فکری: در ایجاد عبارات نگاشت شناختی، کار معمولاً از طوفان مغزی آغاز می‌شود. خبرگان تشویق می‌شوند تا عباراتی ایجاد کنند بدون هیچ‌گونه انتقاد یا بحث. هیچ محدودیتی روی تعداد عبارات وجود ندارد. سپس، عبارات مشابه حذف شده و در یک جمع‌بندی عبارات نگاشت شناختی نوشته می‌شوند.
- روش کدبندی: در این روش از اسناد و مدارک موجود از قبیل منابع حاصل از مصاحبه‌های صورت‌گرفته و منابع معتبر کتابخانه‌ای موجود (شامل مقالات، مصوبات کمیته تخصصی-فقهی، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های مصوب سازمان بورس و بیمه مرکزی) استفاده می‌شود و کدهایی توسط پژوهشگر به‌عنوان عبارات نگاشت شناختی ایجاد می‌گردند.

در پژوهش حاضر، از دو روش فوق‌الذکر برای تهیه عبارات نگاشت شناختی استفاده گردیده است. عبارات با اولویت روش طوفان فکری توسط خبرگان پژوهش و در صورت عدم ایجاد عبارت، به روش کدبندی توسط پژوهشگران، تهیه گردیدند.

جدول عبارات نگاشت شناختی به شرح زیر است:

## جدول ۳. لیست عبارات نگاشت شناختی

ردیف	عبارات
۱	ابهام در شیوه سرمایه‌گذاری منابع اوراق
۲	سرمایه‌گذاری مطمئن و کم‌ریسک منابع، مطابق تجربه دنیا
۳	عدم جذابیت و عدم توجه اقتصادی اوراق برای سرمایه‌گذاران
۴	ضرورت شناسایی بازدهی بالاتر از بازدهی متعارف در اوراق بیمه‌ای، مطابق تجربه دنیا
۵	بالابودن هزینه تأمین مالی در ایران
۶	وجود شکاف بین سود حاصل از سرمایه‌گذاری و هزینه‌های تأمین مالی
۷	احتمال رخداد خسارت سید پرتفوی بیمه‌ای
۸	عدم انتفاع شرکت بیمه‌گر از عملیات انتشار اوراق
۹	کوپین و سود علی‌الحساب، مخالف روح اوراق
۱۰	اوراق بیمه اتکایی بدون کوپین انتخاب مناسبی است
۱۱	اعمال اختیار فروش، مخالف روح اوراق بیمه اتکایی
۱۲	حدنصاب‌های محدودکننده خریداران اوراق با درآمد متغیر
۱۳	عدم وجود نهادهای خریدار اصلی اوراق بیمه‌ای در ایران، مانند صندوق‌های پوشش ریسک
۱۴	تمایل نهادهای مالی به تخصیص درصدی از منابع به اوراق با درآمد متغیر
۱۵	جداگانه‌سازی منابع حاصل از انتشار اوراق به‌عنوان یک صعوبت برای بانی (ناشر)
۱۶	عدم تطابق عمر بیمه‌نامه‌ها با سررسید اوراق منتشر شده
۱۷	رکن ضامن اوراق، از جهت هزینه بالا، به‌عنوان چالش مطرح است
۱۸	رتبه‌بندی اوراق، تجربه جدید در صنعت رتبه‌بندی ایران

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در گام سوم ایجاد نگاشت شناختی (ساختار بندی عبارات)؛ مراحل به شرح زیر انجام می‌گردد:

۱. ثبت هر یک از عبارات در کارت‌های مختلف و به‌صورت جداگانه
  ۲. اعطای مجموعه کاملی از کارت‌ها به مشارکت‌کنندگان موردنظر
  ۳. آموزش نحوه دسته‌بندی کارت‌ها به مشارکت‌کنندگان
  ۴. کشف ارتباط عبارات با یکدیگر (به واسطه انجام گام بعدی نگاشت شناختی).
- عبارات نگاشت شناختی به شرح جدولی که گذشت، در قالب کارت‌هایی مجزا تهیه گردیدند. کارت‌ها به مشارکت‌کنندگانی محدود که بر اساس معیار سهولت دسترسی انتخاب شدند (منتخبی از خبرگان مصاحبه شده)، اعطا گردید. مشخصات جمعیت‌شناختی خبرگان این مرحله در قسمت قبل بیان گشت. اصول ساختار بندی به شرح موارد زیر، به مشارکت‌کنندگان یادآوری شد:
- هر عبارت فقط می‌تواند در یک دسته قرار بگیرد (یک عبارت نمی‌تواند هم‌زمان در دودسته باشد)؛
  - همه عبارات نمی‌توانند در یک دسته مجزا قرار داده شوند. البته افراد می‌توانند کارت‌ها را به هر طریقی که برای آن‌ها با معناست دسته‌بندی کنند.



خروجی این مرحله از اجرای روش نگاشت شناختی، کارت‌هایی ساختاربندی شده توسط هر فرد است.

پس از اخذ ساختاربندی‌های انجام شده توسط مشارکت‌کنندگان، کشف ارتباط بین عبارات نگاشت شناختی، به واسطه انجام گام بعدی روش، صورت می‌پذیرد. در گام چهارم ایجاد نگاشت شناختی (ارائه مجدد عبارات)؛ ماتریس مشابهت فردی و سپس، ماتریس مشابهت گروهی تهیه می‌گردد تا ارتباط بین عبارات نگاشت شناختی کشف شود.

#### ماتریس مشابهت فردی:

نتایج حاصل از ساختاربندی کارت‌ها، برای هر شخص در قالب جدول یا ماتریس تهیه می‌شود. سطر و ستون این ماتریس نشان‌دهنده عبارات هستند. همه ارزش‌های این ماتریس برابر صفر یا یک است. عدد یک نشان می‌دهد که عبارات به ازای آن ردیف و ستون توسط شخص مشارکت‌کننده، هم‌زمان در یک دسته قرار گرفته‌اند. در حالی که عدد صفر نشان می‌دهد که آن عبارات با یکدیگر در یک دسته قرار نگرفته‌اند. قابل توجه است که ارزش‌های قطری ماتریس برابر با یک است، زیرا یک عبارت همیشه در دسته خودش مرتب می‌گردد.

#### ماتریس مشابهت گروهی:

مجموع ماتریس‌های فردی با یکدیگر تشکیل ماتریس گروهی می‌دهند. اعداد ماتریس گروهی، برای هر جفت از عبارات نشان می‌دهد، چند نفر از خبرگان و مشارکت‌کنندگان، آن دو جفت از عبارات را با یکدیگر در یک دسته قرار داده‌اند. در ماتریس شباهت گروهی، مقادیر می‌توانند از صفر تا نهایت تعداد افراد مشارکت‌کننده باشد (که در پژوهش حاضر از صفر تا پنج است). ارزش عددی بزرگ در این ماتریس نشان می‌دهد که بسیاری از مشارکت‌کنندگان، آن دو جفت عبارت را با یکدیگر در یک دسته مشابه قرار داده‌اند. اعداد کوچک نشان می‌دهد که دو عبارت به‌ندرت در یک دسته مشابه قرار گرفته‌اند و این بدان معنی است که دو عبارت به‌طور مفهومی از یکدیگر مجزا هستند. ماتریس مشابهت گروهی که جمع بین ماتریس مشابهت فردی مأخوذه از هر کدام از خبرگان است، برای پژوهش حاضر تهیه گردید. پس از ساختاربندی عبارات نگاشت شناختی توسط خبرگان، تهیه ماتریس مشابهت فردی و سپس، تهیه ماتریس مشابهت گروهی توسط پژوهشگران انجام شده است. قابل توجه است که ماتریس مشابهت‌های فردی و گروهی در روش نگاشت شناختی، کافی است که به‌صورت بالا مثلی یا پایین مثلی تهیه گردد.

در گام پنجم ایجاد نگاشت شناختی (تفسیر نقشه‌ها)؛ در این مرحله، بر اساس ماتریس مشابهت گروهی به‌دست‌آمده در مرحله قبل، عبارات نگاشت شناختی دسته‌بندی گردیدند. معیار اصلی این دسته‌بندی بر اساس اعطای امتیاز حداکثری (امتیازهای از ۳ بیشتر) ماتریس مشابهت گروهی است. به بیان دیگر، هر عبارتی از هر سطر و ستون دارای امتیاز ۳ و بیشتر در یک دسته قرار گرفته و در نرم‌افزار وارد می‌شوند.



### چالش اول: ابهام در شیوه سرمایه‌گذاری منابع

در چگونگی سرمایه‌گذاری منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی، ابهام و خلأ وجود دارد. انجام سرمایه‌گذاری منابع توسط شرکت‌های بیمه، بایستی مبتنی بر مواد آیین‌نامه شماره ۱۰۴ مصوب شورای عالی بیمه با موضوع سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه انجام شود. آیین‌نامه ۱۰۴، در آبان‌ماه سال ۱۴۰۲ توسط بیمه مرکزی ابلاغ گردید. البته قابل ذکر است، تا زمان انجام پژوهش حاضر، آیین‌نامه ۱۰۴ صرفاً به شرکت‌های بیمه‌ای در مناطق اصلی ابلاغ گردیده و سایر شرکت‌های بیمه‌ای فعال در مناطق آزاد، با آیین‌نامه قبلی سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه (آیین‌نامه ۹۷) که دارای محدودیت فراوان تری نسبت به آیین‌نامه فعلی است، سرمایه‌گذاری می‌کنند. چالش فعلی، با فرض ابلاغ آیین‌نامه ۱۰۴ به تمامی شرکت‌های بیمه‌ای اعم از مناطق اصلی و آزاد بیان می‌گردد. مطابق ماده ۲ این آیین‌نامه<sup>۱</sup>، یک شرکت بیمه‌ای موظف است، منابع خود را در سه بخش کلی سرمایه‌گذاری از محل حقوق مالکانه، سرمایه‌گذاری از محل ذخایر ریاضی و سرمایه‌گذاری از محل سایر ذخایر فنی سهم نگهداری خود قرار دهد. آیین‌نامه حاضر برای هر بخش، نصاب‌های مخصوص به خود را قرار داده است. شرکت موظف است مطابق این نصاب‌ها با منابع خود سرمایه‌گذاری کند. از طرفی، سؤال اساسی اینجاست که منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی که بایستی مطابق مواد آیین‌نامه سرمایه‌گذاری شوند، مبتنی بر نصاب‌های کدام دسته از سه نوع سرمایه‌گذاری فوق‌الذکر است؟ در متن آیین‌نامه، اشاره‌ای به منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه‌ای توسط شرکت‌های بیمه‌ای نشده است. همین موضوع اولاً از نقاط ضعف آیین‌نامه مذکور است و ثانیاً باعث ابهام در شیوه سرمایه‌گذاری منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی است.

### چالش دوم: عدم جذابیت و عدم توجیه اقتصادی اوراق برای سرمایه‌گذاران

خرید اوراق بیمه اتکایی منتشر شده، باتوجه به هزینه‌های بالای انتشار اوراق در مقایسه با بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع اوراق، در حال حاضر جذابیتی ندارد. ماهیت اوراق بیمه اتکایی از نوع اوراق با درآمد غیرثابت و متغیر است، بنابراین بایستی بازدهی مناسب و مطلوبی به خریداران این اوراق اختصاص دهد. بازدهی مناسب و مطلوب در واقع یک بازدهی بیشتر از بازدهی متعارف یک بازه زمانی در یک بازار مالی است. از طریق بازدهی بالاتر از متعارف یک بازه زمانی و به واسطه پذیرش ریسک ناشی از ماهیت اوراق بیمه اتکایی، برای خریداران اوراق جذابیت ایجاد می‌گردد.

۱. مؤسسه بیمه اعم از مستقیم یا اتکایی موظف است در عملیات سرمایه‌گذاری از محل حقوق مالکانه، ذخایر ریاضی و سایر ذخایر فنی سهم نگهداری خود (موضوع آیین‌نامه شماره ۵۸ مصوب شورای عالی بیمه)، ضوابط این آیین‌نامه را رعایت نماید.

جدول ۴. آمار ۱۱ اوراق بهادار بیمه‌ای منتشر شده در جهان

شماره	نام اوراق	کشور	تاریخ انتشار	P <sup>۱</sup>	V <sup>۲</sup>	نوع ریسک	T <sup>۳</sup>	R <sup>۴</sup>	TY <sup>۵</sup>	MIR <sup>۶</sup>	YDTB <sup>۷</sup>	YDMIT <sup>۸</sup>
۱	Everglades Re Ltd. 2020-1	آمریکا	ژوئن ۲۰۲۰	۱۰۰۰	۳۰۰	ریسک طوفان‌های فلوریدا	۳	۶۷۵	۰.۶	۷/۵	۶/۱۵	-۰.۷۵
۲	Atlas IX Capital Ltd. 2019-1	فرانسه	نوامبر ۲۰۱۹	۱۰۰۰	۲۰۰	زلزله‌های اروپای غربی	۴	۷/۵	۰/۱	۵/۲	۷/۴	۲/۳
۳	Acom Re Ltd. 2018-1	ژاپن	دسامبر ۲۰۱۸	۱۰۰۰	۲۵۰	ریسک زلزله‌های ژاپن	۵	۶/۲۵	۰/۱	۴/۵	۶/۱۵	۱/۷۵
۴	Pelican Re Ltd. 2021-1	آمریکا	فوریه ۲۰۲۱	۱۰۰۰	۲۰۰	ریسک طوفان‌های لوئیزیانا	۳	۷	۱/۳	۶/۸	۵/۷	۰/۲
۵	Muteki Ltd. 2020-1	ژاپن	مارس ۲۰۲۰	۱۰۰۰	۳۰۰	ریسک زلزله‌های ژاپن	۴	۶/۵	۰	۵	۶/۵	۱/۵
۶	Kizuna Re Ltd. 2018-1	ژاپن	دسامبر ۲۰۱۸	۱۰۰۰	۲۵۰	ریسک زلزله‌های ژاپن	۵	۶/۲۵	۰/۱	۴/۵	۶/۱۵	۱/۷۵
۷	Tartan Capital Ltd. 2019-1	انگلستان	سپتامبر ۲۰۱۹	۱۰۰۰	۲۰۰	ریسک سیلاب‌های انگلستان	۴	۷/۸	۰/۵	۵/۴	۷/۳	۲/۴
۸	Alamo Re Ltd. 2021-1	آمریکا	ژوئن ۲۰۲۱	۱۰۰۰	۱۵۰	ریسک طوفان‌های تگزاس	۳	۷/۲	۱/۵	۷	۵/۷	۰/۲
۹	Blue Coast Ltd. 2019-1	استرالیا	نوامبر ۲۰۱۹	۱۰۰۰	۲۵۰	ریسک طوفان‌های استرالیا	۴	۸	۰/۹	۶	۷/۱	۲
۱۰	Calypso Re Ltd. 2021-1	برمودا	مارس ۲۰۲۱	۱۰۰۰	۳۰۰	ریسک طوفان‌ها و زلزله‌های کارلیب	۵	۷/۱	۱	۵/۵	۶/۵	۲
۱۱	Avalanche Re Ltd. 2020-1	کانادا	ژانویه ۲۰۲۰	۱۰۰۰	۲۰۰	ریسک سیلاب‌ها و بهمن‌های کانادا	۳	۷/۴	۱/۳	۶/۲	۶/۲	۱/۳

ماخذ: یافته‌های پژوهش

۱. قیمت اسمی هر اوراق (دلار)
۲. حجم کل انتشار (میلیون دلار)
۳. مدت (سال)
۴. بازدهی عاید شده به سرمایه‌گذاران (/.)
۵. بازدهی اوراق خزانه‌داری ۱۰ ساله (/.)
۶. بازدهی شاخص بازار (/.)
۷. تفاوت بازدهی با اوراق خزانه‌داری (/.)
۸. تفاوت بازدهی با شاخص بازار سرمایه (/.)

در دنیا نیز، مطابق بررسی‌های پژوهش حاضر، بازدهی عاید شده به خریداران اوراق بیمه‌ای به طور میانگین، بالاتر از بازدهی بازار طی یک بازه زمانی مشخص بوده است. در جدولی که گذشت، جزئیات نمونه‌هایی از اوراق بیمه‌ای منتشر شده در دنیا بررسی شده است.

مطابق داده‌های جدول، می‌توان گفت که بازدهی عاید شده به خریداران اوراق بیمه‌ای همواره بالاتر از بازدهی شاخص‌های متعارف بازار است که در اینجا، دو شاخص بازدهی اوراق خزانه‌داری و بازدهی شاخص بازار سرمایه هر کشور، به‌عنوان شاخص معیار مقایسه‌ای، آورده شده است؛ بنابراین انواع اوراق بیمه‌ای و مخصوصاً اوراق بیمه اتکایی، در سررسید خود، به سبب پذیرش ریسک بیشتر توسط خریداران آن اوراق، بایستی بازدهی بیشتری به خریداران عرضه نماید. مطابق یافته‌های عملی پژوهش، در حال حاضر، هزینه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق در حدود ۳۶٪ تا ۳۸٪ می‌باشد که شامل سود پرداختی به خریداران اوراق به علاوه میزان کارمزد پرداختی به ارکان انتشار اوراق از جمله؛ ضامن، مشاور عرضه، متعهد پذیرهنویسی و سایر ارکان است. از طرفی، ماهیت این اوراق، پریسک است و پذیرش ریسک دیگری بر این اوراق به واسطه سرمایه‌گذاری جسورانه این وجوه نامطلوب است. همچنین، مطابق مطالعه تجربه دنیا، سرمایه‌گذاری غالب منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه‌ای در ابزارهای مالی با درآمد ثابت است. پس محل اصلی سرمایه‌گذاری منابع حاصل از اوراق، در ابزارهای مالی با درآمد ثابت است، به نحوی که سبب بازدهی مطمئن و ریسک پایین را تشکیل دهد. مطابق این نکته و طی یافته‌های عملی پژوهشگر، بازدهی حاصل از یک سبد سرمایه‌گذاری شامل ابزارهای مالی با درآمد ثابت در حال حاضر در حدود ۲۶ تا ۲۷٪ خواهد بود. البته که بخش کمتری از این منابع را می‌توان در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کرد که البته آن هم به جای خود دارای چالشی است که شرایط بازار در زمان سرمایه‌گذاری به چه صورت است. به هر حال؛ شاهد یک شکاف (اختلاف) نسبتاً بالایی میان هزینه تأمین مالی وجوه با سود حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه هستیم. ضمن اینکه فرض بر آن است که خسارتی ناظر به سبد بیمه‌ای که اوراق مبتنی بر آن منتشر شده است حاصل نگردد که اگر چنین شود نیز، هزینه دیگری است که این شکاف (اختلاف) را افزایش می‌دهد. نکات مربوط به چالش فعلی بدین ترتیب خلاصه می‌گردد:

۱. ضرورت پرداخت بازدهی بالاتر از بازدهی متعارف بازار به خریداران اوراق بیمه اتکایی؛
۲. بالا بودن هزینه تأمین مالی و انتشار اوراق در ایران؛
۳. پایین بودن سود حاصل از سرمایه‌گذاری منابع و ایجاد شکاف (اختلاف) نسبتاً بالا به نسبت هزینه‌های تأمین مالی؛
۴. وجود احتمال رخداد خسارت سبد پرتفوی بیمه‌ای که مبتنی بر آن، اوراق منتشر شده است.

بنابراین، همین موضوع موجب عدم جذابیت و عدم توجیه اقتصادی خرید اوراق برای خریداران اوراق محسوب می‌گردد که بایستی برای حل این چالش، راهکاری اندیشیده شود.

## چالش سوم: عدم انتفاع شرکت بیمه‌گر از عملیات انتشار اوراق بیمه اتکایی

مطابق ماده ۳۴ دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی، در صورت عدم تحقق خسارت بر روی سبد بیمه‌ای که مبتنی بر آن اوراق منتشر شده است و پس از رسیدگی و مشخص شدن میزان سود حاصل از سرمایه‌گذاری منابع، تمامی منافع حاصل از سرمایه‌گذاری بایستی به خریداران اوراق پرداخت گردد.<sup>۱</sup> در واقع منافی از بابت سرمایه‌گذاری منابع حاصل از اوراق، به بانی (ناشر) اوراق نمی‌رسد. این موضوع علاوه بر آنکه باعث کاهش انگیزه بانی جهت انجام سرمایه‌گذاری هدفمند و مطمئن می‌گردد، باعث کاهش رغبت شرکت‌های بیمه‌ای جهت انتشار اوراق بیمه اتکایی می‌شود. عدم انتفاع شرکت بیمه‌گر از عملیات انتشار این اوراق، یک طرف ارکان انتشار که شرکت بیمه‌گر باشد را بی‌انگیزه می‌کند. همچنین، ماده ۳۳ دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی، تمامی هزینه‌های مرتبط با انتشار اوراق بیمه اتکایی را به عهده بانی می‌داند.

مطابق ماده ۳۳ و ۳۴ دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی، در سررسید این اوراق، سه حالت مختلف زیر را می‌توان در نظر گرفت. در این حالات، فرض می‌شود که هزینه تامین مالی در مجموع حدود ۳۶٪ تا ۳۸٪ می‌باشد که شامل ۲۳٪ پرداختی به خریداران اوراق (به عبارتی، تحقق سود پیش‌بینی شده‌ای به میزان ۲۳٪) و ۱۳٪ تا ۱۵٪ پرداختی به ارکان انتشار بابت هزینه‌های انتشار اوراق است.

جدول ۵: سه حالت مختلف بانی (ناشر) اوراق بیمه اتکایی در سررسید اوراق

حالت سوم (%)	حالت دوم (%)	حالت اول (%)	
۵۰	۳۶	۲۶	سود تحقق یافته در سررسید
۱۳ تا ۱۵	۱۳ تا ۱۵	۱۳ تا ۱۵	کسر می‌شود: میزان پرداختی به ارکان انتشار
۳۵ تا ۳۷	۲۳ تا ۲۵	۲۳	میزان پرداختی به سرمایه‌گذاران
۰	۰	۱۰ تا ۱۲	جبران کسری پرداختی توسط شرکت بیمه‌گر تا رسیدن به حداقل پرداختی به سرمایه‌گذاران
۰	۰	۱۰- تا ۱۲-	میزان دریافتی شرکت بیمه‌گر از انتشار اوراق بیمه اتکایی

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در سه حالت بیان شده، سه احتمال مختلف برای شرکت‌های بیمه‌گر ناشر اوراق بیمه اتکایی در سررسید اوراق بررسی گردید. در حالت اول، شرکت سودی معادل ۲۶٪ را که کف میزان سود پرداختی فعلی ابزارهای با درآمد ثابت، مثل صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت است، در سررسید اوراق شناسایی می‌کند که پس از پرداخت سودی معادل ۱۰ تا ۱۲٪ از سایر منابع خودش، می‌تواند هزینه‌های

۱. حق بیمه دریافتی، وجوه حاصل از انتشار اوراق و درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری آنها و هرگونه سود حاصله، متعلق به دارندگان اوراق بوده و پرداخت وجوه مذکور به دارندگان اوراق پس از پرداخت کلیه خسارت‌ها، کارمزد و سایر هزینه‌های مربوط به قرارداد بیمه اتکایی صورت می‌گیرد.

ناشی از انتشار اوراق توسط ارکان و پرداختی بابت سود اوراق به خریداران اوراق را پوشش دهد. در این حالت، شرکت بیمه‌گر، در حدود ۱۰ تا ۱۲٪ بابت انتشار اوراق بیمه اتکایی، زیان شناسایی می‌کند.

در حالت دوم، شرکت سودی معادل ۳۶٪ را در سررسید اوراق شناسایی می‌کند که پس از پرداخت سودی معادل ۱۳ تا ۱۵٪ از سود محقق شده به ارکان انتشار بابت هزینه‌های ناشی از انتشار اوراق، معادل ۲۳ تا ۲۵٪ بابت سود اوراق به خریداران اوراق پرداخت می‌نماید. در این حالت، شرکت بیمه‌گر، هیچ سودی بابت انتشار اوراق بیمه اتکایی، شناسایی نمی‌کند.

در حالت سوم، شرکت سودی معادل ۵۰٪ را در سررسید اوراق شناسایی می‌کند که پس از پرداخت سودی معادل ۱۳ تا ۱۵٪ از سود محقق شده به ارکان انتشار بابت هزینه‌های ناشی از انتشار اوراق، معادل ۳۵ تا ۳۷٪ بابت سود اوراق به خریداران اوراق پرداخت می‌نماید. در این حالت نیز، شرکت بیمه‌گر، هیچ سودی بابت انتشار اوراق بیمه اتکایی، شناسایی نمی‌کند و تمام سود پس از کسر هزینه‌های انتشار، گرچه بیشتر از سود پیش‌بینی شده (معادل ۲۳٪) بوده‌است، تماماً متعلق به خریداران اوراق است.

بنابراین ضروری است راهکاری اندیشیده شود تا شرکت بانی (ناشر) اوراق بیمه اتکایی، در سودهای محقق شده در سررسید اوراق شریک گردد و خود نیز، ذی‌نفع باشد.

#### چالش چهارم: کوپن و سود علی‌الحساب، مخالف روح اوراق بیمه اتکایی

مطابق ماده ۱۱ دستورالعمل، به طور کلی امکان پرداخت سود به خریداران اوراق، در قالب کوپن و به صورت سود علی‌الحساب مجاز در نظر گرفته شده است و بانی موظف است روش محاسبه، مواعد و شیوه پرداخت سود علی‌الحساب و قطعی اوراق را در مقاطع زمانی تعیین‌شده، در گزارش توجیهی، بیانیه ثبت و اعلامیه پذیره‌نویسی درج نماید.

در جلسه کمیته تخصصی-فقهی، راجع به این موضوع یک پرسش و پاسخی صورت پذیرفته است.<sup>۱</sup> مطابق سیر بیان شده، طراحی و پرداخت سود علی‌الحساب بر روی اوراق بیمه اتکایی منتفی است، اما ادامه مصوبه ناظر به تسویه بر مبنای مقدار سود محاسباتی واقعی ناشی از سرمایه‌گذاری وجوه نیز، خالی از ایراد نیست. در پرداخت سود به دارندگان اوراق بیمه اتکایی، ملاک صرفاً سود ناشی از سرمایه‌گذاری منابع حاصل از انتشار اوراق نیست و میزان خسارت محقق شده سبد پرتفوی بیمه‌ای و سود ناشی از سرمایه‌گذاری منابع حاصل از حق بیمه‌های دریافتی نیز، ملاک هستند. محاسبه این مقادیر نیز، فقط در پایان سررسید و انقضای بیمه‌نامه‌های مربوط به سبد پرتفوی بیمه‌ای قابل محاسبه است. به‌هرحال، موضوع کوپن در اوراق بیمه اتکایی، به دلیل شرایط خاص محیطی بازار ایران، از جمله بالابودن نرخ بهره و از طرفی بالابودن هزینه

۱. طی جلسه شماره ۲۶۱ کمیته تخصصی-فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، چنین پرسش و پاسخی صورت گرفته و مصوب می‌شود:

سؤال: آیا از نظر ملاحظات فقهی، استفاده از اوراق بیمه اتکایی با پرداخت سود علی‌الحساب بلامانع است؟  
جواب: اوراق بیمه اتکایی سود علی‌الحساب ندارد؛ ولی در مقاطع زمانی معین (مثلاً هر دو یا سه ماه)، تسویه بر مبنای مقدار سود محاسباتی واقعی ناشی از سرمایه‌گذاری با دارندگان اوراق، بلامانع است.

تأمین مالی، به‌عنوان یک چالش مهم در نظر گرفته می‌شود و بایستی از جهات مختلف تبیین و برای یک الگوی عملیاتی انتشار اوراق بیمه اتکایی، راهکاری بومی تجویز گردد. از طرفی، باتوجه به ماهیت ریسکی بودن اوراق بیمه اتکایی، می‌توان گفت در نظر گرفتن کوپن‌های پرداخت سود اوراق، به شکل مشابهی با سایر اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران همچون اجاره و مرابحه و... منافی روح این اوراق است. دلیل اصلی این موضوع، خاصیت ریسکی و تحقق انتقال ریسک به خریداران اوراق است. خریداران اوراق بیمه اتکایی، مطابق قرارداد خرید خود، میزان ریسک ناشی از تحقق رخداد سبد پرتفوی بیمه‌ای مربوطه را خریداری می‌کنند. میزان و درصد تحقق رخداد و خسارت بر روی سبد پرتفوی بیمه‌ای، در سررسید سبد پرتفوی بیمه‌ای مشخص می‌گردد و تا قبل از آن زمان، میزان خسارت محقق شده، دقیق نیست و تقریبی است؛ لذا در نظر گرفتن کوپن برای این اوراق، مفهومی ندارد.

#### چالش پنجم: اعمال اختیار فروش، مخالف روح اوراق بیمه اتکایی

صدور مجوز انتشار و اعمال اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران اوراق، مخالف روح اوراق بیمه اتکایی که انتقال ریسک به بازار دیگری به جز بازار بیمه است. مطابق آخرین مصوبه کمیته تخصصی-فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار راجع به اوراق بیمه اتکایی، مجوز صدور و اعمال اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران را مجاز دانسته‌اند. مطابق مصوبات جلسه شماره ۲۶۱ کمیته تخصصی-فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، انضمام اختیار فروش تبعی به اوراق بیمه اتکایی برای سرمایه‌گذاران از نظر ملاحظات فقهی بلامانع است. قیمت اعمال در اختیار فروش می‌تواند اصل مبلغ اسمی اوراق یا علاوه بر آن حداقلی از سود را پوشش دهد.

اعمال اختیار فروش برای خریداران اوراق بیمه اتکایی، تضمین‌کننده اصل مبلغ اسمی اوراق یا به میزان بیشتری از قیمت اسمی اوراق (مبلغ اسمی اوراق + حداقلی از سود) است. در یک الگوی ساده، ناشر و صادرکننده اختیار نیز، طبیعتاً کسی جز شرکت بیمه‌ای یا همان بانی (ناشر) اوراق نیست. ماهیت اوراق بیمه اتکایی، انتقال میزانی از ریسک یک سبد پرتفوی بیمه‌ای از یک شرکت بیمه‌گر به‌عنوان بانی (ناشر) اوراق به خریداران اوراق یا به‌طور کلی بازار سرمایه است. صدور و اعمال اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران، عملاً ریسک انتقالی به واسطه انتشار اوراق بیمه اتکایی را خنثی کرده و با روح اوراق بیمه اتکایی در تناقض خواهد بود.

#### چالش ششم: حدنصاب‌های محدود خریداران اوراق بیمه اتکایی

محدودیت خریداران اوراق بیمه اتکایی در میزان خرید اوراق، باتوجه به اینکه این اوراق ذیل اوراق با سود متغیر است، از دیگر چالش‌های اصلی در انتشار اوراق بیمه اتکایی است. مشتریان اصلی اوراق بهادار اسلامی در ایران، خریداران حقوقی و سرمایه‌گذاران نهادی تحت نظارت سازمان بورس هستند که بایستی در ابزارهای گوناگون مالی منتشر شده به میزان خاص، محدود و مطابق با حدنصاب‌های مصوب رسمی سازمان بورس سرمایه‌گذاری کنند. حدنصاب‌های مصوب سازمان بورس، تا تاریخ ۱۴۰۳/۰۲/۲۳، برای انواع

صندوق‌های سرمایه‌گذاری شامل: صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، مختلط، با درآمد ثابت، با درآمد ثابت-نوع دوم و بخشی، تصویب شده و به شرح انواع ابزارهای موجود و قابل سرمایه‌گذاری ابلاغ گردیده است. مطابق حدنصاب‌های ابلاغی، خرید اوراق با درآمد متغیر برای انواع صندوق‌های بیان شده مجاز دانسته نشده است. مطابق همین نکته، از آنجایی که اوراق بیمه اتکایی ذیل اوراق با سود متغیر است، محدودیت‌هایی برای نهادهای مالی خریدار این اوراق به وجود می‌آورد. همین موضوع چالشی جدی در بُعد جامعه خریداران اوراق بیمه اتکایی است که بایستی راهکاری برای آن ارائه گردد.

**چالش هفتم: جداگانه‌سازی منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی به عنوان یک صعوبت برای بانی (ناشر)**  
 ضرورت انجام عملیات سرمایه‌گذاری منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی به همراه حق بیمه‌های دریافتی مربوطه، به صورت یک عملیات حسابداری مستقل از سایر منابع سرمایه‌گذاری شرکت بیمه‌گر، موجب صعوبت و سختی در فرایند حسابداری شرکت‌ها می‌گردد. ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی، بیان می‌دارد «بانی موظف است گزارش شش‌ماهه در خصوص نگهداری حساب‌ها، دریافت حق بیمه‌ها، نتایج حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه و سایر اقدامات اجرایی مربوط به قراردادهای بیمه موضوع انتشار اوراق را به صورت مجزا و مستقل از سایر حساب‌های خود در مقاطع شش‌ماهه به همراه تأییدیه امین، حداکثر دو ماه بعد از مواعد شش‌ماهه، پس از اخذ تأییدیه بیمه مرکزی به سازمان ارائه کرده و به طریقی که سازمان تعیین می‌کند به عموم افشا نماید».

مطابق این ماده، شرکت بانی (ناشر) اوراق بیمه اتکایی، موظف است، عملیات حسابداری جداگانه‌ای مربوط به سرمایه‌گذاری منابع حاصل از انتشار اوراق به همراه حق بیمه‌های دریافتی مربوطه را انجام دهد و به طریق مربوطه افشا نماید. این مورد، به اذعان خبرگان پژوهش، صعوبت اجرایی برای شرکت بیمه‌گر و طراح اوراق ایجاد می‌کند. در ادامه، مسیر انتشار اوراق بیمه اتکایی، بایستی به شکل مبسوط راجع به جداگانه‌سازی یا عدم جداگانه‌سازی منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی پژوهش و پیشنهادهای صورت پذیرد.

#### چالش هشتم: عدم تطابق عمر بیمه‌نامه‌ها با سررسید اوراق منتشر شده

عدم تطابق مدت عمر سبد پرتفوی بیمه‌ای شرکت‌های بیمه‌گر که عموماً یک‌ساله‌اند، با عمر و سررسید اوراق بیمه اتکایی که مبتنی بر سبد پرتفوی بیمه‌ای منتشر شده است، به عنوان یک چالش مهم در انتشار اوراق بیمه اتکایی مطرح است. عمر بیمه‌نامه‌های شرکت‌های بیمه‌ای به نوع و شرایط خاص بیمه‌نامه‌ها و شرکت‌های بیمه بستگی دارد، اما به‌طور کلی میانگین عمر بیمه‌نامه‌ها به دودسته اصلی بیمه‌های زندگی و بیمه‌های غیرزندگی تقسیم‌بندی می‌گردد.

بیمه‌های زندگی مدت‌دار، معمولاً برای مدت‌های مشخصی مانند ۱۰، ۲۰ یا ۳۰ سال صادر می‌شوند و پس از پایان مدت، قرارداد به پایان می‌رسد مگر اینکه تجدید شود (سوئیس ری<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). بیمه‌های

زندگی دائمی، به شرط پرداخت به موقع حق بیمه‌ها، تا پایان عمر بیمه‌شده اعتبار دارند و عمر این بیمه‌نامه‌ها می‌تواند چند دهه یا حتی تمام طول عمر فرد باشد (مؤسسه اطلاعات بیمه‌ای<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳).

بیمه‌های غیرزندگی که انواع مختلفی شامل بیمه‌های خودرو، مسئولیت، اموال و... است معمولاً به صورت سالانه یا چندساله صادر می‌شوند و پس از پایان مدت، می‌توانند تجدید شوند؛ بنابراین عمر متوسط این بیمه‌نامه‌ها یک سال است، مگر اینکه تمدید شوند (سوئیس ری، ۲۰۲۳).

آنچه که برای طراحی اوراق بیمه اتکایی در نظر گرفته شده است، بر روی بیمه‌نامه‌های مربوط به بیمه‌های غیرزندگی است. بیان شد که عمر متوسط و میانگین این بیمه‌نامه‌ها، یک سال است. در یک مدل ساده طراحی اوراق بیمه اتکایی، بخشی از ریسک مربوط به سبد پرتفوی بیمه‌ای مثلاً بیمه‌نامه‌های یکساله بیمه آتش‌سوزی، به خریداران اوراق منتقل می‌گردد. روشن است که طراحی، اخذ مجوزهای مربوطه و عملیات انتشار این اوراق زمان‌بر است. در این صورت، فرض نمایید که با گذشت شش ماه از ارائه طرح انتشار اوراق بیمه اتکایی، موفق به انتشار و جمع‌آوری وجوه شده‌ایم. سررسید نهایی اوراق، مطابق ماده ۱۴ دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی<sup>۲</sup>، دقیقاً همزمان با پایان عمر و انقضای بیمه‌نامه‌های مربوطه است.

در این مدل ساده، با گذشت شش ماه، با انقضای بیمه‌نامه‌های مربوط به سبد پرتفوی بیمه آتش‌سوزی یکساله، سررسید نهایی اوراق فرامی‌رسد. مطابق ماده ۱۴، طی چهارماه آتی، شرکت بانی (ناشر) اوراق بایستی سود قطعی تخصیصی به خریداران اوراق را محاسبه و برای پرداخت مهیا کند. با احتساب شش‌ماهه پس از انتشار اوراق و چهارماهه مهلت قانونی محاسبه سود قطعی، به طور تجمیعی، منابع دارندگان اوراق، به مدت ده‌ماه در دست بانی (ناشر) اوراق جهت سرمایه‌گذاری بوده است. این اتفاق، سبب عدم تطابق مدت عمر بیمه‌نامه‌ها با اوراق بیمه اتکایی منتشر شده می‌گردد که به‌عنوان یک چالش مطرح است. از طرفی، با توجه به هزینه‌های بالای انتشار اوراق در ایران، طراحی یک اوراق با سررسید یکساله، کمتر مورد تقاضای بانیان اوراق در بازار ایران است؛ بنابراین بایستی راهکاری ارائه داد که از طریق آن بتوان عمر اوراق بیمه اتکایی را مطابق تقاضای بانیان این اوراق، در سررسیدهای ۲، ۳، ۴ یا ۵ ساله طراحی کرد.

### چالش نهم: رتبه‌بندی اوراق بیمه اتکایی، تجربه جدید در صنعت رتبه‌بندی

اوراق بیمه اتکایی، توسط یک شرکت بیمه‌گر به‌عنوان بانی (ناشر) اوراق منتشر می‌شود. این شرکت، اوراق را بر روی یک سبد پرتفوی بیمه‌ای طراحی و سپس، از طریق ارکان انتشار، به خریداران اوراق واگذار می‌کند. یکی از ارکان انتشار اوراق در بازار سرمایه ایران که اتفاقاً، از اهمیت بسیار بالایی نیز، برخوردار است، رکن ضامن است. رکن ضامن در انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به‌عنوان یکی از اجزای کلیدی، نقش

#### 1. Insurance Information Institute

۲. بانی مکلف است حداکثر چهارماه بعد از سررسید نهایی اوراق، نسبت به محاسبه سود قطعی اوراق و ارائه آن به امین اقدام نماید. اظهارنظر امین در خصوص گزارش مذکور باید حداکثر تا پنج‌ماه بعد از سررسید نهایی اوراق به سازمان ارائه گردد. سود قطعی قابل‌پرداخت به دارندگان اوراق حداکثر ظرف شش‌ماه بعد از سررسید نهایی پرداخت خواهد شد.

حیاتی در افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری را ایفا می‌کند. در ادامه، به چندین دلیل عمده این اهمیت پرداخته شده است:

۱. کاهش ریسک سرمایه‌گذاری: رکن ضامن با تضمین تعهدات مالی ناشر اوراق، در صورت نکول ناشر، به طور مستقیم ریسک سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران کاهش می‌دهد (موسویان، ۱۳۸۷).
۲. افزایش اعتبار اوراق: وجود ضامن معتبر می‌تواند به بهبود رتبه اعتباری اوراق بهادار منجر شود، چراکه ضامن مسئولیت پرداخت تعهدات ناشر را بر عهده دارد (ناصرپور، ۱۳۹۰).
۳. جذب سرمایه‌گذاران بیشتر: سرمایه‌گذاران، معمولاً تمایل بیشتری به خرید اوراقی دارند که دارای ضامن معتبر باشند (فطانت و ناصرپور، ۱۳۸۷).
۴. نقش در بازارهای مالی اسلامی: در بازارهای مالی اسلامی، ضامن نقش مهمی در تضمین رعایت اصول شرعی ایفا می‌کند. (ولی‌زاده لاریجانی، ۱۴۰۱).
۵. افزایش شفافیت و اعتماد: وجود رکن ضامن به افزایش شفافیت و اعتماد در بازارهای مالی کمک می‌کند. ضامن‌ها معمولاً موظف هستند گزارش‌های مالی و اطلاعات مربوط به تعهدات خود را منتشر کنند که این امر به افزایش شفافیت و اعتماد در بازارهای مالی منجر می‌شود (هال، ۱۳۸۴).

بنابراین، رکن ضامن از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. متناسب با اهمیت بالای رکن ضامن، کارمزد پرداختی بانی (ناشر) به ضامن اوراق به جهت پذیرش ضمانت در اوراق نیز، به هزینه‌های تأمین مالی در ایران افزوده است. باتوجه به هزینه بالای تأمین مالی در ایران و از طرفی ماهیت ضرورت پرداخت سود بیشتر از متعارف سایر ابزارها در اوراق بیمه اتکایی، ضروری است از میزان هزینه پرداختی بانی به رکن ضامن از طریق ارائه راهکارهای اجرایی به میزان قابل توجهی است.

معمولاً مطابق دستورالعمل‌های مربوط به انتشار هر اوراق بهاداری در بازار سرمایه ایران، مبحث رتبه‌بندی اوراق، به‌عنوان موضوعی مهم بیان شده است. این موضوع، همچنان در میان اهالی بازار سرمایه و متقاضیان انتشار اوراق بهادار مغفول مانده است. رتبه‌بندی توسط شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری صورت می‌پذیرد. شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری، نهادهایی هستند که توانایی وام‌گیرندگان یا متقاضیان انتشار اوراق قرضه و سایر ابزارهای بدهی را برای بازپرداخت تعهدات مالی ارزیابی می‌کنند. این شرکت‌ها با ارائه رتبه‌های اعتباری، به سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان کمک می‌کنند تا ریسک اعتباری مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها را بهتر درک کنند.

در تبصره ۲ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی آمده است که، « در صورتی که اوراق بیمه اتکایی دارای رتبه اعتباری از سوی مؤسسات رتبه‌بندی دارای مجوز از سازمان باشد، داشتن ضامن الزامی نخواهد بود. رتبه‌های اعتباری مورد قبول برای انتشار اوراق توسط سازمان اعلام خواهد شد.»

تا کنون و در فضای شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری ایرانی، عملیات رتبه‌بندی ناظر به شرکت‌های بیمه‌گر یا انواع اوراق بهادار بیمه‌ای صورت پذیرفته است. به نظر می‌رسد در این زمینه، خلأ تجربی وجود

داشته باشد؛ بنابراین، اگر بتوان، مسیری را جهت رتبه‌بندی شرکت‌های بیمه‌گر از طریق ارائه الگوی رتبه‌بندی شرکت‌های بیمه‌ای ارائه داد، مطابق تبصره ۲ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بیمه اتکایی، اولاً مساله وجود رکن ضامن به‌عنوان یکی از ارکان انتشار اوراق مرتفع می‌گردد و ثانیاً، از طریق عدم پرداخت کارمزد ضمانت به رکن ضامن اوراق، از هزینه‌های انتشار اوراق کاسته می‌شود و شکاف (اختلاف) بیان شده در چالش‌های قبلی نیز، جبران می‌گردد.

### بحث و نتیجه‌گیری

اوراق بیمه اتکایی، از انواع اوراق بهادار بیمه‌ای است که می‌تواند از ابزارهای مطلوب جهت پیوند صنعت بیمه با بازار سرمایه باشد و از این طریق، ریسک را از صنعت بیمه به بازار سرمایه منتقل کند. به دنبال احصای چالش‌های انتشار اوراق بیمه اتکایی در پژوهش حاضر، ضمن مصاحبه با ۱۵ نفر از خبرگان درگیر در فضای علمی و اجرایی اوراق بیمه اتکایی، داده‌های مربوطه به روش نگاشت شناختی تجزیه و تحلیل گردید. در نهایت، نگاشت چالش‌های ۹ گانه انتشار اوراق بیمه اتکایی احصا گردید. برای بهبود و مهیاسازی شرایط جهت انتشار اوراق بیمه اتکایی، بایستی اولاً چالش‌های در مسیر انتشار این اوراق را شناسایی کرد که این پژوهش بدین موضوع پرداخته است و ثانیاً برای چالش‌های احصا شده، راهکارهای اصلاحی ارائه داد. راهکارهای اصلاحی پیشنهادی بدین شرح هستند:

برای چالش اول "ابهام در شیوه سرمایه‌گذاری منابع" پیشنهاد می‌گردد آیین‌نامه ۱۰۴ سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه‌ای اصلاح گردد یا اینکه آیین‌نامه جدید سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه تهیه و تدوین گردد. برای چالش دوم "عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران" پیشنهاد می‌گردد که اولاً بانی (ناشر) اوراق، با تشکیل استخر دارایی به بیشینه‌سازی بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع بپردازد و ثانیاً، اوراق بیمه اتکایی را صرفاً بر روی آخرین لایه ریسکی سید پرتفوی ریسکی طراحی کند. برای چالش سوم "عدم انتفاع شرکت بیمه‌گر از عملیات انتشار اوراق" پیشنهاد می‌گردد با تخصیص درصدی تحت عنوان حق الوکاله به بانی (ناشر) اوراق، ایشان را در منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی، ذی‌نفع نماییم. برای چالش چهارم "عدم توجیه پرداخت سود میان‌دوره‌ای" به‌نظر می‌رسد با توجه به وضعیت اقتصادی و شرایط محیطی ایران و همچنین، ماهیت اوراق بیمه اتکایی، انتشار این اوراق بدون کوپن انتخاب بهتری باشد. همچنین، با توجه به ماهیت نوآورانه این اوراق در بازار ایران، انتخاب اوراق بدون کوپن می‌تواند انعطاف‌پذیری بیشتری را برای ناشران و سرمایه‌گذاران فراهم کند. برای چالش پنجم "عدم توجیه استفاده از اختیار تبعی" پیشنهاد می‌گردد، مجوز اعمال اختیار معامله فروش برای خریداران اوراق بیمه اتکایی در ایران محدود گردد تا این موضوع با ماهیت ریسکی این اوراق در تضاد ماهوی قرار نگیرد. برای چالش ششم "محدودیت‌های سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به حدنصاب‌ها" با عنایت به عدم فعالیت صندوق‌های پوشش ریسک که اصلی‌ترین مشتریان اوراق با درآمد متغیر هستند و همچنین، با هدف توسعه بازار انواع اوراق با درآمد متغیر و از جمله، اوراق بیمه اتکایی، پیشنهاد می‌گردد در حدنصاب‌های سرمایه‌گذاری نهادهای مالی مربوطه تجدید نظر صورت پذیرد. برای چالش هفتم "لزوم جداسازی منابع حاصل از انتشار اوراق از سایر منابع

بانی "پیشنهاد می‌گردد که منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی، مطابق تجربه دنیا، در قالبی جدای از سایر منابع شرکت‌های بیمه‌گر نگهداری، سرمایه‌گذاری و افشا گردد. عدم رعایت این مورد و تجمیع منابع حاصل از انتشار اوراق بیمه اتکایی با سایر منابع شرکت بیمه‌ای ممکن است پیامدهای ناخوشایندی از جمله، تضاد منافع، عدم شفافیت مالی و مشکلاتی در مدیریت ریسک ایجاد کند. برای چالش هشتم "عدم تطابق سررسید بیمه‌نامه‌ها با سررسید اوراق" پیشنهاد می‌گردد که جابجایی یا تغییر پرتفوی بیمه‌ای در سررسید اوراق به‌عنوان یک راهکار مناسب بکار برده شود. برای چالش نهم "عدم توجه به رتبه‌بندی اعتباری اوراق" بایستی نقش مهم و هزینه‌زای رکن ضامن در انتشار تمامی اوراق، علی‌الخصوص اوراق بیمه اتکایی را در نظر گرفت. به همین جهت، پیشنهاد می‌گردد تا شرکت‌های رتبه‌بندی با الگوی مورد نیاز، به رتبه‌بندی شرکت‌های بیمه‌گر بپردازند. پیشنهاد می‌شود که از نسبت توانگری مالی جهت رتبه‌بندی شرکت‌های بیمه‌ای در دو معیار مالی و عملیاتی استفاده گردد. در صورت تحقق این اتفاق، مقدمه‌ای جهت انتشار اوراق بدون ضامن توسط شرکت‌های بیمه‌گر فراهم می‌گردد.

شناسایی و تحلیل چالش‌های اصلی انتشار اوراق بیمه اتکایی در این پژوهش، نه تنها به شفاف‌سازی موانع موجود کمک می‌کند، بلکه به ارائه راهکاری عملیاتی برای غلبه بر این موانع کمک می‌کند. پرداختن به این چالش‌ها می‌تواند به‌طور قابل‌توجهی بر رشد بازار اوراق بیمه اتکایی در ایران تأثیر بگذارد. به‌عنوان مثال، رفع ابهام در شیوه سرمایه‌گذاری منابع و بهبود جذابیت این اوراق برای سرمایه‌گذاران، می‌تواند اعتماد و تمایل سرمایه‌گذاران نهادی را به این ابزار مالی افزایش دهد. همچنین، اصلاح آیین‌نامه‌های مربوط به حدنصاب سرمایه‌گذاری و ایجاد سازوکارهای مناسب برای جداسازی منابع مالی حاصل از انتشار اوراق، می‌تواند شفافیت و کارایی مدیریت ریسک را در صنعت بیمه ارتقا دهد. رفع این چالش‌ها، نه تنها موجب توسعه تعامل میان بازار سرمایه و صنعت بیمه می‌شود، بلکه می‌تواند به رشد پایدار و تقویت تاب‌آوری مالی در برابر ریسک‌های سیستماتیک کمک کند.

پیشنهادات جهت پژوهش‌های آتی مرتبط با اوراق بیمه اتکایی:

- بررسی تجربه‌های بین‌المللی اوراق بیمه‌ای و تطبیق آن‌ها با ساختار اوراق بیمه اتکایی ایران
- بازطراحی اوراق بیمه‌ای با توجه به چالش‌های مطرح شده در این پژوهش
- بررسی دقیق‌تر کاربردپذیری اوراق بیمه‌ای در صنایع پرریسک
- ارائه الگوی رتبه‌بندی اعتباری اوراق بیمه اتکایی در ایران

## ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.

## References

- Al-marakehi, H. & Al-jarhi, R. (2022). Securitization of insurance risks in Islamic countries: Sharia-compliant designs for insurance securities. *Islamic Finance Review*, 14(1), 123-141. <https://doi.org/10.4018/IJSSMET.315592>
- Approved investment fund limits. (2024). *Tehran: Securities and Exchange Organization*. <https://www.seo.ir/Page/UWWfW1p3cFLmNrvTcXUQIA> (In Persian)
- Asgari, M. M; Sadeghi Shahdani, M; Hosseini, S. A; & Seifloo, S. (2015). Jurisprudential study of insurance securities (with a subject-oriented approach). *Iranian Journal of Insurance Research*, 5(1), 75–84. <https://doi.org/10.22056/ijir.2016.01.07> (In Persian)
- Asgari, M. M; Sadeghi Shahdani, M; & Seifloo, S. (2017). Designing Oil Risk Securities Based on Risk Transferring Insurance-Linked Securities. "*Islamic Finance Researches*" (IFR), 6(2), 193-224. <https://doi:10.30497/ifr.2017.2003>. (In Persian).
- Brunnermeier, M. K. & Marcus, A. (2023). The role of insurance securities in reducing financial volatility and improving economic stability. *Journal of Financial Economics*. [https://www.iais.org/uploads/2022/01/Insurance\\_and\\_financial\\_stability.pdf.pdf](https://www.iais.org/uploads/2022/01/Insurance_and_financial_stability.pdf.pdf)
- Bryson, J. M; Ackermann, F; Eden, C; & Finn, C. B. (2004). Visible thinking: Unlocking causal mapping for practical business results. *Wiley*. <https://www.amazon.com/Visible-Thinking-Unlocking-Practical-Business/dp/0470869151>
- Canabarro, E; Albertini, L; & Katsuyama, M. (1998). Issuance and benefits of insurance-linked securities: Stochastic catastrophe modeling and pricing in the reinsurance market. *Risk Management Review*, 12(3), 45-67. <https://doi.org:10.1108/eb043445>
- Cummins, J.D. & Weiss, M.A. (2009), Convergence of Insurance and Financial Markets: Hybrid and Securitized Risk-Transfer Solutions. *Journal of Risk and Insurance*, 76, 493-545. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2009.01311.x>
- Eden, C. & Ackermann, F. (2001). Strategic options development and analysis. In *J. Rosenhead & J. Mingers (Eds.), Rational analysis for a problematic world revisited*, 21-42. *Wiley*. <https://pureportal.strath.ac.uk/en/publications/strategic-options-development-and-analysis-the-principles>
- Fanaei, A; Dehghanpour, A; & Ahmadian, M. (2019). Securitization: A new financial instrument for economic development. *Journal of Financial Studies*, 12(2), 45-67. <https://doi.org:10.1002/9781118390429>
- Fetanat, M. & Nasrpoor, A. (2008). Basics of securitization of insured risks. *International Financing Conference Book*, Sharif University Press, Tehran. <https://civilica.com/doc/72383/> (In Persian)
- Guidelines for Issuance of Reinsurance Bonds. (2018). *Tehran: Securities and Exchange Organization*. <https://www.sukuk.ir/wp-content/uploads/2024/02/insurance.zip> (In Persian)
- Hull, J. (2005). Fundamentals of financial engineering and risk management, translated by Sayyah, Sajjad; Salehabadi, Ali. Tadbir Pardaz Computer Group, Tehran. <https://www.boursepub.ir/A%A9-4>. (In Persian).
- Isavand Heydari, A; Mousavi, M; Ghavidel Doustkouei, S; & Safarzadeh, E. (2021). Analyzing the financial stability of Iran's insurance industry. *Financial Management Strategy*, 9(4), 107–130. <https://doi.org/10.22051/jfm.2021.36817.2572> (In Persian)

- Insurance Information Institute. (2023). Note :What is permanent life insurance? <https://www.iii.org/article/what-are-different-types-permanent-life-insurance-policies>
- Insurance Investment Institutions Regulation No. 104. (2023). *Tehran: Central Insurance of the Islamic Republic of Iran.* [https://www.centinsur.ir/\\_douranportal/documents/2277/eblaghieh%20\(2\).pdf](https://www.centinsur.ir/_douranportal/documents/2277/eblaghieh%20(2).pdf) (In Persian)
- Izadi, M. (2005). The benefits of insurance securities in risk management for insurance companies in specialized property and casualty sectors. *News from the Insurance World, January 2005, Issue 91.* <https://ensani.ir/file/download/article/20101110111944-tjb091pdf25.pdf> (In Persian)
- Kavand, M; Mirzakhani, R; & Etesami, A. H. (2019). Islamic Capital Market Bulletin: Reinsurance sukuk. *Islamic Markets and Financial Instruments Department, Research, Development, and Islamic Studies, Securities and Exchange Organization. Issue Twenty-Six - Fall and Winter 2019.* <https://rdis.seo.ir/fa/common/book-download/254/> (In Persian)
- Kazemi Najaf Abadi, M. R; Hajian, M. M; Mahdavi Kelishmi, G; & Botshekan, M. H. (2023). Identifying and Ranking the Effective Factors for Issuing Catastrophic Bonds to Transfer the Risks of Iran's Oil Industry to the Capital Market. *Iranian Energy Economics, 13(49), 177-214.* <https://doi:10.22054/jiee.2023.72986.1992> (In Persian)
- Lane, M. N. & Beckwith, R. (2019). Insurance-linked securities: A global perspective. *Risk Management and Insurance Review, 22(1), 11-35.* <https://www.actuary.org/wp-content/uploads/2025/05/Insurance-Linked-Securities.pdf>
- Lester, R. (2001). Financial innovations in the insurance industry: Introduction and analysis of insurance-linked securities. *Journal of Risk and Insurance, 68(1), 75-102.*
- Mahdavi, Gh. & Nasiri, F. (2012). Principles and theoretical foundations of insurance. *Insurance Research Institute, Tehran.* <https://www.irc.ac.ir> (In Persian)
- Mirmotahari, S. A. (2001). The role of insurance institutions in the capital market. *Insurance Industry Winter 2001 Issue 64, Tehran.* <https://ensani.ir/file/download/article/20101121024234-san064pdf145.pdf> (In Persian)
- Mousavian, S. A; Mahdavi, Gh; & Mirtahter, S. M. J. (2015). Islamic reinsurance sukuk for risk transfer in the oil industry. *Journal of Islamic Financial Research 4(2), 5-40.* Tehran. <https://doi:10.30497/ifr.2015.1725> (In Persian)
- Mousavian, S. A. (2008). Islamic Financial Instruments (Sukuk). *Organization of Publications, Research Institute of Culture and Islamic Thought, Tehran.* <https://poiict.ir/product/k-13112/> (In Persian)
- Mousavian, S.A. & Tohidi, M. (2023). Fundamentals of Islamic Finance. *Tehran: SAMT Publications.* <https://samt.ac.ir> (In Persian)
- Naserpour, A. (2013). Investigation of the jurisprudential and legal challenges of insurance bonds, *Sixth Conference on the Development of the Financing System in Iran, Tehran.* <https://civilica.com/doc/293523/> (In Persian)
- Peykarjou, K; Haghverdilou, M; & Zomorodian, G. (2022). Developing an early warning system model for financial solvency of insurance companies using the panel logit model: A case study of Iranian insurance companies. *Financial Management Strategy, 10(3), 187-202.* <https://doi.org/10.22051/jfm.2020.33318.2422> (In Persian)
- Qalibaf Asl, H; Mousavian, S. A; Daghighi Asl, A; & Hasangholipour, H. (2011). Insurance Agency Sukuk for Covering Catastrophic Risk. *Islamic Economics, 11(44), 129-156.* <https://ensani.ir/file/download/article/20130921141045-9436-55.pdf> (In Persian)

Resolutions of the Specialized and Jurisprudential Committee of the Securities and Exchange Organization. <https://rdis.seo.ir/fa/common/book-download/284/> (In Persian)

Saifullo, S. (2009). Jurisprudential-comparative study of natural disaster bonds. *Journal of Islamic Economics Studies*, 2(1), 69-91, Tehran. <https://doi:10.30497/ies.2009.1069> (In Persian)

Sahamiyan-Moghadam, J; Ghaderi, R; & Rabiei, M. (2018). Policy framework design to increase reinsurance acceptance capacity using catastrophe bonds in the insurance industry. *New Monetary and Financial Economics Research* 26(17), 193-218. Tehran. <https://doi:10.22067/pm.v26i18.76136> (In Persian)

Saputra, A. (2019). Risk measures analysis of reinsurance schemes under exponential loss distribution using value-at-risk and ruin probability. *Journal of Risk Analysis and Insurance*, 36(2), 55-78.

Soroush, A. & Vakili, J. (2019). Providing an operational model for issuing insurance securities in the capital market of the Islamic Republic of Iran. *Fifth Islamic Finance Conference*, Tehran. <https://civilica.com/doc/1294482/> (In Persian)

Swiss Re (2011). Insurance-Linked Securities: A Market Update. <https://www.swissre.com>

Swiss Re. (2023). Swiss Re Capital Markets Overview 2023. <https://www.swissre.com/investors/financial-information.html?showAll=true#2023-content>

Tan, X. & Siau, K. (2006). Using cognitive mapping techniques to supplement UML and UP in information requirements determination: Introducing causal, semantic, and concept mapping. Research Collection, School of Computing and Information Systems, Singapore Management University. [https://www.researchgate.net/publication/286992310\\_Use\\_of\\_cognitive\\_mapping\\_techniques\\_in\\_information\\_systems\\_development](https://www.researchgate.net/publication/286992310_Use_of_cognitive_mapping_techniques_in_information_systems_development)

Tehrani, R; Nasrpoor, A. & Rahimi, A. M. (2013). Sidecar securities: A novel tool for financing insurance companies. *Sixth Conference on Financial System Development of Iran*, Tehran. <https://civilica.com/doc/97667/> (In Persian)

Valizadeh Larijani, A. (2022). Reinsurance bonds: A solution for leveraging the capital market. *Third International Conference on Challenges and New Solutions in Industrial Engineering, Management, and Accounting*, Tehran. <https://civilica.com/doc/1564554/> (In Persian)

Zarghamifard, M. & Azar, A. (2013). Analysis of cognitive mapping methods in the structuring of qualitative data in organizational studies. *Organizational Studies Quarterly* 3(1&2) 159-185, Tehran. [https://obs.sinaweb.net/article\\_12434.html](https://obs.sinaweb.net/article_12434.html) (In Persian)

Young, M; Zhao, Y; & Smith, T. (2008). The impact of catastrophic events on stock markets and the securitization of risk. *Finance Research Letters*, 5(4), 236-249.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

