



مفهوم مدیریت ریسک و کاربرد آن در بازار سرمایه

۱- مهندس علی مقربا

(گروه مدیریت کسب و کار واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران)

۲- مهندس امیر گرامی

(گروه مدیریت کسب و کار واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران)

۳- دکتر زهرا سادات موسوی

(گروه مدیریت کسب و کار واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران)

چکیده

رشد و توسعه بازار سرمایه به عنوان یکی از بخش های مهم اقتصاد هر کشوری نیازمند برخورداری از سیستم کارآمد مدیریت ریسک در آن می باشد. در دنیای کسب و کار، امروزه برای پیشرفت و توسعه بازار سرمایه ضرورت وجود سیستم یکپارچه مدیریت ریسک و تحلیل های سرمایه گذاری مبتنی بر ریسک، بیش از پیش اهمیت یافته است، به گونه ای که یکی از اصلی ترین وجه تمایز سرمایه گذاران، اعم از حقیقی و حقوقی در دنیای رقابتی، اتخاذ استراتژی ها و جهت گیری های صحیح در سرمایه گذاری و فعالیت های اقتصادی است. بدون شک در یک سرمایه گذاری موفق سه عامل نقش کلیدی و موثری دارند. این سه عامل روانشناسی و خود شناسی در انجام معامله، مدیریت ریسک در سرمایه گذاری و تحلیل ورود و خروج در معاملات می باشد. اکثر فعالین موفق نقش دو فاکتور اول یعنی روانشناسی فردی در انجام معاملات و مدیریت سرمایه و میزان ریسک در معاملات مالی را با اهمیت تر از تحلیل موقعیت های بازار می دانند. به طور مثال اگر کسی تحلیل صحیحی نسبت به شرایط ورود به یک معامله دارد اما بدلیل ترس یا وسواس آن موقعیت را از دست می دهد و یا پس از دریافت سود مورد نظر در تحلیل بدلیل طمع ورزی از معامله خارج نمی شود و سود بدست آمده از دست می دهد دلیل آن عدم شناخت صحیح از روانشناسی فردی در انجام معامله است. این پژوهش به دنبال ارزیابی و تبیین تکنیک های مدیریت ریسک و کاربرد آن در بازار سرمایه، در بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، با استفاده از پرسشنامه و از طریق نظرسنجی از خبرگان انجام شده است. یافته های حاصل از نتایج فرضیات تحقیق نشان می دهد استفاده از تکنیک های ترکیبی چنین سیستمی راهکار مناسبی را برای تخصیص بهینه منابع و انتخاب صحیح مسیر سرمایه گذاری، همچنین کارایی تخصیصی بازار سرمایه و تعادل بهینه بین ریسک و بازده را به دنبال خواهد داشت.

کلمات کلیدی: بازار سرمایه، ریسک و بازده، سرمایه گذاری مبتنی بر ریسک، سیستم یکپارچه مدیریت ریسک، کارایی تخصیصی بازار سرمایه.

1

1-aliimb70@gmail.com

2-amir.gerami1992@gmail.com

3-Zmousavi80@gmail.com



مقدمه

یکی از مهمترین بخش های اقتصاد هر کشور ، بازار سرمایه است. امروزه تحولات پیچیده و سریع در جهان بخش مهمی از بازار سرمایه کشورمان را با چالش های جدی روبرو ساخته است ، کسب مزیت رقابتی پایدار و همچنین ثبات بازار سرمایه را به یکی از دغدغه های اصلی کشور تبدیل نموده است. کسب چنین مزیتی، از یک سو نیازمند آگاهی از دانش جدید مدیریت بر مبنای ریسک، و سپس استقرار سیستم مدیریت ریسک در سازمان ها و یا نهاد های سرمایه گذار در بازار سرمایه خواهد بود. با عنایت برگسترده بخش خصوصی در کشور ناشی از اجرای سیاست های اصل ۴۴ قانون اساسی ، (گسترش مالکیت در سطح عموم ، به منظور تامین عدالت اجتماعی) آگاهی از دانش مدیریت پیوسته ریسک نه تنها کلید دستیابی سرمایه گذاران حقیقی یا سازمان های خصوصی و تجاری به مزیت رقابتی پایدار به شمار می آید ، بلکه در این راستا سرمایه گذاران نیز با داشتن سیستم های مالی کارآمد می توانند از طریق تجزیه و تحلیل اطلاعات درباره فرصت های جدید سرمایه گذاری ، تجمیع و تجهیز پس اندازهای خرد ، نظارت بر سرمایه گذاری ها و مدیریت ریسک در بازار سرمایه ، همچنین با کاهش هزینه های مبادلات از یک سو موجب تخصیص بهینه منابع مالی شده و در نهایت بازار سرمایه را در دستیابی به سطوح بالای کارایی و اثربخشی یاری رسانند. (رضا تهرانی، ۲۰۱۸)

مدیریت ریسک یک پدیده نو ظهور و جدید در ایران است از طرفی با توجه به بحران های مکرر و کمبود روز افزون منابع ، مدیریت نوین ناگزیر از استفاده از تمامی ابزارها و تکنیک های مدیریتی ریسک در جهت دستیابی به اهدافی همچون داشتن یک بازار سرمایه قوی و کارا میباشد . با این وجود بسیاری از معامله گران بازار با وجود تسلط بر مباحث تکنیکی و بنیادی با داشتن استراتژی کارآمد ، همچنان قادر به کسب سود و حتی حفظ سرمایه در بلند مدت نمی باشند.

تقریباً تمامی مدیران به دنبال ابزارها و تکنیک هایی هستند تا خطرات و پیامد های ناشی از تصمیمات را به حداقل ممکن کاهش دهند ؛ مدیریت ریسک ابزار جدیدی است که در زمان کوتاه توانسته است جایگاه مناسبی برای خود پیدا کند از آنجایی که ماهیت فعالیت های تجاری سرمایه گذاری به گونه ای است که کسب بازده مستلزم تحمل ریسک است توجه به این نکته مهم هم ضروری است که در فرایند تصمیم گیری برای اجرای پروژه یا سرمایه گذاری ، در بسیاری از مواقع محافظه کاری و ریسک گریزی نهایت از بین رفتن فرصت ها میگردد. غیر منطقی مدیران دولتی سبب انتخاب گزینه های پر هزینه و کم ارزش گردیده است. دلیل این محافظه کاری و ریسک گریزی معقول را باید در ریسک هایی که مدیران از انتخاب گزینه ای مختلف متصورند جستجو نمود. این ریسک های تصویری، به همراه عدم آگاهی و دانش نسبت به طرح های پیشنهادی و ریسک های عناصر مختلف سبب انتخاب گزینه های نامطلوب و نهایت از بین رفتن فرصت ها میگردد بنابراین عوامل کلیدی در اجرای مدیریت ریسک پویا و موثر ، درک صحیح فرهنگ مدیریت ریسک در سازمان است که بایستی با حمایت راهبردی حاکم بر سازمان و فرایند گسترش سیاست های آن همراه گردد تا فرایند بهینه سازی به افزایش منافع سازمان منجر گردد.(علی سعیدی، ۲۰۱۶)

بررسی رابطه ی میان تصمیمات مدیریت ریسک باعث شناخت بیشتری از فرایند ریسک در بازارهای سرمایه می شود یعنی فرایندی که تاکنون در بازار سرمایه کشور ما کمتر مورد توجه قرار گرفته است. شناخت عوامل ایجاد کننده ریسک (یعنی شناخت ریسک های ناشی از تصمیمات مدیریت شرکت ها و سازمان ها برای خروجی ها و ورودی های شرکت) یک امر قطعی و ضروری هم برای سطح شرکت ها و هم برای سرمایه گذاران می باشد. در سطح سازمان رابطه میان استفاده از تکنیک های مدیریت ریسک با اهمیت است چرا که عموماً فرض بر این است که مدیریت در پی حداکثر سازی منافع و ثروت سهامداران است. در سطح سرمایه گذاران آگاهی از این رابطه پیش بینی ریسک آینده و انتخاب پرتفلیو را بهبود می بخشد . لذا انتخاب بهترین تکنیک ها برای مدیریت ریسک



یکی از مراحل پر اهمیت فرآیند تصمیم گیری میباشد. همچنین پی بردن به اثرات استفاده از تکنیک های مدیریت ریسک بر کارایی بازار سرمایه و ارائه راهکار های کاربردی جهت بهبود وضع موجود از اهداف کاربردی این تحقیق می باشد. (ساندرز، ۲۰۲۱)

بر پایه درک و تنظیم ریسک بنا نهاده شده است. بنابراین، اگر بتوانیم ماهیت ریسک های مفهوم ریسک در ادبیات بازار سرمایه، سرمایه گذاری را درک کنیم، بر آگاهی خود نسبت به مسائل مربوط به ریسک افزوده ایم. ضمن آنکه باید توجه داشت ریسک بخش جدایی ناپذیر سرمایه گذاری است. عوامل تشکیل دهنده ریسک باعث تغییر قیمت آن سهم در بازار می شوند. سابقه پیدایش رابطه ریسک و بازده را می توان برابر با خلقت اولین موجود دارای شعور دانست. در کنار هر منفعتی همواره محدودیت یا مخاطره ای رخ می نماید و حداکثر نمودن مطلوبیت، متناسب با سطحی قابل قبول از ریسک، دغدغه همیشگی بشر در انجام هر فعالیتی بوده است و اکنون در عصر رقابت شدید سازمان ها، عواملی همچون رواج تکنولوژی های نو و پیشرفته، توسعه فناوری اطلاعات و ارتباطات، شیوه های نوین عرضه کالا ها و خدمات، تمایل سازمان ها به داشتن دارایی های نامشهود به جای دارایی های مشهود و سرعت تغییرات محیطی موجب شده تا سازمان ها و بنگاه های اقتصادی در دوران حیات خود با ریسک های متعدد و خطرات زیاد و حتی پیش بینی نشده ای مواجه شوند. به همین جهت و به منظور کاهش ریسک و جبران زیان های ناشی از آن، امروزه در ادبیات علمی مبحث مدیریت ریسک جایگاه منحصر به فرد یافته است و حتی در برخی یکسان می دانند. هر تصمیم مدیریتی و حتی یک نوآوری و استفاده از یک مدیریت ریسک "را با" مدیریت سازمان "تعاریف"، روش جدید هم می تواند همراه خودش ریسک داشته باشد. یک فرصت جدید مثلاً سرمایه گذاری در یک کشور خارجی یا افزایش سرمایه، فرصتی است که سازمان می تواند از آن استفاده کند، ولی باید به ریسک اجرای آن توجه کند. به این ترتیب ملاحظه می شود که سازمان ها در اجرای وظایف عادی خود نیز با ریسک مواجه هستند. (میدلتون، ۲۰۱۹)

3

ریسک مفهومی است با چندین معنی و بستگی به زمینه و مقوله عملی که در آن قرار دارد تعریف می شود. فرهنگ وبستر ریسک را در معرض خطر قرار گرفتن تعریف کرده است. به طور کلی ریسک به مفهوم نوسان غیر منتظره منجر به زیان است. ویژگی غیر منتظره به معنی غیر قابل پیش بینی بودن است، زیرا نوسان منفی قابل پیش بینی به معنی هزینه، نه ریسک تعبیر میشود. فرهنگ لغت هیلدرت نیز ریسک را زیان بالقوه سرمایه گذاری که قابل محاسبه است میدانند.

ریسک در زبان چینیان با دو علامت تعریف می شود علامت اول به معنی خطر و علامت دوم به معنی فرصت می باشد. به عبارت دیگر ریسک، ما را با شرایطی مرکب از خطر و فرصت همراه می سازد. و شاید این تعریف را بتوان از جمله کامل ترین تعاریف ریسک به حساب آورد، چرا که نه تنها دنیای سرمایه گذاری بلکه جهان طبیعت نیز تهدید ها و فرصت ها را در کنار یکدیگر قرار داده است و موجودات به مقتضای سطح شعور و آگاهی های خود از این فرصت ها در کنار شناخت تهدیدات استفاده می کنند. کورنت ریسک را هرگونه نوسانات منفی در هر گونه عائدی می داند، تعریف مذکور این مطلب را روشن می کند که تغییرات احتمالی آینده برای یک شاخص چه مثبت و چه منفی ما را با ریسک مواجه می سازد. بنابراین امکان دارد تغییرات ما را منتفع و یا متضرر سازد. کورنت ریسک را این چنین معرفی می کند: هر پدیده ای که بتواند نتیجه حاصل از آنچه سرمایه گذار انتظار دارد را منحرف ریسک نامیده می شود. (کورنت، ۲۰۲۱)



اولین بار هری مارکوئیتز بر اساس تعاریف کمی شاخص عددی برای ریسک و انحراف معیار چند دوره ای متغیر تعریف کرد. دیدگاه دیگری درخصوص تعریف ریسک وجود دارد که تنها به جنبه منفی نوسانات توجه دارد، هیوب ریسک را احتمال کاهش درآمد و یا از دست دادن سرمایه تعریف کرده است.

در اکثر تعاریفی که از ریسک شده است به صورت روشن به دو جنبه آن یعنی زیان و عدم اطمینان، اشاره شده است ولی سومین جنبه آن، یعنی انتخاب به صورت ضمنی، مورد اشاره قرار می گیرد که منظور از انتخاب چگونگی توجه نمودن به آن است این سه شرط را می توان به عنوان پایه های اساسی ریسک و مبنایی برای بررسی عمیق تر آن مورد بررسی قرارداد. (علی سعیدی، رضا راعی ۲۰۱۸)

بازار سرمایه شامل آن دسته از اوراق بهاداری است که موعد سررسید آنها بیشتر از یک سال است. بازاری است که در آن دارایی های مالی و اوراق بهادار با سر رسید بیش از یک سال مبادله میشود. و به خاطر طولانی بودن موعد سررسید و ماهیت اوراق بهادار بازار سرمایه، میزان ریسک در این بازارها بیشتر از بازار پول است. در این نوع بازار، قابلیت فروش در برخی موارد ضعیف تر است. بازار سرمایه شامل اوراق بدهی و سهام است سهمی که در این بازار وجود دارد بدون تاریخ سررسید است (ریموند موریتسه، ۲۰۲۰) بطور کلی بازار ساز و کاری است که به کمک آن مردم به خرید و فروش کالا و خدمات میپردازند. بازارها نیازمند بازیگران و زمان کار مشخص هستند. خریداران در بازار دارای قدرت انتخاب مناسب هستند و میتوانند از بین کالاها و خدمات، بهترین آنها را انتخاب نمایند. فروشندگان نیز به خریداران بسیاری دسترسی دارند و از این رو هزینه های ارتباطی کمتری میپردازند. بازار سرمایه نیز مشابه هر بازار دیگری است، اما مهمترین کالای این بازار، سرمایه است. بازار سرمایه بخشی از بازارهای مالی است، بازار سرمایه در مقابل بازار پول، جایگاه تامین بلند مدت سرمایه شرکت هاست (پاول آندره، ۲۰۲۰)

بازار سرمایه زیر بنای فعالیت های تجاری، صنعتی، دولتی و خصوصی است. همچنین واسطه ای برای تخصیص وجوه بلند مدت به منظور تشکیل دارایی های سرمایه ای است. وجوه این بازار از سرمایه گذاران انفرادی، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق ها، بانک ها و دیگر دارندگان وجوه بدست می آید. وجوه مذکور جهت تامین مالی طرح های کسب و کار و توسعه ای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار میگیرد. به عبارت دیگر، بازار سرمایه، وجوه را از بخش های دارای مازاد جمع آوری می کند و آن را به سمت کسانی که نیازمند تامین مالی هستند، هدایت میکند. (ال فاروک، ۲۰۱۷)

کارایی بازار سرمایه، حاصل عملکرد بازیگران و نیروهای رقیب در آن است. در کشورهای پیشرفته، بازار سرمایه و بخصوص بورس اوراق بهادار مهمترین جایگاه تامین سرمایه واحدهای تجاری و صنعتی است. در حالی که در ایران، تمرکز تامین مالی بر سیستم و شبکه بانکی است.

امروزه در دنیا، بازارهای سرمایه کشورها با یکدیگر ترکیب میشوند و بازارهای سرمایه بین المللی را تشکیل میدهند. از این رو نه تنها فرایند رشد اقتصادی کشورها تسریع و تسهیل میگردد بلکه با جهانی شدن سرمایه، تخصیص بهینه سرمایه بین المللی نیز در حال انجام است.

ادبیات تحقیق

در ادبیات مالی، معیارهای مشخصی جهت اندازه گیری کارایی بازار تعریف شده است. بازار سهام افزون بر تأمین نقدینگی برای سهام صادر شده شرکت ها، وظیفه مهم تری نیز بر عهده دارد و آن ارزیابی مداوم شرکت ها و تخصیص وجوه بین آنها است. قیمت های بازار سهام در حقیقت، راهنما برای جریان یافتن وجوه به داخل شرکت ها است؛ به این صورت که وجوه بیشتر، به سمت



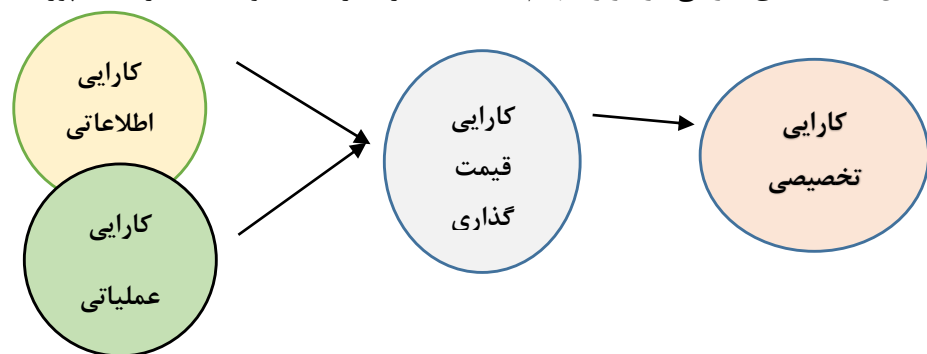
شرکت هایی که سود دهی بیشتر و ریسک کمتری دارند ، جریان می یابد . لازمهٔ اینکار این است که قیمت ها ارزش ذاتی سهم را منعکس کنند ؛ بنابراین ، کارایی قیمت گذاری یعنی برابری قیمت سهام با ارزش ذاتی آن شرط لازم برای کارایی تخصیصی به شمار می آید. تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی هنگامی پدید می آید که کارایی اطلاعاتی وجود داشته باشد.

برای مثال، در بازار ثانویه انتشار اطلاعات جدید در مورد سود یا ریسک شرکت ممکن است باعث تغییر ارزش ذاتی سهم شود . این تغییر ارزش ، تعدیل قیمت را به همراه دارد . حال اگر بازار از لحاظ اطلاعاتی کارا باشد ، این تعدیل قیمت بسیار سریع و دقیق خواهد بود . کارایی اطلاعاتی بدین معنا است که هیچ وقفه ای در انتشار و دستیابی به اطلاعات وجود نداشته باشد و یکی از شرایط لازم جهت کارایی قیمت گذاری شمرده می شود نظریهٔ کارایی اطلاعاتی قوی بیان می کند که قیمت ها باید همه اطلاعات مربوط به شرکت را منعکس کنند ؛ بنابراین، حتی داشتن اطلاعات نهانی شرکت نیز باعث به دست آوردن هیچ گونه بازده اضافی نخواهد شد. (Saunders & Cornet, 2021)

کارایی عملیاتی شرط دیگر کارایی قیمت گذاری به شمار می آید. طبق نظریه کارایی عملیاتی معاملات باید با کمترین هزینه ممکن انجام شود . هزینه بالای معاملات مانع از تعدیل سریع و دقیق قیمت میشود، بنابراین ، بازار کارا ، بازاری پایدار است که در تسلط سهامداران منطقی قرار دارد و احتمال نوسانات شدید در آن کم است .

5

شکل طبقه بندی کارایی در بازار سهام : (کتاب مدیریت ریسک ، نویسنده امیر سعید پوربخشایی)



لذا هرگونه اقدامی که هزینه معاملات را کاهش داده (کارایی عملیاتی)، سرعت انتشار ، و دقت اطلاعات را افزایش دهد (کارایی اطلاعاتی) یا فرآیند پردازش اطلاعات به وسیله سهامداران را بهبود بخشد (کارایی قیمت گذاری) ، گامی در جهت بهبود کارایی تخصیصی بازار به شمار می آید.

امروزه با توجه به انواع نیازهای مختلف سرمایه گذاران برای مصون سازی آنها در برابر تغییرات و نوسانات اقتصادی، لازم است که نوآوری وتنوع هایی با توجه به اصل پذیرفته شده تناسب بین ریسک و بازده در نهاد ها و ابزار های مالی بازار سرمایه صورت گیرد . به کارگیری ابزارهای متنوع مالی در بازار سرمایه، از یک سو به دلیل متفاوت بودن درجه خطر پذیری، نقدینگی و سود آوری این ابزار ها و از سوی دیگر به واسطه حضور عرضه کنندگان و متقاضیان وجوه با نیاز ها و سلیقه های مختلف و درجه خطر پذیری متفاوت در این بازار به کارآمد شدن بازار سرمایه می انجامد. تنوع ابزارهای مالی از نظر ترکیب ریسک و بازده ، و شیوه مشارکت در ریسک امکان مشارکت طیف وسیعی از افراد جامعه را در امر سرمایه گذاری فراهم میسازد به همین جهت است که مطالعات اقتصادی قرن ۲۱ بر مبناء و چهارچوب ((مطالعات ریسک)) تعریف میشود و از ((مدیریت ریسک)) به عنوان رشته علمی جدید در حوزه ی



اقتصاد و در قلمرو بنگاه ها یاد میشود . یکی از گزینه هایی که امکان مقابله با ریسک و مدیریت آنرا فراهم میکند ، مشتقات (Derivative Securities) است .

به طور خلاصه می توان گفت مشتقه ها قراردادی بین دو یا چند طرف است که پرداخت های آن ، بر اساس موقعیت سنجی تعیین میشود در واقع مشتقه ها ، ابزارهایی برای کاهش یا انتقال مخاطره « ریسک » به شمار می آیند. برخی از مشتقه ها که توسط شرکت های بزرگی صادر می شوند به صورت استاندارد و تضمین شده در بورس سازمان یافته و معامله میشوند و برخی در حاشیه بورس به صورت خارج از بورس با توافق و مذاکره دو طرف انجام میگیرد.

ریسک بازار سرمایه (Risk Refinancing) ریسک ناشی از عدم اطمینان نسبت به دریافتی های مربوط به پرتفولیوی تجاری موسسه مالی است که در نتیجه نوسانات در شرایط بازار مانند تغییر قیمت دارایی ها، از جمله دارایی های مالی ، نرخ های بهره، نوسانات بازار و نقدینگی بازار بوجود می آید. برای درک بهتر ریسک بازار نکات زیر قابل توجه است:

۱- ریسک بازار در ارتباط با اقلام مربوط به دفتر ترانزنامه می باشد که شامل اوراق قرضه، کالا، نرخ ارز و سهام می باشد.

۲- ریسک بازار عمدتاً برای موسسات مالی که معاملات تجاری زیادی دارند نقش مهمی دارد .

۳- ریسک بازار مربوط به معاملاتی است که برای دوره کوتاه مدت برای کسب سود حاصل از نوسان قیمت آن نگهداری می شود، ریسک بازار دوره های کوتاه مدت از یک روز تا بیشتر را در بر می گیرد.

بانک ها علاوه بر ریسک های بازار محصول با ریسک های بازارهای سرمایه ای که در آنها کار می کنند نیز مواجه هستند. ریسک های عمده بازار سرمایه را می توان به شرح زیر عنوان کرد:

۱- ریسک نرخ بهره

۲- ریسک مینا

۳- ریسک نقدینگی

۴- ریسک ارزی

۵- ریسک سیستم پرداخت ها

سرمایه گذاران می توانند از راه های گوناگون خود را از پیامد های ریسک بازار محفوظ نگه دارند. مثلاً برای درک رفتارها و شرایط آینده قیمت سهام ، ابتدا می بایست دقیقاً به بررسی و تجزیه و تحلیل آن سهم پرداخت ، غالباً سهامی که دارای الگوی نوسانی قیمت دوره ای بودند، کماکان در آینده هم دارای همین الگو خواهند بود ، مگر آنکه شرایط تغییر کند و شرکت مورد نظر دستخوش تغییرات ناگهانی و شدید شود، این ضرب المثل که " همواره تاریخ تکرار خواهد شد ، ولی نه بطور کامل " درباره ویژگی های رفتاری قیمت سهام صدق میکند .

راه دوم آن است که پس از انجام این تجزیه و تحلیل ، باید سهامی را خرید که درجه ریسک بازار آنها در حد قابل قبول است. درجه ریسک بازار سهام شرکت های رو به رشد از درجه ریسک سهام شرکت هایی که فاقد رشد می باشند و سود زیادی تقسیم می کنند، بیشتر است. سوم اینکه در محاسبه بازده آینده سهام نباید از امکان خطای تخمین غافل ماند. باید سهامی را خرید که قیمت آنها ، با احتساب خطای تخمین از ارزش ذاتی آنها کمتر باشد و زمانی باید آنها را فروخت که قیمتشان با احتساب خطای تخمین از ارزش ذاتی آنها بیشتر شده است . چهارم و آخرین راه این است که مدت زمان یا دوره سرمایه گذاری باید آنقدر طولانی باشد که خریدار سهام قادر باشد روند رشد را مشاهده کند و نگران نوسان قیمت سهام بصورت روزانه یا هفتگی نباشد. اغلب بانک ها و شرکت های



بیمه بخشی از دارایی خود را در بازار سهام سرمایه گذاری می کنند. در کشور ما طبق آیین نامه شماره ۶۰ شورای عالی بیمه، مکمل آیین نامه شماره ۴۲، کنند شرکت های بیمه تنها بخش مشخصی را می توانند در این بازار سرمایه گذاری کنند. برای ایجاد یک نظام یکپارچه و موفق مدیریت ریسک باید بر اهمیت نیاز به فلسفه مدیریت سطح بالا و حمایت از تجدید ساختاری موسسه مالی برای خلق یک موسسه بهینه مبتنی بر ریسک تاکید شود. بدون وجود تعهدی قوی، خلق یک محیط یکپارچه کنترل ریسک امکان پذیر نخواهد بود.

کمیته تنظیم کننده مقررات سرمایه ای بانک تسویه های بین المللی به موسسات مالی چند ملیتی اجازه داد که برای محاسبه میزان سرمایه قانونی لازم از مدل های داخلی اندازه گیری ریسک بازار مخصوص خود استفاده کنند. این مقررات می تواند نقطه شروع خوبی برای ایجاد نظام یکپارچه مدیریت ریسک باشد. در واقع پیچیدگی فزاینده خدمات مالی در بازارهای مرتبط بهم و همبستگی شدید میان عناصر تجاری، موسسات مالی را به حرکت به سوی استاندارد سازی شیوه مدیریت ریسک خود را وا داشته است. مدیریت یکپارچه ریسک فرآیندی است که یک موسسات مالی را قادر می سازد تا کلیه ریسک های خود را بطور همزمان اندازه گیری و مدیریت نماید. این فرآیند همچنین ابزارهای لازم برای ارزیابی پرتفوی را با استفاده از مقوله های یکپارچه بازدهی تعدیل شده نسبت به ریسک، فراهم می نماید. لازمه اساسی چنین نظامی، ایجاد یک ابزار اندازه گیری استاندارد و پذیرفته شده عمومی است تا مدیریت بدین طریق قادر باشد بین امتیاز هر معامله در طیفی از ریسک و بازده تمایز قائل گردد. هر واحد اندازه گیری یکپارچه می تواند بر مبنایی مشترک و با استفاده از متدولوژی ارزش در معرض خطر محاسبه شود.

بانک ها برای رسیدن به یک معیار یکپارچه ریسک باید معیارهای ریسک بازار تجاری (معاملات) ریسک اعتباری و نهایتاً ریسک های عملیاتی را با یکدیگر تلفیق نمایند. بدین منظور موسسه مالی ذیربط باید یک چهارچوب بسیار مناسب و یکپارچه برای مدیریت کل ریسک داشته باشد. این چهارچوب باید موارد زیر را در بر داشته باشد:

الف) سیاست های ریسک

ب) متدولوژی ریسک

ج) زیربنای مدیریت ریسک

پارادایم یا الگوی مدیریت ریسک مجموعه ای از وظایف به صورت یک سری فعالیت های پیوسته در سرتا سر چرخه عمر یک ماموریت می باشد و عبارتند از:

(۱) برنامه ریزی مدیریت ریسک

(۲) شناسایی ریسک

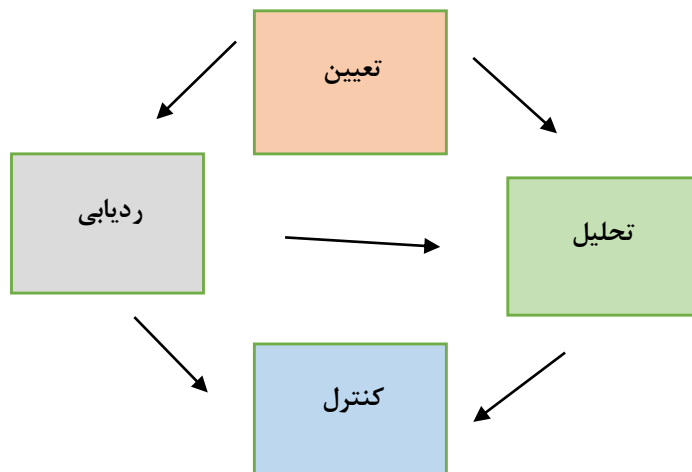
(۳) تحلیل ریسک

(۴) پیگیری و کنترل ریسک

هر ریسکی به طور طبیعی این وظایف را به طور متوالی طی می کند، ولی فعالیت ها به طور پیوسته و همزمان (یعنی ریسک هایی پیگیری می شوند در حالی که به موازات آن ریسک های جدید شناسایی و تحلیل می شوند)؛ تکراری می شوند. مثلاً برنامه کاهنده برای یک ریسک ممکن است برای ریسک دیگری مفید باشد. در سراسر چرخه حیات یک ماموریت اتفاق می افتد.



شکل فرآیند مدیریت ریسک : (کتاب مدیر ، نویسنده تیمور آقایی)



8

کنترل ریسک یکی از وظایف مدیریت برای برقراری تعادل بین منافع مورد انتظار پذیرش ریسک و هزینه های مورد انتظار آن می باشد برای نشان دادن چگونگی یا میزان کنترل ریسک از معمولاً از شاخص های زیر استفاده میشود:

- 1- (Risk Adjusted Return on Capital_RAROC)
- 2- (Risk Adjusted return on investment_RAROI)

وقتی که ریسک ها شناسایی و ارزیابی شدند ، تمامی تکنیک های اداره ریسک در یک یا چند طبقه از چهار طبقه اصلی قرار می گیرند:

استفاده مطلوب از این استراتژی ها شاید امکان پذیر نباشد. بعضی از آنها ممکن است مستلزم بده بستن هایی باشد که برای فرد یا سازمانی که در زمینه مدیریت ریسک تصمیم گیری می کند ، قابل قبول نباشد .چنان که پیش از این اشاره شد ریسک به مفهوم نوسان غیر منتظره دلالت بر وجود پراکندگی در مقادیر ممکن برای کمیت تحت بررسی(درآمد، ارزش دارایی، سرمایه و...) دارد. در نگاه نخست هرچه میزان پراکندگی بیشتر باشد ، ریسک بیشتری نیز مورد انتظار خواهد بود.

ولی باید توجه داشت که عدم تقارن در توزیع آماری ارزش دارایی ها و برابر نبودن متوسط ارزش دارایی ها، مقایسه ریسک آنها را دشوار می سازد. در این گونه موارد باید از شاخص های دیگری برای کمی سازی پراکندگی توزیع دارایی مناسب باشد استفاده کرد. در ادامه چند شاخص عمده پراکندگی و ویژگی هر کدام به اجمال بررسی می گردد:

۱_ فاصله تغییرات

۲_ انحراف از استاندارد

۳_ شاخص B'

فاصله ی تغییرات تفاضل کمترین و بیشترین مقادیر ممکن $MAX(x) - MIN(x)$ تغییر مورد نظر است. و آن را با R نشان می دهند. بر این اساس فاصله ی تغییرات تنها فاصله ی مقادیر بالا و پائین را بدون توجه به احتمال وقوع آنها و همچنین بدون توجه به شکل توزیع می سنجد و بدیهی است که تنها ، شاخص افراطی از دامنه تغییرات خواهد بود.



انحراف از استاندارد در بسیاری از بهینه سازی های مرتبط با ریسک و بازدهی تابع مطلوبیت مربوط ، به صورت مربعی فرض گردیده است که، جمله ی مربعی در بر گیرنده انحراف از استاندارد متغیر بازدهی و همان شاخص ریسک در نظر گرفته شده است. این ایده برای اولین بار در مدل میانگین واریانس توسط دکتر مارکوئیتز مطرح گردید تحت این شاخص ریسک به صورت مقدار انتظاری مربع انحراف از میانگین در نظر گرفته میشود.

عایدی در معرض ریسک

حداکثر کاهش عایدی در مقایسه با هدف از پیش تعیین شده که به واسطه تاثیر ریسک بازار در یک دوره گزارشگری مشخص و سطح اطمینان معین اندازه گیری می شود.

سود هر سهم در معرض ریسک

سود هر سهم در صورتی که مبنای مورد استفاده مبتنی بر سود و سهم هم باشد ، از طریق محاسبه حداکثر کاهش EPS نسبت به EPS هدف و تاثیر ریسک بازار به جریان عایدی اندازه گیری می شود.

جریان نقد در معرض ریسک

حداکثر کاهش جریان های نقدی خالص نسبت به هدف از پیش تعیین شده که به واسطه ریسک بازار در دوره گزارشگری مشخص و سطح اطمینان معین اندازه گیری می شود.

اساساً اصول پذیرفته شده ریسک بر چهار موضوع بنیادین زیر تاکید دارد:

- ۱) مسولیت نهایی مدیریت ریسک با هیات مدیره است، یعنی مدیریت ریسک بایستی یک فرآیند راس به فائده را طی نماید.
- ۲) هیات مدیره و مدیریت اجرایی بایستی یک گستره وسیعی را از انواع ریسک های موجود شناسایی نمایند.
- ۳) کارکرد های کنترلی و پشتیبان، همچون کارکنان صف و میانی، حسابرس داخلی، رعایتی، حقوقی و فناوری اطلاعات و نیروی انسانی باید جزء لاینفک چارچوب کلی مدیریت ریسک باشند.
- ۴) سیاست ها و اهداف مدیریت ریسک باید منتج از راهبرد تجاری کلی باشند و در سراسر کنترل ها و رویه های پشتیبان پیاده سازی گردند.

این چهار موضوع ، جدید نیستند. رویال دوئیچ بسیاری از آنها را در جریان راهبردهای خود طی یک دهه گذشته بکار برده است. بانکرز تراست از مدل بازده حقوق صاحبان سهام تعدیل شده برحسب ریسک RAROC در مورد عملیاتش استفاده می نماید. مدل ارزش در معرض خطر توسط بسیاری از موسسات مالی به کار میرود و هنوز اصول پذیرفته شده ریسک به عنوان موضوع کاربردی و تحقیقاتی مطرح میشود .

مجموعه این اصول را می توان در سرفصل های زیر خلاصه نمود:

- ۱- راهبرد مدیریت ریسک
- ۲- کارکرد مدیریت ریسک
- ۳- اندازه گیری ، گزارشگری و کنترل ریسک



۴- عملیات

۵- سیستم های مدیریت ریسک

بحث و نتیجه گیری

مهمترین عامل هر تصمیم گیری سرمایه گذاری ، تعیین رابطه میان ریسک و بازده مورد انتظار است. با این آگاهی فرایند مدیریت ریسک به صورت یک مجموعه (یکپارچه) را میتوان در پنج مرحله جستجو کرد :

- ❖ مرحله نخست: تشخیص منابع ریسک
- ❖ مرحله دوم: اندازه گیری میزان ریسک
- ❖ مرحله سوم: ارزیابی میزان تاثیر ریسک مورد نظر بر استراتژی های مالی سازمان
- ❖ مرحله چهارم: ارزیابی توانایی سازمان در برنامه ریزی برای مدیریت ریسک (با استفاده از ابزار های مدیریت ریسک)
- ❖ مرحله پنجم: انتخاب ابزارهای مناسب و مفید مدیریت ریسک

یافته های تحقیق نشان می دهد در صورتی که این مراحل به صورت متوالی در سراسر چرخه ی عمر یک ماموریت (سرمایه گذاری در یک صنعت) اتفاق بیافتد، بازده مورد انتظار و ریسک به صورت مستقیم با هم در ارتباط خواهند بود بدین معنی یک تعادل بین ریسک و بازده ایجاد خواهد شد. از آنجایی که در اقتصاد همیشه فرض براین است که سرمایه گذاران به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت خود هستند، در حالی که در واقع با توجه به ریسک و بازده دست به سرمایه گذاری میزنند. دو پارمتر ریسک و بازده پایه های اصلی یک سرمایه گذاری را تشکیل می دهند. هر تصمیمی که سرمایه گذاران میگیرند ه طور مستقیم یا غیر مستقیم به ریسک و بازده بستگی دارد. و این دو همیشه باید با هم در نظر گرفته می شوند.

نتایج حاصل از یافته های فرضیه دوم تحقیق، استفاده از تکنیک های ترکیبی مدیریت ریسک در بازار سرمایه را با داشتن برخی از شرایطی که در ذیل آمده است، منجر به کارایی تخصیصی در بازار سرمایه که همانا هدف نهایی بازار سرمایه است می داند:

- ضرورت تنوع ابزار های مالی
- تسهیل مبادله کالا و خدمات
- ضرورت وجود موسسات رتبه بند

با توجه به پیش بینی استفاده از فنون مدیریت ریسک در برنامه های عملیاتی بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران ، نتایج حاصل از یافته های فرضیه سوم تحقیق نشان می دهد که پاسخگویان معتقدند بکارگیری فنون جدید مدیریت ریسک به خلق فرصت های جدید در بازار سرمایه کمک می کند و همچنین بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران با استقرار دانش مدیریت ریسک ، با حضور در بازار های نو ظهور و تامین مالی صنایع نو ظهور می تواند حتی نقش موثری در تخصیص بهینه منابع در سطح کلان اقتصادی داشته باشد و سبب رشد و توسعه اقتصادی کشور گردد.

بنابراین رشد و توسعه بازار سرمایه به عنوان یک از بخش های مهم اقتصاد هر کشوری نیازمند برخورداری از سیستم کارآمد مدیریت ریسک در آن می باشد ، بازار سرمایه ایران هم از حیث کمی (حجم فالیته های مالی) وهم از حیث کیفی (تنوع فعالیت ها و نهادهای مالی) بازاری روبه توسعه است طی سال های اخیر نهاد های تشکیل دهنده بازار های سرمایه یکی پس از دیگری متولد شده و فعالیت خود را گسترش داده است در همین راستا برای توسعه این بازار در ایران ، بهره مندی از دانش مدیریت ریسک و



استفاده از تکنیک های مدیریت ریسک اهمیتی بیش از پیش یافته است. چرا که توسعه ظرفیت ها و توانمندی دانش مدیریت ریسک در حوزه مالی اخیراً مورد توجه کارفرمایان __ صاحبان سهام و مدیران سازمان ها قرار گرفته است. از یک طرف با توجه به روند جهانی شدن بازارهای مالی و سرمایه و حضور سرمایه گذاران خارجی در بورس اوراق بهادار ایران و عرضه سهام شرکت های ایران در بورس های خارجی و از طرف دیگر، با افزایش حجم بازار و تخصصی شدن فعالیت های نهاد های بازار سرمایه سبب شده است که سرمایه گذاران و سازمان هایی که از سلاح مدیریت ریسک بهره مند هستند مزیت رقابتی خود را نسبت به رقبای داخلی و بین المللی افزایش دهند.

(۱) پیشنهاد می شود جهت تصمیم گیری بهتر درباره فرصت های سرمایه گذاری ، هر سرمایه گذار با بازنگری مراحل فرایند مدیریت ریسک (شناسایی ، ارزیابی ، کنترل موثر و ...) آن را در جهت تعیین ریسک و بازده خود مورد استفاده قرار دهد.

(۲) پیشنهاد می شود برای فراهم کردن کارایی در بازار سرمایه، صرفه های ناشی از اعمال تکنیک های ترکیبی مدیریت ریسک (انتقال ریسک _ پذیرش ریسک) و (اجتناب ریسک _ کاهش ریسک) جهت تامین مالی صنایع جدید و شرکت های نوپا ، توسط نهادهای سرمایه گذار ، موسسات رتبه بند ، بورس اوراق بهادار و سایر ارگان های سرمایه گذاری مورد استفاده قرار گیرد .

پیشنهاد میشود بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران ، با توجه به استفاده ی فنون مدیریت ریسک در برنامه ی عملیاتی ، با تجزیه و تحلیل درباره فرصت های جدید سرمایه گذاری به رویکرد سرمایه گذاری در صنایع نوظهور روی می آورد.

- ۱) Raei, Reza & Saeedi, Ali . (20۱۶) . Essentials of Financial E ngineering and Risk Management, SAMT and Tehran University Publications (in Persian) .
- ۲) Proceedings of The second conference on development of financing system in Iran (20۱۹). Sharif University and Technology Publications (in Persian) .
- ۳) Tehrani, Reza. (20۱۸). Financial Management negahe Danesh Publications, Issue 3 (in Persian)
- ۴) Requirements for capital market development, Department of Finance and Investment Management, (20۲۰) . Sharif University and Technology Publications Issue 1 (in Persian) .
- ۵) Farouk El -Kharouf & Maria -Magdalena Popescu. (۲۰۱۷). Basic Elements of an Integrated Risk Management System, the Arab Bank Review,1 (1)
- ۶) Internal Control Systems and Risk Management in the Life and Health Insurance Industry: Current issues, Paul Andre, Diane Cote and Raymond Morissette (20۲۰).
- ۷) Proceedings of the Seventeenth Conference on Islamic Banking . (20۱۷) .
- 8) Risk Management Reports, September, (20۱8). 24 (9).
- ۹) Middleton, Peter sir, etc. GARP Generally Accepted Risk Principles. (۲۰۱۹) . Coopers and Lybrand
- ۱۰) Saunders & cornet, (20۲1) . Financial Markets and Institutions . McGraw Hill .