



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال سوم / شماره نهم / بهار ۱۳۹۳

## طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای به منظور افزایش ظرفیت بیمه اتکایی

سعید سلیمانی

کارشناسی ارشد MBA گرایش مالی  
soleimani.sesmba@yahoo.com

مهدی صادقی شاهدانی

دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه امام صادق (ع) گروه اقتصاد

محمد فطانت

قائم مقام و عضو هیئت مدیره بانک پارسیان

تاریخ دریافت: ۹۲/۶/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۰/۲۵

### چکیده

هر ساله در جهان حوادث زیادی رخ می‌دهد و زیان‌های مادی و جانی شدیدی را به مردم وارد می‌کند. میزان زیان‌های بیمه‌شده ناشی از این حوادث حاکی از حجم خسارت‌های وارده بر شرکت‌های بیمه و روند صعودی افزایش خسارت وارده بر شرکت‌های بیمه است؛ به طوری که در برخی مواقع شرکت‌های بیمه با خطر ورشکستگی مواجه می‌شوند. شرکت‌های بیمه به طور سنتی راهکار استفاده از بیمه اتکایی را پیش می‌گیرند تا از این بحران‌ها نجات یابند و از تمرکز زیان این ریسک‌ها بر روی خود بکاهند. اما باید توجه داشت که شرکت‌های بیمه اتکایی نیز ظرفیت تمرکز ریسک و ذخیره‌سازی محدودی دارند. در این میان یکی از ابزارهای کارآمد برای حل این مشکل، ارتباط مستقیم بین صنعت بیمه و بازار سرمایه مفهومی به نام "اوراق بهادارسازی ریسک" است. این اوراق به اوراق بهادار بیمه‌ای معروف است. اوراق بهادارسازی ریسک‌های بیمه‌ای فرآیندی نزدیک به بیمه اتکایی است. از طرفی در کشور ما مشکل مضاعف است؛ زیرا کشور، با تحریم‌های مالی و بین‌المللی روبه‌رو است و استفاده از ظرفیت بیمه‌های اتکایی خارجی نیز با محدودیت مواجه می‌شود. هم‌چنین در چنین مواقعی هزینه استفاده از بیمه اتکایی بالا می‌رود. بنابراین با توجه به بررسی‌های انجام‌شده و جمع‌آوری نظرات خبرگان با روش دلفی و تحلیل آن نظرات با تکنیک تم "صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای به منظور افزایش ظرفیت بیمه اتکایی" پیشنهاد شد.

**واژه‌های کلیدی:** بیمه‌ی اتکایی، صندوق سرمایه‌گذاری، ضریب نفوذ بیمه، افزایش ظرفیت بیمه‌ی اتکایی، تکنیک دلفی، اقتصاد مقاومتی.

## ۱- مقدمه

یکی از نهادهای مهم در بازار مالی، "بیمه" است. این نهاد به مردم کمک می‌کند تا ریسک خطراتی که در زندگی با آن مواجهند، کاهش یابد. از طرفی شرکت‌های بیمه، بر حسب بیمه‌هایی که برای بیمه‌گذاران صادر می‌کنند، با ریسک‌های متفاوتی مواجه هستند. بنابراین، این شرکت‌ها به دنبال راهکارهایی هستند تا ریسک خود را انتقال دهند (Barrieu, P. Albertini, 2009).

در این میان یکی از ابزارهای کارآمد و موثر برای حل این مشکل ارتباط مستقیم بین صنعت بیمه و بازار سرمایه تحت عنوان مفهومی به نام "اوراق بهادارسازی ریسک" است. این اوراق به اوراق بهادار بیمه‌ای<sup>۱</sup> (ILS) معروفند. (Erwann Michel-Kerjane, b and Frederic Morlaye, 2008)

اوراق بهادارسازی ریسک‌های بیمه‌ای فرآیندی نزدیک به بیمه اتکایی است. تفاوت اصلی از ساختار ناشی نمی‌شود؛ بلکه از ایجاد یک دارایی قابل معامله ناشی می‌شود. همچنین وجود بازار ثانویه این امکان را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند تا تصمیم بگیرد که در بازار باقی بماند یا از آن خارج شود. این عمل برای بیمه‌گران اتکایی امکان‌پذیر نیست. بازارهای سرمایه بسیار بزرگتر از بازار بیمه اتکایی می‌باشند و نوسانات روزانه بزرگتری نسبت به بزرگترین فاجعه متصور را تجربه می‌کنند. این ابزارها چهار کارکرد عمده دارند:

- ۱) ریسک را از شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی به سرمایه‌گذاران بازار سرمایه انتقال می‌دهند.
- ۲) نوعی تامین مالی شرکت‌های بیمه و جبران کمبود ذخیره سرمایه آن‌ها می‌باشند.
- ۳) بازدهی این اوراق با بازدهی کلی بازار سرمایه همبستگی ندارد؛ در نتیجه ابزار بسیار مناسبی برای متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه است.
- ۴) به عنوان مهم‌ترین عامل می‌توان گفت توسعه اوراق بهادار بیمه اتکایی باعث عدم وابستگی کشور به شرکت‌های بیمه اتکایی غربی و نیز جلوگیری از خروج سالانه میلیون‌ها دلار ارز از کشور می‌گردد.

با افزایش حجم خسارت‌ها شرکت‌های بیمه‌ای که در مناطق حادثه‌خیز اقدام به انعقاد قراردادهای مختلف بیمه نموده‌اند با زیان‌های شدید مواجه خواهند شد. میزان زیان‌های بیمه شده ناشی از این حوادث حاکی از حجم خسارت‌های وارده بر شرکت‌های بیمه و روند صعودی افزایش خسارت وارده بر شرکت‌های بیمه است؛ به طوری که در برخی مواقع شرکت‌های بیمه با خطر ورشکستگی مواجه می‌شوند (Swiss Re, 2008).

شرکت‌های بیمه به طور سنتی راهکار استفاده از بیمه اتکایی را پیش می‌گیرند تا از این بحران‌ها نجات یابند و از تمرکز زیان این ریسک‌ها بر روی خود بکاهند و نیز بتوانند ذخیره سرمایه محدود خود

را با این پوشش جبران نمایند. اما باید توجه داشت که شرکت‌های بیمه اتکایی نیز ظرفیت تمرکز ریسک و ذخیره‌سازی محدودی دارند (سید احمد میرمطهری، ۱۳۸۰). افزایش سرسام‌آور ارزش دارایی‌های بیمه شده در مناطق حادثه خیز باعث می‌شود که شرکت‌های بیمه اتکایی نیز توانایی پوشش تمام این ریسک را نداشته باشند. (Malcolm P Wattman, 2007) از طرفی در کشور ما مشکل مضاعف است؛ زیرا کشور، با تحریم‌های مالی و بین‌المللی روبه‌رو است. در نتیجه حتی در استفاده از ظرفیت بیمه‌های اتکایی خارجی نیز با محدودیت مواجه می‌شود. علاوه بر این در چنین مواقعی هزینه استفاده از بیمه اتکایی بالا می‌رود (محمد فطانت، علیرضا ناصرپوراسد، ۱۳۸۷).

قبل از اعمال تحریم‌ها پوشش‌های اتکایی مورد نیاز کشور عمدتاً به راهبری معتبرترین شرکت‌های بیمه اتکایی بین‌المللی با شرکت‌های رتبه اعتباری بالا و از طریق کارگزارهای معتبر اروپایی صورت می‌گرفت. به تدریج با افزایش تحریم‌ها شرکت‌های اروپایی از بازار بیمه کشور خارج و گزینه‌های خارجی برای بازار بیمه کشور محدود شده است و عمده نیاز اتکایی کشور از طریق شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی داخلی هم‌چنین تدابیر خاص اتخاذ شده توسط بیمه مرکزی و مشارکت شرکت‌های داخلی تامین می‌شود و بخشی نیز از طریق شرکت‌های بیمه منطقه که تحریم‌های آمریکا و اتحادیه اروپا را اعمال نمی‌کنند، انجام می‌شود. مشکل دیگری که در ارتباط با تحریم‌ها ایجاد شده است مشکل نقل و انتقال وجوه معاملات بیمه اتکایی و تامین ارز آن می‌باشد که فعالیت‌های اتکایی را با دشواری‌هایی مواجه نموده است.

راه حل بهینه در شرایط فعلی، مدلی اقتصادی است که بتواند کشور را در شرایط جنگ، آشوب، انقلاب، تحریم و بحران به پیش برد. شرایطی که بر خلاف سایر کشورها برای ایران، شرایطی گذرا نیست و حالت دائمی دارد. در این مدل اقتصادی به تحریم‌ها به عنوان فرصت‌هایی نگریسته می‌شود که می‌تواند از فرصت‌ها برای کارا نمودن و اصلاح نقاط ضعف سیستم‌های اقتصادی کشور استفاده نماید. مشکلاتی که زیر سایه سنگین درآمدهای کلان نفتی پوشیده بودند و روز به روز گسترده‌تر می‌شدند. اقتصاد کشوری که دارای جهان‌بینی خاصی است و این جهان‌بینی با منافع ابرقدرت‌های دنیا در تضاد است، اقتصاد خاصی خواهد بود. از این رو باید همه سازوکارها و اجزای کشور ایران به گونه‌ای طراحی شوند که از آن در برابر تهدیدها حفاظت کنند و مسیر رسیدن به اهداف کشور را هموار سازند. ایران که همیشه در معرض دشمنی‌ها قرار داشته و در برابر آنها مقاومت کرده است باید اقتصادی متناسب با این وضعیت داشته باشد که از آن به اقتصاد مقاومتی تعبیر می‌شود.

منظور از اقتصاد مقاومتی، یک اقتصاد فعال و پویا است نه یک اقتصاد منفعل و بسته؛ چنان‌که مقاومت برای دفع موانع پیشرفت و کوشش در مسیر حرکت به سمت جلو تعریف می‌شود و با تفکر اقتصاد ریاضتی تفاوت‌هایی دارد. برخی تفاوتی بین اقتصاد مقاومتی و ریاضت اقتصادی قایل نیستند و

یا تصور می‌کنند که اقتصاد ریاضتی یکی از شاخه‌های اقتصاد مقاومتی است؛ اما این دو اصطلاح کاملاً متفاوت بوده و ارتباطی به یکدیگر ندارند. ریاضت اقتصادی یک طرح یک طرفه است و از ناحیه دولت‌ها به مردم تحمیل می‌شود. هدف اصلی ریاضت اقتصادی کاهش هزینه‌ها و رفع کسری بودجه‌ی دولت است و به همین دلیل دولت‌ها به کاهش و یا حذف ارایه برخی خدمات و مزایای عمومی دست می‌زنند. این طرح که به منظور مقابله با کسری بودجه توسط برخی دولت‌ها انجام می‌شود گاهی اوقات به افزایش میزان مالیات و افزایش دریافت وام‌ها و کمک‌های مالی خارجی نیز می‌انجامد. استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه به منظور توسعه بیمه اتکایی از جمله مهم‌ترین راهکارهای مقابله با چالش‌های پیش رو بیمه اتکایی در شرایط فعلی کشور به منظور گام برداشتن در مسیر اقتصاد مقاومتی است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش اوراق بهادارسازی<sup>۳</sup>

اصطلاح اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در مفهوم وسیع آن، فرآیندی است که طی آن یک رابطه مالی مبتنی بر قرارداد<sup>۴</sup>، به یک "دادوستد"<sup>۵</sup> تبدیل می‌شود (Vinod, 2004). شورای مشورتی شریعت اسلامی کشور مالزی<sup>۶</sup>، اوراق بهادارسازی دارایی‌ها را به منزله روند انتشار اوراق بهادار از طریق فروش دارایی‌های مالی که به عنوان دارایی اصلی یک شخص ثالث شناخته می‌شوند، معرفی نموده است (Malaysia, 2002).

### مزایای اوراق بهادارسازی دارایی‌ها

اوراق بهادارسازی دارایی‌ها از جمله روش‌هایی است که احتمال دارد یک شرکت جهت تامین مالی، از آن استفاده نماید. به طور کلی دلایل زیر را می‌توان به عنوان انگیزه‌های اوراق بهادارسازی دارایی‌ها برشمرد (فیصل احمد منجو، ۱۳۸۶):

- ۱) افزایش بازدهی سرمایه
- ۲) افزایش تنوع روش‌های تامین مالی
- ۳) بهبود بازدهی دارایی‌ها
- ۴) متنوع نمودن منابع مالی دست یافتنی
- ۵) کاهش میزان مواجهه با ریسک اعتباری
- ۶) هماهنگی و تنظیم منابع مالی جهت دستیابی به انواع معینی از دارایی‌ها

## ۷) کسب مزیت نظارتی و سیاست‌گذاری

### صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نسبت به جمع‌آوری وجوه سرگردان در جامعه اقدام می‌نمایند؛ سپس آن وجوه را در سرمایه‌گذاری‌های سودآور صرف نموده و سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها پس از کسر هزینه‌ها به نسبت سرمایه خود در سود آن سهیم هستند. اهداف این صندوق‌ها را می‌توان در چهار هدف زیر خلاصه نمود:

- ۱) ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاری و حداقل کردن ریسک
- ۲) استفاده از مدیریت با تجربه و حرفه‌ای
- ۳) پایین آوردن هزینه‌های اجرایی
- ۴) بالابردن نقدینگی در سرمایه‌گذاری

فطانت و ناصرپور در مقاله‌ای تحت عنوان "مبانی تبدیل به اوراق بهادارسازی ریسک در شرکت‌های بیمه‌ای" به بررسی و نحوه انتشار اوراق بلایای طبیعی پرداخته‌اند. در این پژوهش با انجام مطالعات و کتابخانه‌ای و تطبیقی به این نتیجه رسیده‌اند که برای پوشش بیمه‌ای حوادث و بلایای طبیعی می‌توان اوراق بهادار بیمه‌ای را به منظور تامین مالی و انتقال ریسک شرکت‌های بیمه مورد استفاده قرار داد (محمد فطانت، علیرضا ناصرپور، ۱۳۸۷).

تهرانی و ناصرپور در مقاله‌ای با عنوان "اوراق بهادار سایدکار، ابزاری نوین برای تامین مالی شرکت‌های بیمه" به معرفی مولفه‌ها و دلایل اقتصادی استفاده از این ابزار و شیوه‌های مختلف کاربرد آن در شرکت‌های بیمه پرداخته‌اند (رضا تهرانی، علیرضا ناصرپور، امیر محمدرحیمی، ۱۳۸۸).

حسینقلی‌پور در پایان‌نامه خود به بررسی امکان انتشار اوراق صکوک برای پوشش بیمه‌ای حوادث فاجعه‌آمیز پرداخت. وی اطلاعات مورد نیاز را با انجام مصاحبه‌های ساختار یافته بدست آورده سپس اقدام به تحلیل آن‌ها نموده است. در پایان پژوهش‌گر استفاده از صکوک وکالت را پیشنهاد نمود (حسین حسینقلی‌پور یاسوری، ۱۳۹۰).

ناصرپور در مقاله‌ای با عنوان "بررسی چالش‌های فقهی و حقوقی اوراق بیمه‌ای پس از معرفی ابزارهای موجود در این زمینه و نیز بررسی مدارک و اسناد فقهی موجود و تطبیقی آن‌ها با شرایط حال حاضر مترتبط بر بازار مالی و بیمه‌ای به این نتیجه می‌رسد که از نظر فقه امامیه، سازوکار انتشار این اوراق، توجیه فقهی دارد و قوانین و مقررات فعلی بازار سرمایه در این حوزه تا حدود زیادی امکان انتشار چنین اوراقی را فراهم می‌کند (علیرضا ناصرپور، ۱۳۹۰).

گرگانی و پیروی در مقاله‌ای با عنوان "تامین مالی ریسک حوادث فاجعه‌آمیز با استفاده از صدور اوراق بهادار فاجعه‌آمیز" به بررسی چگونگی انتشار این اوراق با استفاده از صکوک پرداختند. در این پژوهش مدل انتشار صکوک برای تامین مالی ریسک حوادث فاجعه‌آمیز پیشنهاد شده است (مصطفی گرگانی فیروزجاه و علی پیروی، ۱۳۹۰).

گروسی و کونزیوسر در کتاب خود به بررسی و مطالعه مدل‌سازی حوادث فاجعه‌آمیز به عنوان ابزار جدیدی برای مدیریت ریسک پرداخته‌اند. هدف این کتاب، بررسی توسعه‌های اخیر در مورد ویژگی‌ها و کاربرد مدل‌های فاجعه‌آمیز مورد استفاده در مدیریت ریسک، به ویژه ریسک‌های حوادث طبیعی است. در این کتاب به مدل‌سازی حوادث فاجعه‌آمیز، مدیریت پرتفوی و تامین مالی ریسک پرداخته شده است (Grossi, Kunreuther, 2009).

پاولین و آلبرتینی در کتاب جامعی با عنوان "اوراق بهادار بیمه‌ای" به بررسی کامل زوایا و چالش‌ها مترتب بر این اوراق و نیز نحوه عملیاتی کردن آن می‌پردازد. این کتاب را می‌توان مرجع کاملی برای الگوبرداری و بومی‌سازی این ابزار مورد استفاده قرار داد (Pauline Barrieu and Luca Albertini, 2009).

کومینس و ماهول به بررسی تامین مالی ریسک حوادث فاجعه‌آمیز در کشورهای در حال توسعه پرداختند. آن‌ها در کتاب خود نشان می‌دهند که کشورهای با درآمد کم و متوسط بیش‌ترین تاثیر را از حوادث طبیعی (با توجه به زیان‌های مستقیم به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی) در طول دو دهه گذشته داشته‌اند. همچنین به هم‌بستگی بین ریسک و افزایش خسارت می‌پردازد و در ادامه بیان می‌دارند زمانی که پتانسیل وقوع خسارت افزایش می‌یابد انجام بیمه اتکایی غیر اقتصادی خواهد بود (Cummins J D, Mahul, 2009).

دیوید کامینس و فیلیپ ترینر در سال ۲۰۰۹ در مقاله‌ای تحت عنوان "اوراق بهادارسازی، بیمه و بیمه اتکایی" نقاط ضعف و قوت بیمه اتکایی و اوراق بهادارسازی را بیان نمودند و به تشریح بازار بیمه حوادث فاجعه‌آمیز پرداخته‌اند. همچنین به این نتیجه رسیدند که برای توزیع ریسک‌های کوچک راهکار بیمه اتکایی و برای ریسک‌های بزرگ رویکرد اوراق بهادارسازی موثرتر است (J. David Cummins and Philippe Trainar, 2009).

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

هدف از انجام این پژوهش طراحی نوعی نهاد مالی است که بتواند بازار سرمایه و بازار بیمه کشور را به یکدیگر متصل نموده به طوری که بتواند از ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه به منظور حل

مشکلات موجود در بازار بیمه کشور را تا حد زیادی حل نماید. شایان ذکر است قابلیت کاربرد این نهاد در شرایط تحریمی و نیز اجرایی شدن آن در مسیر اقتصاد مقاومتی مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه‌های زیر به منظور محقق شدن این اهداف، مطرح می‌گردند:

- ۱) صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای در بازارهای مالی قابلیت کاربرد دارد.
- ۲) صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای موجب افزایش ظرفیت بیمه اتکایی می‌شود.
- ۳) صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای موجب افزایش ضریب نفوذ بیمه در کشور می‌شود.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و اهداف یک پژوهش کاربردی است. زیرا پس از انجام آن، برای سیاست‌گذاران و مسوولین اجرایی مشخص می‌شود که چه تدابیری را بیان‌دیشند تا بتوانند بیش‌تر و بهتر از مزایای این نهاد به منظور جلب مشارکت مردم در سرمایه‌گذاری و به تبع آن بهره‌برداری از این منابع جهت تأمین مالی نیازهای خود بهره‌برند. با توجه به ماهیت اطلاعات مورد نیاز برای این نوع فعالیت‌های پژوهشی، استفاده از پرسش‌نامه و مصاحبه ساختاریافته به منظور جمع‌آوری اطلاعات و از تکنیک دلفی برای جمع‌آوری داده‌ها و از تکنیک تم به منظور تجزیه و تحلیل آن‌ها استفاده خواهد شد. لازم به یادآوری است این پژوهش از منظر روش، توصیفی-پیمایشی است.

#### ۴-۱- روش دلفی

دلفی نام روشی در پژوهشات علمی است که اولین بار در اواخر دهه ۱۹۵۰ توسط کمپانی رند برای بررسی علمی نظرات کارشناسان در پروژه دفاعی ارتش طراحی و توسعه یافت. دلفی از نیمه دهه ۱۹۶۰ به عنوان یک روش مهم علمی شناخته شد و اکنون برای طیف گسترده‌ای از سوالات آینده محور و پیچیده و در طیف گسترده‌ای از زمینه‌ها و رشته‌ها استفاده می‌شود. مهم‌ترین شرایط مورد نیاز برای کاربرد دلفی، نیاز به متخصصان و نظرات، توافق گروهی در دستیابی به نتایج، وجود مشکل پیچیده، بزرگ و بین رشته‌ای و عدم توافق یا ناکامل بودن دانش، در دسترس بودن افراد با تجربه و متخصص، عدم محدودیت زمانی و برخی عوامل دیگر است (احمدی، ۱۳۸۸).

#### ۴-۲- تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش تحلیل تم<sup>۷</sup>

فرآیند تحلیل تم زمانی شروع می‌شود که تحلیل‌گر، الگوهای مفهوم و جذابیت بالقوه‌ای دارد. تحلیل تم فرآیندی بازگشتی است که در آن حرکت به عقب و جلو در بین مراحل وجود دارد. هم‌چنین این تحلیل در طول زمان انجام می‌گیرد. مراحل شش‌گانه تحلیل تم در ادامه توضیح داده می‌شود.

مرحله اول. آشنایی با داده‌ها: این مرحله شامل بازخوانی مکرر داده‌ها و خواندن داده‌ها به صورت فعال (یعنی جستجوی معانی و الگوها) است.

مرحله دوم. ایجاد کدهای اولیه: این مرحله شامل ایجاد کدهای اولیه از داده‌ها است. کدها ویژگی داده‌ها را معرفی می‌نماید که به نظر تحلیل‌گر شاخص و مورد توجه است.

مرحله سوم. جستجوی تم‌ها: این مرحله شامل دسته‌بندی کدهای مختلف در قالب تم‌های بالقوه و مرتب کردن همه خلاصه داده‌های کدگذاری شده در قالب تم‌های مشخص شده است. محقق، کدهای خود را شروع کرده و در نظر می‌گیرد که چگونه کدهای مختلف می‌توانند برای ایجاد یک تم کلی ترکیب شوند.

مرحله چهارم. بازبینی تم‌ها: محقق در این مرحله بایستی آگاهی کافی از این که تم‌های مختلف، کدام‌ها هستند، چگونگی تناسب آن‌ها با یکدیگر و کل داستانی که آن‌ها درباره داده‌ها می‌گویند، در اختیار داشته باشد.

مرحله پنجم. تعریف و نام‌گذاری تم‌ها: محقق در این مرحله، تم‌هایی را که برای تحلیل ارایه کرده، تعریف نموده و مورد بازبینی مجدد قرار می‌دهد. به وسیله تعریف و بازبینی کردن، ماهیت آن چیزی که یک تم در مورد آن بحث می‌کند، مشخص شده و تعیین می‌گردد که هر تم کدام جنبه از داده‌ها را در خود دارد.

مرحله ششم. تهیه گزارش: این مرحله شامل تحلیل پایانی نگارش گزارش است. در این پژوهش جامعه آماری شامل گروه‌هایی است که به نحوی با این پژوهش و نتایج حاصل از آن درگیر خواهند بود. بنابراین گروه‌های زیر بدین منظور پیشنهاد می‌گردد:

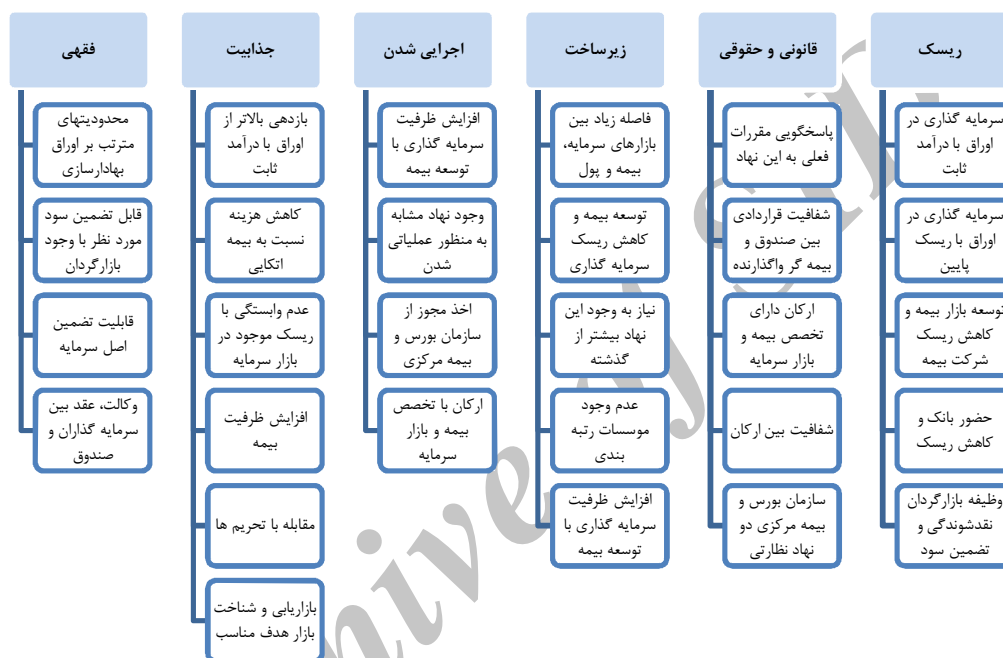
۱. شرکت‌های بیمه بازرگانی
۲. شرکت‌های بیمه اتکایی
۳. شرکت‌های تامین سرمایه
۴. کانون نهادهای مالی و اعضای آن
۵. کانون کارگزاران و اعضای آن

## ۵- نتایج پژوهش

در این پژوهش با توجه به بررسی‌ها و مطالعات انجام شده و جمع‌آوری نظرات خبرگان با روش دلفی و تحلیل آن نظرات با تکنیک تم "صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای به منظور افزایش ظرفیت بیمه اتکایی" پیشنهاد شد. بررسی پرسش‌نامه‌ها نشان می‌دهد به منظور اجرایی شدن این صندوق به گونه‌ای



که این صندوق در بازار مالی قابلیت کاربرد داشته و موجب افزایش ظرفیت بیمه اتکایی و افزایش ضریب نفوذ بیمه در کشور شود باید از منظرهای مختلف مورد ارزیابی قرار گیرد که در قالب نمودار زیر نمایش داده شده است.



بررسی‌های حاصل از اطلاعات دریافت شده از طریق پرسش‌نامه و مصاحبه از خبرگان بازار سرمایه، صنعت بیمه و کارشناسان فقه اقتصاد اسلامی و نیز تطبیق پژوهشات انجام شده در نقاط مختلف جهان با مسایل و موضوعات مطرح شده در کشور، نشان می‌دهد این اوراق در صورت به وجود آمدن زیرساخت‌هایی مانند وجود مؤسسات رتبه‌بندی، کاهش فاصله بین بازارهای سرمایه، بیمه و پول، توسعه بیمه و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری قابلیت کاربرد دارد؛ در نتیجه فرضیه اول با عنوان "صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای در بازارهای مالی قابلیت کاربرد دارد" مورد تأیید قرار می‌گیرد.

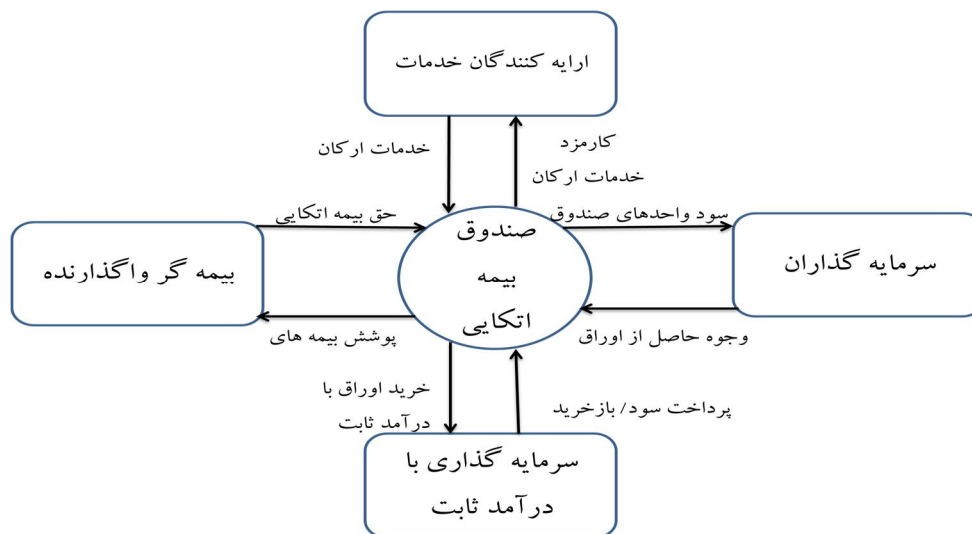
بررسی‌ها و تحلیل نتایج حاصل از مصاحبه‌ها و پرسش‌نامه‌ها نشان می‌دهد، استفاده از خدمات این صندوق موجب کاهش هزینه شرکت‌های بیمه نسبت به خرید پوشش بیمه اتکایی می‌گردد؛ همچنین در شرایط تحریمی و اجرای فرامین اقتصاد مقاومتی، در جهت مقابله با تحریم‌ها کمک شایانی می‌-

نماید. عدم وابستگی ریسک و بازده این صندوق با ریسک و بازده موجود در بازار سرمایه موجب افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران می‌شود. جذب سرمایه‌های سرگردان در بازار سرمایه به سمت بازار بیمه منجر به افزایش ظرفیت بیمه و به تبع آن افزایش ظرفیت بیمه اتکایی می‌گردد؛ در نتیجه فرضیه دوم مبنی بر این که "صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای موجب افزایش ظرفیت بیمه اتکایی می‌شود" تأیید می‌گردد. هنگامی که شرکت‌های بیمه بتوانند با هزینه کم‌تر و سهولت بیش‌تر اقدام به خرید پوشش اتکایی نمایند، توانایی فروش بیمه‌نامه‌های مختلف و پوشش ریسک‌های گوناگون بیمه‌ای را بیش از قبل خواهند داشت. ساختار این صندوق و تعامل و تراکنش بین بازیگران و ارکان آن نمایان‌گر این مطلب است که شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی با هزینه بسیار کم‌تر نسبت به بیمه اتکایی خارجی قادر به خرید پوشش بیمه اتکایی خواهند بود. همچنین این قرارداد به صورت ریالی و با پول رایج ملی انجام می‌شود و شرکت بیمه کم‌ترین تهدید را از جانب نوسان‌های مترتب بر نرخ ارز خواهد داشت. بنابراین شرکت بیمه اقدام به توسعه بازار و فروش بیمه‌نامه‌های بیش‌تر می‌نماید که این امر موجب افزایش سهم حق بیمه در تولید ناخالص داخلی می‌شود. در نتیجه فرضیه سوم مبنی بر این که "صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای موجب افزایش ضریب نفوذ بیمه در کشور می‌شود" مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

در ادامه با توجه به اقدامات صورت گرفته، ساختار پیشنهادی برای اجرای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بیمه‌ای، خاص بازار سرمایه ایران ارایه می‌شود.

#### ساختار عملیاتی تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای

با توجه به نتایج پرسش‌نامه‌ها و مصاحبه‌های به عمل آمده و نیز مطالعات پژوهشات انجام شده و تطبیق آن‌ها با مسایل فقهی، حقوقی و فرهنگی کشور، ساختار اجرایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیمه‌ای به صورت زیر پیشنهاد می‌شود. این نمودار شامل بازیگران اصلی صندوق و نیز ارکان صندوق است. این ارکان همان ارایه‌دهندگان خدمات هستند که در ادامه وظایف و خدمات هر یک و نیز رابطه صندوق با آن‌ها شرح داده می‌شود.



شکل ۱: نمودار تعاملی بین بازیگران صندوق

### بازیگران صندوق بیمه اتکایی

#### ۱. صندوق بیمه اتکایی

این صندوق یکی از نهادهای فعال در بازار سرمایه است که پس از اخذ مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار و تایید شرکت بیمه مرکزی ایران فعالیت‌های خود را آغاز می‌نماید. این نهاد پس از جمع‌آوری وجوه سرمایه‌گذاران، اقدام به پوشش بیمه‌ای شرکت‌های بیمه می‌نماید. هم‌چنین سرمایه خود را در اوراق با درآمد ثابت و ریسک پایین سرمایه‌گذاری نموده که نقدشوندگی بالایی نیز داشته باشد. در هنگام بروز خسارت طبق قرارداد بیمه اتکایی که با شرکت بیمه واگذارنده دارند، نسبت به پوشش بیمه‌ای اقدامات لازم را به عمل می‌آورد.

#### ۲. بیمه‌گر و اگذارنده

شرکت یا شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی که صندوق بیمه اتکایی با پشتیبانی آن‌ها به وجود می‌آید. بیمه‌گر و اگذارنده اقدام به خرید پوشش بیمه‌ای از صندوق می‌کند و تنها مشتری او و فلسفه وجودی صندوق بیمه اتکایی است. شرکت بیمه یا بیمه اتکایی، مسئول تمام جنبه‌های مراحل بیمه‌گذاری و تصفیه مطالبات بیمه‌گذاران است و یک کارمزد به عنوان حق خدمات از صندوق، بابت این اقدامات دریافت خواهد کرد که میزان آن رابطه عکس با سودآوری صندوق بیمه اتکایی دارد.

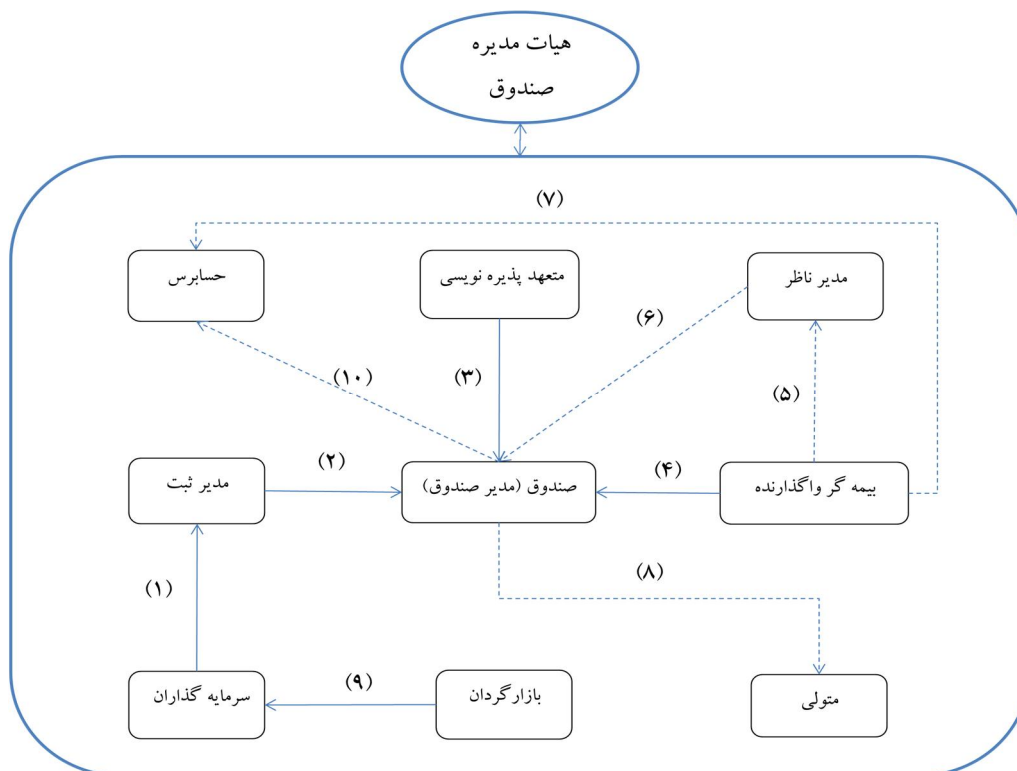
#### ۳. سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن ریسک‌های موجود اقدام به خرید واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری می‌نمایند و در قبال این سرمایه‌گذاری از محل درآمدهای صندوق کسب منفعت می‌کنند. این سرمایه‌گذاران می‌توانند شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی باشند. ۴. ارایه کننده خدمات (ارکان صندوق)

از آنجایی که این صندوق یک نهاد، بدون نیروی اداری و کارمند است، برای انجام خدماتی نظیر مدیریت صندوق، مدیریت مطالبات، سرمایه‌گذاری وجوه و مشاوره‌های قانونی، اقدام به برون‌سپاری و خرید آن‌ها از شرکت‌های ارایه کننده این خدمات می‌نماید. بنابراین شرکت ارایه کننده خدمت به عنوان یک بازیگر فرعی حضور دارد و سه بازیگر اصلی در راه‌اندازی یک صندوق بیمه‌ای، بیمه‌گر واگذارنده، خود صندوق بیمه اتکایی و سرمایه‌گذاران خواهند بود. در صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای ارایه‌کنندگان خدمات تحت عنوان ارکان صندوق نامبرده می‌شوند که در جدول ۱ معرفی می‌شوند. این ارکان در ازای دریافت کارمزد، خدمات مورد نیاز صندوق را ارایه می‌نمایند. در ادامه نمودار تعاملی و نیز خدمات ارایه شده از سوی ارکان به صندوق تشریح می‌گردد.

جدول ۱: ارکان صندوق و شرح وظایف آن‌ها

مجمع صندوق	اجتماع دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و متولی به عنوان نماینده سرمایه‌گذارانی که در مجمع حضور ندارند
مدیر صندوق	رکن اجرایی صندوق و متخصص در بازار سرمایه و بیمه
مدیر ناظر	طبق قانون بیمه از بین شرکت‌های بیمه و یا بیمه اتکایی دارای مجوز از سوی شرکت بیمه مرکزی ایران انتخاب می‌شود.
متولی صندوق	رکن نظارتی صندوق و نماینده سرمایه‌گذاران برای اقامه‌ی هرگونه دعوای کیفری علیه صندوق
مدیر ثبت	وظیفه اصلی مدیر ثبت اجرای صحیح درخواست‌های صدور و ابطال با رعایت مقررات مربوطه و در چارچوب اساس‌نامه است.
بیمه‌گر واگذارنده	شرکتی که بخشی از صادره‌های خود را به بیمه‌گر اتکایی واگذار می‌کند "شرکت واگذارنده" نامیده می‌شود. بیمه‌گر اتکایی، بیمه‌گر واگذارنده را در مقابل زیان‌های سنگین مالی حمایت می‌کند.
متعهد پذیره-نویسی	در صورتی که در اولین عرضه عمومی یا در هر مرحله از افزایش سرمایه، تعدادی از واحدهای سرمایه‌گذاری خریداری نشود، متعهد پذیره‌نویسی موظف است مطابق مقررات اساس‌نامه، این واحدهای سرمایه‌گذاری باقی‌مانده را به قیمت مبنای آن‌ها خریداری کند.
بازار گردان	وظیفه آن بازارگردانی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق بر اساس دستورالعمل مصوب سازمان یا در صورت پذیرش واحدهای سرمایه‌گذاری در بورس یا بازار خارج از بورس، بر اساس مقررات مربوطه است.
حسابرس	رکن نظارتی از بین مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان و توسط متولی، جهت تأیید به مجمع صندوق معرفی می‌گردد.
هیات مدیره صندوق	مدیر صندوق، مدیر ناظر، متعهد پذیره‌نویس و متولی صندوق عضو هیات مدیره صندوق هستند که هر کدام یک شخص حقیقی را به منظور تشکیل هیات مدیره معرفی می‌نمایند.



شکل ۲: نمودار تعاملی خدمات ارکان به صندوق

### خدمات ارکان

- (۱) مراجعه سرمایه‌گذاران به مدیر ثابت به عنوان نماینده صندوق و سرمایه‌گذاری در صندوق از طریق واحدهای آن. قرارداد فی‌مابین بر طبق وکالت است تا جنبه شرعی آن حفظ شود.
- (۲) مدیر ثابت، مبالغ حاصل از فروش واحدهای صندوق را در حسابی به نام صندوق واریز می‌نماید.
- (۳) در صورتی که سرمایه لازم به منظور بیمه نمودن پرتفوی بیمه مدنظر تامین نشود، متعهد پذیره-نویس نسبت به تامین وجوه لازم تا رسیدن سرمایه به حد کفایت اقدام می‌نماید.
- (۴) بیمه‌گر واگذارنده نسبت به انتقال تملک پرتفوی بیمه‌ای و کلیه حقوق و حق بیمه‌های مترتب بر آن اقدام می‌نماید.
- (۵) مدیر ناظر که از بین شرکت‌های بیمه و یا بیمه اتکایی انتخاب می‌شود، نسبت به بررسی پرتفوی بیمه‌ای که بیمه‌گر واگذارنده قصد واگذاری آن را دارد، اقدام می‌نماید.

(۶) مدیر ناظر بر فرآیند بیمه مجدد شرکت بیمه توسط صندوق نظارت کامل داشته و پیشنهادهای و توصیه‌های لازم را متذکر می‌شود. همچنین نسبت به احقاق حقوق طرفین اقدامات لازم را انجام می‌دهد.

(۷) حسابرس از بیمه‌گر واگذارنده می‌خواهد گزارش مالی دوره‌ای پرتفوی و خسارت‌های وارده و پرداخت شده و در مجموع کلیه مسایل مالی پرتفوی بیمه را با وی در میان بگذارد تا بتواند نسبت به تعیین ارزش دارایی‌های صندوق اقدام نماید.

(۸) کلیه دریافت و پرداخت‌های صندوق بین ارکان و سرمایه‌گذاران تحت نظارت کامل متولی انجام می‌شود.

(۹) در صورتی که هر یک از سرمایه‌گذاران قصد فروش واحدهای سرمایه‌گذاری خود را داشته باشند و خریداری در بازار نباشد، بازارگردان با توجه به قیمت اعلامی در دامنه مظنه و دامنه نوسان نسبت به خرید این واحدها اقدام می‌نماید.

(۱۰) صندوق موظف است گزارش‌های مالی خود را به صورت دوره‌ای و قبل از اعلام عمومی به حسابرس ارایه نماید. در صورتی که حسابرس، صحت تهیه گزارش‌ها را تایید کند، مدیر صندوق می‌تواند گزارش را به عموم ذینفعان اعلام نماید.

## ۶- نتیجه‌گیری و بحث

یافته‌های این پژوهش، پیرامون تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای نشان می‌دهد که این نتایج با نتایج پژوهشاتی که پیش‌تر در این باره حاصل شده بود، در یک راستا بوده و همسو است. به بیان دیگر می‌توان گفت این یافته‌ها پژوهش‌ات پیشین را تایید می‌کند. لازم به ذکر است که این همسویی، منجر به قوت و استحکام نتایج به دست آمده از این پژوهش می‌گردد. به طوری که آن یافته‌ها، منفرداً و یا متحداً به نتایج مشابه با این پژوهش رسیده‌اند. همچنین سازگاری آن‌ها با یکدیگر، فرضیه‌های این پژوهش را با قطعیت بیش‌تری اثبات می‌نماید. حسینقلی‌پور در پژوهش خود استفاده از صکوک و کالت را پیشنهاد نموده است. ناصرپور نیز استفاده از اوراق مضاربه یا کالت را در این خصوص مقبول می‌داند. فطانت استفاده از اوراق سایدکار را که شباهت زیادی با صندوق دارد، پیشنهاد می‌نماید. همچنین تحقیقات انجام گرفته در توسط پژوهشگران اروپایی و آمریکایی استفاده از بازار سرمایه را در افزایش ظرفیت بیمه اتکایی کاربردی می‌دانند؛ از آن جمله پاولین بارو به ارایه ساختار اوراق بهادار بیمه‌ای پرداخته است. لازم به ذکر است، دیوید کامینز و فیلیپ ترینر نیز استفاده از اوراق بهادار بیمه‌ای را در راستای برقراری ارتباط بین بازار سرمایه و نیز گسترش ظرفیت بیمه کاملاً عملیاتی می‌بینند. خاطر

نشان می‌گردد که در تعدادی از بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته از جمله آمریکا و سوییس چند سالی است که این اوراق انتشار یافته است؛ اما به منظور بومی‌سازی این اوراق چالش‌های فقهی پیش‌روی آن وجود دارد که راهکار صندوق آن‌ها را برطرف می‌نماید و به کاربردی بودن آن در کشور عزیزمان کمک شایانی می‌نماید. بنابراین می‌توان گفت تاسیس این صندوق کارکردهای مهم و تاثیرگذاری دارد. این کارکردها موجب جذابیت سرمایه‌گذاری و نیز استقبال شرکت‌های بیمه در عدم استفاده از خدمات اتکایی خارجی می‌گردد:

ریسک را از شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی به سرمایه‌گذاران بازار سرمایه انتقال می‌دهند. استفاده از راهکار صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای فرآیندی نزدیک به بیمه اتکایی است. تفاوت اصلی از ساختار ناشی نمی‌شود؛ بلکه از ایجاد یک دارایی قابل معامله نشأت می‌گیرد. همچنین وجود بازار ثانویه این امکان را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند تا تصمیم بگیرد که در بازار باقی بماند یا از آن خارج شود. این عمل برای بیمه‌گران اتکایی امکان‌پذیر نیست.

نوعی تامین مالی شرکت‌های بیمه و جبران کمبود ذخیره سرمایه آن‌ها می‌باشند. شرکت‌های بیمه برای افزایش توان‌گری بیمه‌ای خود باید نسبت به افزایش سرمایه اقدام نمایند و یا پرتفوی بیمه‌ای خود را تحت پوشش اتکایی قرار دهند. افزایش سرمایه عملاً راهکار خوشایندی برای این شرکت‌ها نیست؛ زیرا باعث رقیق شدن سهام این شرکت‌ها شده و از جمله اقدامات با هزینه بالا است. در صورت استفاده از صندوق بیمه‌ای عملاً شرکت‌های بیمه از راه غیرمستقیم اقدام به افزایش توان‌گری خود می‌نمایند.

بازدهی این اوراق با بازدهی کلی بازار سرمایه همبستگی ندارد؛ در نتیجه ابزار بسیار مناسبی برای متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه است. بازدهی این اوراق به خسارت‌های وارده و شدت و تعدد این خسارت‌ها بستگی دارد. این امر خود نمایان‌گر عدم وابستگی بازدهی این سرمایه‌گذاری به ریسک‌های سیستماتیک و غیر سیستماتیک مترتب بر بازار سرمایه است.

به عنوان مهم‌ترین عامل می‌توان گفت توسعه اوراق بهادار بیمه اتکایی باعث عدم وابستگی کشور به شرکت‌های بیمه اتکایی غربی و نیز جلوگیری از خروج سالانه میلیون‌ها دلار ارز از کشور می‌گردد. در شرایط فعلی استفاده از خدمات بیمه‌های اتکایی خارجی مشکلات فراوانی را موجب شده است. یکی از مهم‌ترین آن‌ها مشکل در نقل و انتقال پول و تحریم خدمات بانکی است. از دیگر مشکلات موجود در این شرایط تهیه ارز مورد نیاز برای پرداخت هزینه خدمات اتکایی است. استفاده از راهکار صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای هر دو مشکل مذکور را به راحتی حل نموده و شرکت‌های بیمه را در استفاده از خدمات اتکایی با هزینه‌ای بسیار پایین‌تر از راهکار سنتی اتکایی یاری می‌نماید.

در صورت استفاده از خدمات بیمه اتکایی خارجی درآمد حاصل از این اقدام نصیب شرکت بیمه اتکایی خارجی می‌گردد و شرکت‌های بیمه داخلی از آن بهره نمی‌برند. در صورت استفاده از صندوق

سرمایه‌گذاری بیمه‌ای شرکت‌های بیمه داخلی بر اساس مقررات حاکم بر بازار بیمه که از سوی بیمه مرکزی وضع می‌شود توان سرمایه‌گذاری و خرید واحدهای این صندوق را داشته و در درآمد حاصل از خدمات اتکایی ارایه شده از سوی این صندوق سهام‌اند که این عمل خود به جذابیت سرمایه‌گذاری در واحدهای این صندوق برای شرکت‌های بیمه‌ای کمک شایانی می‌نماید.

استفاده از راهکار صندوق سرمایه‌گذاری بیمه‌ای نیاز کشور را تا حد بسیار زیادی به شرکت‌های بیمه اتکایی غربی کاهش می‌دهد و باعث عدم وابستگی در این زمینه می‌گردد. هم‌چنین از خروج سالانه میلیون‌ها دلار ارز از کشور جلوگیری به عمل می‌آورد. در شرایط فعلی کلیه اقدامات کلان صورت گرفته باید در مسیر اقتصاد مقاومتی باشد. برای خنثی‌سازی تحریم‌ها و تهدیدات خارجی به کارگیری سیاست‌های کلی نظام باید در دستور کار مسئولان قرار گیرد. از این‌رو حرکت در جهت اقتصاد مقاومتی، بهترین مسیر برای عبور از گذرگاه تحریم‌ها و تهدیدات در شرایط فعلی است. هم‌چنین دولت باید با ایجاد مشوق‌های لازم نسبت به توسعه این نهاد و همه‌گیر شدن آن تلاش‌های فراوانی به کار بندد و از همه مهم‌تر نسبت به عدم وابستگی به غرب و کمک به گام نهادن این بخش از اقتصاد، در مسیر اقتصاد مقاومتی اقدام نماید.

این نهاد به توسعه بازار سرمایه کشور کمک می‌نماید. اجرایی شدن این نهاد و افزوده شدن آن به بازار سرمایه، باعث ایجاد جریان نقدی جدید در بازار می‌گردد و در مجموع به توسعه بازار سرمایه کمک می‌نماید.

این نهاد را می‌توان حلقه مفقوده بازارهای سرمایه، بیمه و بانک دانست. با اجرایی شدن آن، فاصله‌های موجود بین این بازارها تا حدود بسیار زیادی کاسته می‌شود. زیرا ساختار و ارکان در نظر گرفته شده برای این نهاد به گونه‌ای است که باعث درگیر نمودن هر یک از سه بخش فوق در تاسیس و مدیریت این نهاد می‌گردد. در نتیجه به نوعی به همگرایی سه بازار فوق کمک می‌نماید.

### فهرست منابع

- \* احمدی، ن. (۱۳۸۸). معرفی و نقد روش دلفی. کتاب ماه علوم اجتماعی .
- \* حسین حسینیقلی پور یاسوری. (۱۳۹۰). بررسی امکان انتشار اوراق صکوک برای پوشش بیمه ای حوادث فاجعه آمیز.
- \* رضا تهرانی، علیرضا ناصرپوراسد، امیر محمدرحیمی. (۱۳۸۸). اوراق بهادار سایدکار ابزاری نوین برای تامین مالی شرکت های بیمه. مجموعه مقالات دومین همایش نظام تامین مالی در ایران .
- \* سید احمد میرمطهری، . (۱۳۸۰). نقش موسسات بیمه در بازار سرمایه. فصلنامه صنعت بیمه.
- \* علیرضا ناصرپور. (۱۳۹۰). بررسی چالش های فقهی و حقوقی اوراق بیمه ای.



- \* فیصل احمد منجو، ت. م. (۱۳۸۶). تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها: راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی.
- \* محمد فطانت، علیرضا ناصرپوراسد. (۱۳۸۷). مبانی تبدیل به اوراق بهادارسازی ریسک در شرکت‌های بیمه‌ای. مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران. تهران.
- \* مصطفی گرگانی فیروزجاه و علی پیروی. (۱۳۹۰). تامین مالی ریسک حوادث فاجعه آمیز با استفاده از صدور اوراق بهادار فاجعه آمیز.
- \* Barrieu, P. Albertini (2009). (The Handbook of Insurance-Linked Securities. John Wiley & Sons Ltd.
- \* Cummins J.D. and Mahul O. (2009) Catastrophe Risk Financing in developing countries. The World Bank.
- \* Erwann Michel-Kerjane, b and Frederic Morlaye. (2008). Extreme Events, Global Warming, and Insurance-. The Geneva Papers .
- \* Grossi P. and Kunreuther H. (2009) Catastrophe Modeling: A New Approach to Managing Risk. Springer.
- \* J. David Cummins and Philippe Trainar. (2009) SECURITIZATION, INSURANCE REINSURANCE. The Journal of Risk and Insurance.
- \* Malaysia, S. C. 2002. (Resolution of the Securities Commission Advisory Council of Malaysia. Kuala Lumpur: Securities Council of Malaysia.
- \* Malcolm P Wattman, K. J. (2007). Insurance Risk Securitization. Journal of Structured Finance .
- \* Swiss Re. (2008). sigma preliminary estimates of catastrophe losses in 2008.
- \* Vinod, K. (2004). Securitisation: a Primer.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Risk Securitization
- <sup>2</sup> Insurance Linked Security
- <sup>3</sup> Securitization
- <sup>4</sup> Contractual Financial Relation
- <sup>5</sup> Transaction
- <sup>6</sup> Syariah Advisory Council of Malaysia
- <sup>7</sup> Thematic Analysis