

سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی « الزامات – تجارب جهانی »

تهیه و تنظیم : طیبه جلیلی

واحد تحقیقات و مطالعات بیمه ای
مؤسسه حسابرسی
صندوق بازنشستگی کشوری

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

فهرست

- مقدمه ۱
- رهنمودهای سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی ۳
- الف - مفاهیم اساسی حاکم بر ساختار حوزه سرمایه گذاری صندوق های تأمین اجتماعی ۶**
- ۱- شناخت مسئولیتها : ۷
- ۲- هیئت مدیره (رکن اجرایی): ۷
- ۳- سازمان سرمایه گذار و کمیته سرمایه گذاری طرح های تأمین اجتماعی: ۱۰
- ۴- مسئولیت پاسخگویی هیئت مدیره : ۱۳
- ۵- ضوابط شایستگی حرفه ای اعضای هیئت مدیره : ۱۵
- ۶- اصل الزام مشورت مستمر با متخصصین امور : ۱۶
- ۷- حسابرس مستقل (رکن نظارتی): ۱۷
- ۸- الزامی بودن ارائه گزارش متخصص محاسبات بیمه ای : ۱۸
- ۹- امانتداری (حفاظت از دارایی ها): ۲۰
- ۱۰- نظام کنترل و نظارت : ۲۰
- ۱۱- نظام گزارشگری : ۲۱
- ۱۲- ضرورت افشاء برای عامه: ۲۱
- ۱۳- استقرار نظام جبران خسارت : ۲۳
- ب: ویژگی های اساسی سرمایه گذاری های صندوق های بازنشستگی ۲۳**
- ۱۴-اهداف : ۲۳
- ۱۵- رویکرد جامع در فرایند اتخاذ تصمیم حوزه سرمایه گذاری: ۲۵
- ۱۶- مبانی اساسی سیاست و راهبرد سرمایه گذاری : ۲۵
- ۱۷- محدودیت های کمی سرمایه گذاری : ۲۸
- ۱۸- اصول فرد دوراندیش: ۳۱
- ۱۹- مبانی ارزشگذاری دارائیها: ۳۲
- ۲۰- ضرورت اعمال روش های مناسب تحلیل عملکرد ۳۳

تجارب سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی	۳۴
۱- سرمایه گذاری طرح های بازنشستگی	۳۴
۱-۱ استراتژیهای سرمایه گذاری برای طرحهای مشارکت معین (DC)	۳۶
۱-۲ استراتژیهای سرمایه گذاری برای طرح های مزایای معین (DB)	۳۸
۲- سرمایه گذاری بین المللی	۴۱
۳- مقررات صندوق های بازنشستگی درمیزان سرمایه گذاری	۴۳
۴- سرمایه گذاری طرح های بازنشستگی دولتی و خصوصی	۵۰
۴-۱- گزینه های سرمایه گذاری محدود در کشور	۵۲
۴-۲- بازده ها و ریسک های سرمایه گذاری	۵۲
۴-۳- عملکرد ضعیف صندوق های بازنشستگی دولتی	۵۸
۴-۴- صندوق های بازنشستگی خصوصی- دارایی ها و تخصیص دارایی ها	۶۱
نتایج	۶۹
منابع	۷۳

مقدمه

مجریان طرح های تامین اجتماعی، به منظور حفظ توانایی استمرار حمایت ها و ارائه خدمات، ایجاد درآمد از محل سرمایه گذاری برای کمک به فرآیند تامین مالی و نهایتاً کاهش فشارهای جمعیتی، مبادرت به ایجاد صندوق های تامین اجتماعی^۱ می نمایند. به همین دلیل سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی در دنیا طی دهه های اخیر به سرعت رشد یافته و به نظر می رسد که ادامه این روند توسعه به لحاظ تعادل بخشیدن به ساختارهای اجتماعی اجتناب ناپذیر می باشد.

تجربه سازمانهای مجری طرح های تامین اجتماعی نشان می دهد که اگرچه سرمایه گذاری صندوق های مذکور می تواند به نحو بارزی به پایداری مالی این سیستم ها کمک کند ولیکن واقعیت این است که طبیعت هر سرمایه گذاری و از جمله سرمایه گذاری صندوق های تامین اجتماعی به دلیل این که در چارچوب ریسک و بازده تعریف می شود، عاری از خطر نیست. به گونه ای که اگر این سرمایه گذاری فارغ از مفاهیم مبتنی بر دوراندیشی باشد به طور مناسبی تحقق نمی یابد و می تواند منجر به نرخ های بازده منفی گردیده و سرمایه مورد استفاده در این ارتباط را نیز ضایع نماید. به همین دلیل یکی از مشکلاتی که در میان کشورها از فرایند رشد و تجمیع حجم بزرگ دارایی های طرح های تامین اجتماعی در میان کشورها نشأت می گیرد، چگونگی سرمایه گذاری آن هاست و اهمیت این موضوع، کشورها و سازمان های بین المللی رابه سوی ایجاد گروه های مطالعاتی جهت بررسی مقوله سرمایه گذاری صندوقهای تامین اجتماعی رهنمون نموده است.

^۱ Social Security Funds

در این نوشتار تلاش گردیده با استفاده از دستاوردهای تحقیقاتی و تجارب جهانی، بینش مناسبی نسبت به مسئله سرمایه گذاری صندوق‌های بازنشستگی ارائه گردد .

بخش اول این نوشتار به بررسی راهکارها و رهنمودهای حاکم بر مقوله سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی می پردازد که توسط سازمان های بین المللی ارائه گردیده و به دلیل مشابهت اصول و راهکارهای پیشنهادی، به طور خاص رهنمودهای سرمایه گذاری انجمن بین المللی تأمین اجتماعی^۱ (ISSA) در سال ۲۰۰۴ و بانک جهانی در سال ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفته است. این رهنمودها به حوزه مفروضات اساسی حاکم بر ساختارهای مناسب صندوق های تأمین اجتماعی و همچنین مکانیزم های اجرایی آن ها در حوزه سرمایه گذاری معطوف شده است.

بخش دوم نوشتار نیز به تحلیل تجارب سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی می پردازد و سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی را از جنبه های مختلف مورد بررسی قرار می دهد. سرمایه گذاری طرح های مزایای معین (DB) و طرح های مشارکت معین (DC) ، سرمایه گذاری های بین المللی ، قوانین حاکم بر سرمایه گذاری طرح ها و بالأخره سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی خصوصی و دولتی از جمله مباحثی است که در بخش دوم مورد اشاره قرار گرفته است.

واحد مطالعات و تحقیقات

موسسه حسابرسی

صندوق بازنشستگی کشوری

مرداد ۱۳۸۸

^۱ International social security Association

رهنمودهای سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی

اهمیت سرمایه گذاری وجوه صندوق های بازنشستگی، سازمان های بین المللی مختلف را به سوی ایجاد گروه های مطالعاتی جهت بررسی این مقوله رهنمون نموده است. به عنوان مثال، اتحادیه مدیریت بازنشستگی کانادا^۱، دفتر نظارت بر نهادهای مالی^۲ و اتحادیه سرمایه گذاری بازنشستگی کانادا^۳ همگی مجموعه رهنمودها و بیانیه های مستقلی تدوین نموده اند و چون این رهنمودها اصول مشترک فراوانی دارند، این سازمان ها یک « کارگروه مشترک در باب اصول حاکم بر سازمان کار^۴ طرح های بازنشستگی^۵» تشکیل داده اند تا مجموعه اصول مشترک اساسی راهنما برای ارکان متفاوت تصمیم گیری، اجرایی و نظارتی طرح های فوق الذکر جهت هدایت مدیران اجرایی، ارزیابی عملکرد و اتخاذ تصمیم مناسب به منظور برون رفت از معضلات مبتلابه فراهم آید.

اداره امور مالی و شرکتی سازمان همکاری های اقتصادی و توسعه (O.E.C.D.) نیز اقدام به انتشار « اصول راهنمای O.E.C.D. جهت

^۱ Association of Canadian pension management

^۲ Office of superintendent for financial institutions

^۳ Pension investment association of Canada

^۴ در این نوشتار، سازمان کار حاکم را در کلی ترین شکل خود می توان به مجموعه ویژگی های نظام ها، ساختارها، اهداف، برنامه ها، خط مشی ها و فرآیندهایی که حرکت سازمان را به سوی اهداف آن هدایت نماید تعریف کرد که در چارچوب مفاد بیانیه ها و رهنمودهای انجمن های حرفه ای یا الزامات قانونی دولت با هدف ایجاد حداکثر رفاه و رفع تضاد منافع در میان افراد ذینفع طرح تأمین اجتماعی در سازمان طرح استقرار می یابد تا در چارچوب سیاستهای متخذة مدیران اجرایی در راستای راهبردهای اساسی مصوب سازمان به کار گرفته شود.

^۵ Joint Task Force on Pension Plan Governance

مدیریت دارایی های صندوق های بازنشستگی» نموده است. این اصول راهنما، چارچوب های پایه ای مقررات سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی را مبتنی بر تبیین اساسی مفاهیم ناظر بر ساختارهای بدنه اصلی قوانین بازنشستگی و سایر قوانین مرتبط با آن، الزامات مالیاتی، استانداردهای تدوین شده توسط انجمن های حرفه ای نظارتی بر بخش مالی و بازنشستگی، ضوابط رفتاری و اخلاقی انجمن های تخصصی و مستندات را تدوین می نماید. انجمن بین المللی تأمین اجتماعی (ISSA) نیز در همین جهت، کارگروهی جهت مطالعه امور سرمایه گذاری ایجاد نمود که منجر به تدوین رهنمودهایی برای مدیریت وجوه بازنشستگی گردید. رهنمودهای مدیریت وجوه (ISSA) بر ساختار سازمان کار و پیش شرط های حاکم بر عملیات سرمایه گذاری تمرکز دارد. رهنمودهای (ISSA)، در این ارتباط به وضوح بر الزام مدیریت ریسک سیاسی شدن (Politicization) مصارف وجوه دولتی، در فرایند توسعه عملکرد سرمایه گذاری ها تأکید دارد. این رهنمودها بیان می کنند :

جایی که مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی سرمایه گذاری در یک فعالیت خاص برای دولت و یا هیئت مدیره طرح مدنظر باشد، اما بازده مورد انتظار کمتر از نرخ عادی بازار باشد، به منظور اجتناب از به خطر افتادن مسئولیت های ناشی از امانی بودن وجوه هر طرح تأمین اجتماعی، فرایند سرمایه گذاری باید به نحوی تحقق یابد که یارانه ای مناسب با آثار مالی ناشی از مفاهیم فوق از سوی منابع مالی دولتی به طرح تأمین اجتماعی و یا سرمایه گذاری فوق تخصیص یابد.

این کارگروه مطالعاتی در نخستین اجلاس خود که در دسامبر سال ۲۰۰۲ میلادی در پاریس برگزار شد، ایجاد رهنمودهایی که به موسسات تأمین اجتماعی در مدیریت سرمایه گذاری صندوقهایشان

یاری می‌رساند را به عنوان یک اولویت مورد تأکید قرار داد. گروه مذکور در اجلاس دوم خود که در آوریل سال ۲۰۰۴ میلادی در پورتو تشکیل گردید پیش نویس رهنمودهای اخذ شده از منابع گوناگون را مورد بررسی قرارداد و آنها را با شرایط ویژه موسسات تامین اجتماعی تطبیق داد. رهنمودهای حاضر نتیجه بررسی‌ها و مطالعات گروه مذکور در چارچوب نقطه نظرانی می‌باشند که بعدها از چندین عضو خود دریافت نموده است.

این رهنمودها در راستای تدارک اصول و ملاحظات کلی فرآیند سرمایه‌گذاری صندوق‌های تامین اجتماعی برای مؤسسات تامین اجتماعی به صورت متفاوت وزارتخانه‌های دولتی و یا سازمان‌های قانونی دولتی و خصوصی تبیین گردیده‌اند. اصول و ملاحظات مذکور با توضیحاتی که به ارائه اطلاعات گذشته، توصیف رویکردها و یا سایر عوامل پذیرفته شده در این ارتباط می‌پردازند تکمیل می‌گردند و در کلی‌ترین شکل خود برمبنای دو وضعیت مستقل زیر تنظیم شده‌اند:

- مدیریت مستقیم سازمان مجری طرح تامین اجتماعی در حوزه سرمایه‌گذاری صندوقهای تامین اجتماعی.
- انتزاع مدیریت فعالیت سرمایه‌گذاری صندوقهای تامین اجتماعی از سازمان مجری طرح تامین اجتماعی.

و نهایتاً ذکر این نکته ضروری است که اگر چه مدل‌های متفاوت بسیاری از طرحهای تامین اجتماعی در کشورهای در حال توسعه و صنعتی جهان وجود دارد و شرایط کارایی بازارهای مالی، چارچوبهای قانونی و ساختارهای اجرایی، گزارشگیری و نظارتی در کشورهای مختلف نیز متفاوت می‌باشد و در مقدمه رهنمودهای ارائه شده نیز پیش بینی انعطاف لازم در واکنش نسبت به این تفاوتها مورد توجه اساسی قرار گرفته است ولیکن در هر حال باید تأکید نمود که این

رهنمودها نمی توانند هروضعیت ممکنه راپوشش دهند .بنابراین درهنگام کاربرد مفاهیم فوق، رهنمودهای مذکور باید با شرایط ویژه هر طرح و یا هر کشور وفق داده شوند.

الف- مفاهیم اساسی حاکم بر ساختار حوزه سرمایه‌گذاری صندوق های

تأمین اجتماعی

سودآور بودن سرمایه گذاری ها در صندوق های بازنشستگی نیازمند استقرار ساختارهای مناسب اجرایی، گزارشگری و نظارتی در آن حوزه می باشد. ساختارهای مناسب اجرایی، گزارشگری و نظارتی تنها در صورت تبیین سازوکارهای مناسب و نهایتاً استقرار «سازمان کار» مناسب کارآمد خواهند بود، لذا طرح های تأمین اجتماعی نیز باید از کنترل و ارتباط مناسب وسازوکارهای مؤثری برخوردار باشند ، به عبارت دیگر اثربخش بودن سیاستگذاری مطلوب توسط ارکان تصمیم گیری، نیازمند اجرای درست وبه موقع ارکان اجرایی و نهایتاً شفافیت وبازنگری وارزیابی منظم عملکرد توسط ارکان نظارتی می باشد. به این دلیل دولت ها به طور معمول، استقرار مجموعه ای از پیش شرط های اساسی جهت استقرار مطلوب ساختارهای فوق را در حوزه مدیریت سرمایه گذاری صندوق های تأمین اجتماعی چه به طور مستقیم و چه در چارچوب رهنمودهای انجمن های حرفه ای برای این گونه سازمان ها الزامی تلقی می نمایند (Governance). با توجه به این که در بیانیه هایی همانند ترجمان رهنمود حاضر تبیین کلیه مفاهیم اساسی و پیش شرط های مورد نیاز مذکور از تمام جنبه ها امکان پذیر نمی باشد، لذا این تحلیل و بررسی ناگزیر از توصیف حداقل ویژگی های انکارناپذیر حاکم بر طرح های تأمین اجتماعی (در

کلی‌ترین شکل خود) ضمن تأکید تفصیلی تر بر حوزه سرمایه‌گذاری‌های آن گردیده که به شرح زیر تبیین شده است:

۱- شناخت مسئولیتها :

مدیریت هر طرح تامین اجتماعی باید متضمن تصویری شفاف و روشن از مسئولیت‌های سطوح متفاوت سازمانی اعم از تصمیم‌گیری، اجرایی و نظارتی باشد، خواه طرح تامین اجتماعی فوق توسط یک وزارتخانه دولتی اداره شود و خواه توسط هر تشکیلات قانونی دیگر نظیر یک مؤسسه مستقل که برای این منظور ایجاد شده است ضمن این که قانون ایجاد تشکیلات مذکور نیز باید تبیین‌کننده جایگاه قانونی، اهداف عمده، ساختار مدیریتی و چگونگی نظارت بر تحقق مصوبات ارکان تصمیم‌گیری آن طرح باشد.

۲- هیئت مدیره (رکن اجرایی):

۲-۱- اگر سازمانی غیر از یک وزارتخانه دولتی برای اداره یک طرح تامین اجتماعی ایجاد شود، رکن اجرایی آن سازمان باید برای انجام اقدامات لازم در جهت ایفای وظایف قانونی خود و اجرای طرح تامین اجتماعی از اختیار کافی برخوردار باشد. سازمان مذکور باید در معرض کمترین مداخله یا نفوذ سیاسی ممکن قرار داشته باشد و مسئولیت تضمین این امر را نیز پذیرا شود که مقررات مربوط به ایجاد طرح تامین اجتماعی ذیربط رعایت گردیده و منافع مشترکین طرح^۱، مستمری‌بگیران و سایر افراد

^۱ افرادی که بواسطه پرداخت حق بیمه توسط خودشان یا توسط طرح از جانب آنها تحت حمایت یک طرح تامین اجتماعی قرار می‌گیرند

ذینفع^۱ محفوظ بماند. هیئت مدیره نباید با تفویض وظایف در فرایند برون سپاری امور به کارگزاران خارج از سازمان طرح، مسئولیت خود را به طور کامل از چگونگی تحقق وظایف مذکور منتفی تلقی نماید، بلکه باید مسئولیت انکارناپذیر پیگیری و نظارت مستمر بر ارائه خدمات کارگزاران فوق را نیز به عنوان جزء لاینفک وظایف خود بداند.

توضیح :

استقلال از مداخله یا نفوذ سیاسی به این معنی نیست که رکن اجرایی باید بدون ارجاع به چارچوب های قانونی مقرر از طرف مرجع قانونگذاری یا خط مشی های مصوب دولت عمل کند همان طور که نباید از مشورت مقتضی بامقامات مجلس و دولت یا سایر کارگزاریهای دولتی احتراز نماید بلکه بدان معنی است که در فرایند اتخاذ تصمیم، مداخله سیاسی نباید به عنوان عامل تعیین کننده تلقی گردد. به عبارت دیگر در شرایط آرمانی، دولت نباید در تصمیمات حوزه سرمایه گذاری مدیریت صندوق های تأمین اجتماعی دخالت نماید جهت اجتناب از وقوع این امر، کشورها رویکردهای متفاوتی را ارائه نموده اند. به طور مثال:

نیوزیلند:

رویکرد افشای عمومی را برگزیده است. گرچه کابینه، قدرت مستقیم در هدایت هیئت مدیره صندوق بازنشستگی دولت را دارد، این هدایت ها باید به صورت دستورات عملی های مکتوب تدوین گردیده و در روزنامه ها و مجلات رسمی چاپ گردد.

۱ همه افراد و سازمانهایی که اصولاً از طرح تأمین اجتماعی احتمالاً به موجب قانون ایجاد طرح مذکور تاثیر می پذیرند. از جمله اعضای طرح، مستمری بگیران، کارفرمایان، کارگران، سازمانهای نماینده آنها و دولت می باشند.

ایرلند:

مستقیماً راه های متصور استفاده نادرست از وجوه بازنشستگی دولتی جهت اهداف خود دولت را محدود نموده است، به این شکل که سرمایه‌گذاری صندوق در اوراق بهادار دولتی ممنوع گردیده است. صرفنظر از موارد فوق بسیاری از کشورها در ایجاد یک هیئت مدیره مناسب برای هر طرح تامین اجتماعی، حضور نمایندگان کارگران، کارفرمایان و دولت را ضروری می دانند. سازمان بین المللی کار (I.L.O)، با توجه به جمیع جهات از دیرباز از حضور سه جانبه مذکور به عنوان ابزاری محافظ در برابر مداخلات سیاسی و تضمین طرح تامین اجتماعی دفاع کرده است به گونه‌ای که در ساختار مدیریت بر عملیات اجرایی طرح های دولتی باید مشارکت سایر مدعیان طرح نیز قابل تصور باشد. چرا که سایر مدعیان طرحهای بازنشستگی دولتی شامل اعضای فعال و به طور عام تر پرداخت‌کنندگان مالیات، باید کنترل بیشتری بر تصمیمات رکن اجرایی طرح داشته باشند. نتایج اجرایی این امر تنها در صورتی میتواند به شیوه ای مطلوب تحقق یابد که اختیارات اجرایی روشنی برای آنان در متن قانون و برنامه های مصوب طرح در نظر گرفته شود.

۲-۲- مسئولیتهای هیئت مدیره باید با اصلی ترین هدف طرح تامین اجتماعی یعنی استمرار حمایتها و ارائه خدمات تعهد شده، هماهنگ باشد. این هیئت باید از طریق نظارت و کنترل و به عبارت دیگر مدیریت بر همه خطرات طرح تامین اجتماعی به ویژه خطرات مالی و اقتصادی ناشی از تصمیمات متخذه و به ویژه تغییرات جمعیتی بکوشد تا پایداری مالی طرح را حفظ نماید. در چارچوب نظام تامین مالی طرح^۱، میزان حق بیمه مقرر و درآمد

^۱ روشی که با آن، وجوه به این منظور اختصاص پیدامی کنند که مزایا و خدمات مورد انتظار، در موعد مقرر ارائه و تعادل بین دریافتها و هزینه ها حفظ شود. گستره

سرمایه گذاری باید برای تامین مالی حمایتها و خدمات کافی باشند ضمن این که متغیرهای مربوط به حوزه مدیریت ریسک نیز باید در ارزیابی میزان پایداری بلند مدت طرح ذیربط اعمال شود.

۳- سازمان سرمایه گذار و کمیته سرمایه گذاری طرح های تأمین اجتماعی :

۳-۱- براساس مفاد قانون ایجاد هر طرح تامین اجتماعی و یا فرایند اتخاذ تصمیم ارکان اجرایی آن، سازمان سرمایه گذار^۱ (investing institution) ممکن است همان سازمان مجری طرح تامین اجتماعی و یا یک سازمان ایجاد شده خاص جهت سرمایه گذاری و جوه طرح مذکور باشد که در این صورت باید شرح روشنی از جایگاه قانونی سازمان سرمایه گذاری ایجاد شده، اهداف عمده و ساختار های اجرایی، نظارتی و گزارشگری آن ارائه شود. مضافاً در این شرایط، رهنمودهای ناظر بر ارکان اجرایی به شرح فوق و همچنین رهنمودهای ۴ (مسئولیت پاسخگویی هیئت مدیره) و ۵ (ضوابط شایستگی حرفه ای اعضای هیئت مدیره) و ۶ (اصل الزام مشورت مستمر با متخصصین امور) در مورد هیئت مدیره سازمان سرمایه گذار فوق مصداق دارد ضمن این که الزامات عملیاتی جهت تحقق رهنمودهای ۷ (حسابرس مستقل)، ۹

سیستمهای مالی از اندوخته گذاری کامل (Full-Funding) تاروش توازن بین درآمد و هزینه (pay-as-you-go) امتداد دارد.

^۱ سازمان مسئول سرمایه گذاری و جوه هر طرح تامین اجتماعی که می تواند طبق قانون و یا تصمیم رکن تصمیم گیری طرح مذکور، همان سازمان مجری طرح و یا سازمان ویژه ای باشد که برای این منظور به وجود می آید.

(حفاظت از دارایی ها)، ۱۰ (نظام کنترل و نظارت)، ۱۱ (گزارشگری داخلی)، ۱۲ (افشاء برای عامه) و ۱۳ (جبران خسارت) درمورد خود سازمان سرمایه گذار نیز انکارناپذیر است.

توضیح:

دربرخی از موارد، ایجاد یک سازمان سرمایه گذاری مستقل از سازمان مجری طرح تامین اجتماعی ممکن است مزایایی را نیز به همراه داشته باشد. برای نمونه، هنگامی که یک وزارتخانه دولتی مسئولیت اجرای یک طرح تامین اجتماعی را برعهده دارد ایجاد یک سازمان سرمایه گذاری مستقل از آن وزارتخانه ممکن است حفاظت در برابر مداخله سیاسی و تصور مداخله سیاسی در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری را تا حد زیادی تضمین نماید. به عنوان مثال کانادا هیئت سرمایه گذاری CPP را به عنوان یک شرکت مستقل برای مدیریت دارایی های CPP برگزیده است و ژاپن نیز « صندوق سرمایه گذاری بازنشستگی دولتی^۱» را برای مدیریت وجوه بازنشستگی دولتی ایجاد نموده است.

۲-۳- سازمان هر طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذار به منظور حصول اطمینان از تحقق مطلوب راهبردها و سیاستهای مصوب سرمایه گذاری، نیازمند انتصاب مجموعه ای تحت عنوان کمیته سرمایه گذاری با مسئولیت و همچنین وظایف مشخص می باشند. این کمیته باید به طور منظم تشکیل جلسه داده و فعالیتهایش را به هیئت مدیره گزارش دهد.

توضیح:

نکته قابل تأکید در مورد کمیته سرمایه گذاری این است که کمیته مذکور، همان هیئت مدیره سازمان سرمایه گذاری و یا طرح تامین اجتماعی نیست، بلکه کمیته سرمایه گذاری به عنوان یک هسته کارشناسی ضمن این که وظیفه ارائه مشاوره، نظارت و ارزیابی چگونگی تحقق راهبردها و کارکرد

^۱ Government Pension Investment Fund

سیاست های مصوب حوزه سرمایه گذاری و نهایتاً تبیین سیاست ها و راهبردهای پیشنهادی حوزه سرمایه گذاری رابعهده دارد به هیئت مدیره طرح تأمین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذاری در ارتباط با چگونگی تحقق موارد فوق گزارش های تحلیلی خود را ارائه می نماید .

اگرچه در برخی از موارد، رئیس هیئت مدیره سازمان سرمایه گذاری، ریاست کمیته سرمایه گذاری را برعهده می گیرد و یا مدیر ارشد اجرایی سازمان مجری طرح تأمین اجتماعی ممکن است یکی از اعضای کمیته سرمایه گذاری باشد و یا سایر اعضای کمیته مذکور از میان اعضای رکن اجرایی طرح تأمین اجتماعی و یا اعضای سازمان سرمایه گذاری براساس تخصص و تجربه در عرصه های کلیدی گوناگون مدیریت سرمایه گذاری انتخاب شوند ولیکن در صورتی که در میان اعضای ارکان اجرایی تخصص لازم در این ارتباط وجود نداشته باشد از متخصصان بیرون از سازمان باید درخواست شود تا در کمیته سرمایه گذاری به خدمت بپردازند. در هر حال، از جمله مفاهیم قابل طرح در حوزه سیاستگذاری برای سرمایه گذاری ها، تبیین وظایف و ترکیب کمیته سرمایه گذاری جهت تحقق آن توسط هیئت مدیره می باشد.

۳-۳- سیاست گذاری در حیطه سرمایه گذاری باید به گونه ای تبیین

شود تا به وضوح مفاهیمی از قبیل:

- ترکیب مطلوب دارایی های مورد نیاز برای هماهنگ نمودن دارایی ها با بدهی ها

- چگونگی شناسایی، اندازه گیری و ثبت سرمایه گذاری ها

- تبیین معیارهای عملکرد کوتاه و بلندمدت آن ها و همچنین کل ابزارهایی که برای رسیدن به این معیارها می تواند مورد استفاده قرار گیرد

- رهنمودهای تبیین کننده دامنه ریسک های متصور حوزه سرمایه گذاری چه به عنوان محدودیت های کمی برای هر یک

از سرمایه گذاری ها و چه به لحاظ تبیین صورت خروجی مدل های دارایی- بدهی در کلی ترین سطح خود - چگونگی ساختار مفاد گزارشهای تحلیلی سرمایه گذاری های تحصیل شده و عملکردهای آن ها توسط هیئت مدیره لازم الاجرا و قابل تبیین باشد.

۳-۴- سیاست های مصوب سرمایه گذاری باید معیارهای لازم الاجرا برای تعاملات سرمایه گذارها، ارزش گذاری دارایی ها، روش حسابداری دارایی ها و روش های مورد استفاده برای تصویب سرمایه گذاری ها به وسیله کمیته سرمایه گذاری را تعیین نماید ضمن این که باید الزام نماید که هر سرمایه گذاری با دو امضا، مشتمل بر یک عضو هیئت رئیسه برنامه مصوب و یا رئیس هیئت مدیره هیئت تصویب کننده آن به منظور حصول اطمینان در مورد خروج از وضعیت اتخاذ تصمیم های فردی تصویب گردد.

۳-۵- اتخاذ تصمیم برای همه این موارد و به ویژه تدوین معیارهای عملکرد سرمایه گذاری های بلندمدت باید با نسبت تأمین مالی (توانگری)^۱ بلندمدت طرح تأمین اجتماعی هماهنگ باشد.

۴- مسئولیت پاسخگویی هیئت مدیره :

۴-۱- هیئت مدیره هر طرح تأمین اجتماعی و سازمان سرمایه گذار باید در برابر اعضاء، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع در طرح تأمین اجتماعی پاسخگو باشند. لذا به منظور اطمینان

^۱ **Funding ratio** : نسبت دارایی های یک طرح بازنشستگی به بدهی های آن که معمولاً به صورت درصد بیان می شود.

از پاسخگویی هیئت مدیره در این زمینه، اعضای آنها باید در قبال اقدامات و قصور خود مسئول باشند.

توضیح:

از جمله روش های کاربردی جهت حصول اطمینان از تحقق مناسب وظایف هیئت مدیره طرح مذکور به کارگیری اصل «مراقبت های حرفه ای» (Duty of care) می باشد. به موجب این اصل هر عضو سازمان مذکور در اعمال اختیارات اداری و ایفای وظائف باید با در نظر داشتن بیشترین منافع برای طرح تامین اجتماعی و مشترکین آن به گونه ای مطلوب و با حسن نیت فعالیت کند که این امر نیازمند برخورداری وی از پشتکار و مهارتهای حرفه ای است که هر مدیر دوراندیش در شرایط مشابه اعمال می نماید که مجموعه فوق را می توان تحت عنوان تحقق اصول مربوط به مجری دوراندیش (principle prudent- person) تبیین نمود.

۲-۴- ارزیابی عملکرد مسئولیت پذیری و پاسخگویی هیئت مدیره هر طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذاری، مستلزم آن است که برای انتخاب مدیران میانی، فرایند اتخاذ تصمیم، تشکیل جلسات منظم، افشای تصمیمات متخذه و ارائه شفاف اطلاعات از قبیل اطلاعات مربوط به چگونگی تامین مالی و همچنین وضعیت صورت های مالی آن برای اعضا، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع نظام های مناسبی تبیین و در سازمان مستقر گردد.

توضیح:

تمام کارکنان و به طور خاص مدیران ارشد و رؤسای سازمان، باید مطیع قوانین مربوط به ضوابط اخلاقی^۱ و تضاد منافع^۱ باشند به گونه ای که یکی

^۱ Code of conduct

از ابزارهای کنترل رفتار هیئت مدیره، تبیین، تصویب و ابلاغ ضوابط و استانداردهای اخلاقی است. این ضوابط می تواند موضوعاتی چون تضاد منافع و یا سوءاستفاده در چارچوب تحقق سیاست های سودجویانه خاص را نیز در بر گیرد و چنین تمهیداتی باید رؤسا را به سمت تصمیمات محتاطانه و نه شخصی سوق دهد. ضوابط اخلاقی مزبور باید بتواند مانند «استاندارد مجری دوراندیش» به عنوان ابزار کنترل مشکلات تحقق وظایف محوله کمک نماید.

در هنگام انتصاب هر عضو هیئت مدیره، باید همه منافع اقتصادی و وابستگی هایی را که ممکن است مستقیماً و یا به طور غیرمستقیم به تضاد منافع با تحقق وظایف او در هیئت مدیره منجر گردد مدنظر قرار گیرد. از این عضو انتظار میرود که به افشای هرگونه منافع اقتصادی و یا وابستگی که پس از انتصاب و در حین کاروی در هیئت مدیره مذکور به وجود می آید بپردازد.

اگر اعضای ارکان نظارتی و یا اجرایی موردی را تصور نمایند که یکی از اعضا در آن دارای منافع اقتصادی باشد و یا می تواند از چنین منفعی برخوردار شود، عضو مذکور باید فرایند تصمیم گیری در ارتباط با آن مسئله شرکت ننموده و رای ندهد، ضمن این که این نکته باید در صورت جلسه مذکور نیز درج شود که عضو یاد شده در زمینه مساله مذکور اظهار نظر ننموده است.

۵- ضوابط شایستگی حرفه ای اعضای هیئت مدیره :

صرفنظر از هراصلی که سازمان سرمایه گذار بپذیرد، وجود مدیران شایسته و درستکار برای اجرای اصول ضرورت دارد. از این نظر، اطمینان از شایستگی و مسئولیت پذیری و پشتوانه تجربی و تخصصی مدیران لازم است. به این لحاظ هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذار، باید ضوابطی را در مورد

^۱ **Conflict of interest**: تضاد منافع، تعارض بین وظایف یک فرد و منافع شخصی وی می باشد. این مسئله هنگامی اتفاق می افتد که یک فرد یا سازمان، منفعتی دارد که ممکن است با اعتبار وی در تضاد باشد.

تخصص لازم برای مدیران سرمایه گذاری و سایر مشاوران اتخاذ نمایند. به منظور حصول اطمینان کامل از به کارگیری افراد حرفه‌ای در مدیریت و نظارت و اداره طرح تامین اجتماعی و سازمان سرمایه گذاری، عضویت در هیئت مدیره^۱ یک طرح تامین اجتماعی و سازمان سرمایه گذاری و نیز هرگونه کمیته ویژه سرمایه‌گذاری باید مشروط به احراز حداقل استانداردهای شایستگی به شرح فوق توسط افراد مذکور باشد.

توضیح:

آئین نامه های مصوب هر طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذاری تامین اجتماعی باید مشخصاً تبیین کننده شرایطی مانند استفاده از آزمونهای تخصصی سنجش « شایستگی و برازندگی »^۱ باشد که در چارچوب ضوابط فوق، هیئت مدیره نصب یا عزل گردند. برای مثال در کانادا، فرایند انتصاب، شامل بررسی و ارزیابی ویژگی های فوق توسط کمیته معرفی و پیشنهاد^۲ است که کاندیداهای واجد شرایط را به دولت های استانی و مرکزی پیشنهاد می نماید. فرایند انتصاب، نیازمند موشکافی دقیق دولت است و برای کاندیداها علاوه بر دارا بودن شرایط عمومی مناسب، دارا بودن مهارت های مورد تقاضا و همچنین ویژگی های شخصیتی نیز مورد نیاز است.

۶- اصل الزام مشورت مستمر بامتخصصین امور:

هیئت مدیره های طرح تامین اجتماعی و سازمان سرمایه گذار در صورت فقدان تخصص کافی برای اتخاذ تصمیمات آگاهانه و ایفای

^۱ **Fit-and-ProperTest**: این معیار در واقع آزمونی نیست که باید در آن قبول شد، یک الگوست که برای ارزیابی مناسب بودن یک فرد برای انجام یک عملیات کنترل شده بکار می رود. مهم ترین ملاحظات در مورد افراد عبارتند از:

۱- صداقت، امانت و خوشنامی؛ ۲- شایستگی و صلاحیت؛ ۳- مناسب بودن وضعیت مالی.

^۲ Nominating committee

مناسب مسئولیتهای خود، باید از مشورت تخصصی سایر کارشناسان برای انجام کارکردهای ویژه حوزه وظایف خود نیز بهره مند شوند. قراردادهای مشاوره با متخصصین در هر زمینه مورد نیاز باید بر مبنای رقابتی منعقد گردد. متخصصان باید در ارتباط با کیفیت تخصصشان و نه صرفاً بر مبنای برخورداری از پائین ترین هزینه قرارداد مشاوره منصوب شوند .

توضیح:

هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی باید اطمینان حاصل نماید که مشاوران مذکور برای تبیین ویژگی های سرمایه گذاری، ارائه پیشنهادات و یا ارزیابی پیشنهادهای واصله، ضمن شناخت مناسب اهداف کلی تامین اجتماعی ذیربط از پشتوانه تخصصی و تجربی کافی در این ارتباط نیز برخوردارند، ضمن این که از نتیجه تصمیمات اتخاذ شده هیچگونه سود چشمگیری نیز برای آنها متصور نباشد.

۷- حسابرس مستقل (رکن نظارتی):

۷-۱- به منظور انجام حسابرسی های سالانه (نهایی) از طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذاری مذکور باید ، حسابرس مستقل از طرف ارکان تصمیم گیری طرح تامین اجتماعی منصوب شود. این حسابرس ضمن این که باید واجد شرایط اخلاقی و حرفه ای حسابرسی باشد، باید مستقل از دولت ، هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی و یا سازمان مجری طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذار نیز باشد.

توضیح:

اگر سازمان سرمایه گذار از ارگان مجری طرح تامین اجتماعی جدا باشد ، هر یک از این دو نهاد باید مورد حسابرسی های جداگانه قرار گیرند.

۲-۷- اگر حسابرس مستقل (بازرس قانونی) مذکور در نتیجه انجام وظائف حرفه ای و قانونی خود از اطلاعاتی آگاه شود که می تواند بر روی وضعیت مالی یا اداری و حسابداری طرح ذیربط تاثیر منفی چشمگیری داشته و یا موفق به شناخت نقاط ضعف مهمی در سیستم های کنترل داخلی گردد باید اینگونه موارد را به ارکان تصمیم گیری (مجمع صاحبان سهام) گزارش کند. اگر حسابرس مذکور این موارد را طی گزارشی به ارکان تصمیم گیری گزارش داد و هیئت مذکور در طی یک مدت مقرر هیچگونه اقدام چاره جویانه مناسبی را به عمل نیاورد باید این موارد را برای دولت نیز گزارش کند.

۳-۷- اظهار نظر حسابرس مذکور باید در صورتهای مالی سالیانه طرح تامین اجتماعی ذیربط درج گردد و در دسترس همگان قرار گیرد.

توضیح :

اگر همه افراد ذینفع، در چارچوب گزارشات حسابرس مستقل در مورد موضوعاتی چون ساختار سازمانی، وضعیت مالی، چگونگی اعمال استانداردهای پذیرفته شده مالی و عملکرد مالی صندوق مرتباً آگاهی یابند، ریسک تحقق مدیریت سوء یا اعمال نفوذ ناروا در فرایند معاملات می تواند شدیداً کاهش یابد ضمن این که کارایی حسابرسی های داخلی نیز باید توسط گزارشات حسابرسی که توسط حسابرسان مستقل انجام می شود مورد تأیید قرار گیرد.

۸- الزامی بودن ارائه گزارش متخصص محاسبات بیمه ای :

۱-۸- بازنگری های ادواری محاسبات بیمه ای طرح تامین اجتماعی توسط متخصص محاسبات بیمه ای که از طرف دولت و یا ارکان تصمیم گیری طرح مذکور منصوب شود، الزامی است. این متخصص باید مستقل از مداخلات سیاسی و دولتی باشد.

توضیح:

فرآیند تعیین مفروضات اساسی بازننگری محاسبات بیمه ای باید شفاف و بر مبنای ملاحظات عینی قرارداد شده باشد. اگر متخصص محاسبات بیمه ای، کارمند وزارتخانه دولتی ناظر بر طرح تامین اجتماعی و یا هیئت حاکمه و یا ارگان مجری طرح یاد شده باشد، گزارش او باید مورد بازننگری دقیق حسابرس محاسبات بیمه ای مستقل دیگری قرار گیرد .

۸-۲- اگر متخصص مذکور در نتیجه انجام وظائف حرفه ای و یا قانونی خود مشخص کند که پایداری مالی طرح تامین اجتماعی به طور محسوس تا آنجا در معرض خطر قرار دارد که طرح نامبرده احتمالاً به اجرا در نمی آید و یا توان ایفای تعهداتش را ندارد و یا قادر نخواهد بود مقررات قانونی خود را رعایت کند و یا با ریسک کمبودهای چشمگیر مالی در زمینه درآمد مربوط به تأمین هزینه خود در آینده روبرو است که از محل ذخائر پوشش داده نخواهند شد، باید اینگونه موارد را به دولت و یا ارکان تصمیم گیری طرح تامین اجتماعی (هر کدام که وی را منصوب کرده اند) گزارش کند ضمن این که اگر متخصص یاد شده به هیئت حاکمه طرح تامین اجتماعی گزارش داد وارگان مذکور در طی یک مدت مقرر هیچگونه اقدام چاره جویانه مناسب رابه عمل نیاورد باید آن موارد رابه دولت و یا مستقیماً برای مجلس گزارش کند .

۸-۳- ارائه گزارش متخصص محاسبات بیمه ای در نباید با تأخیر ارائه گردد تا بر اساس اطلاعات به روز امکان اتخاذ تصمیم مناسب فراهم آید ضمن این که این گزارشات باید در دسترس همگان قرار گیرد.

۹- امانتداری (حفاظت از دارایی ها):

نگهداری از دارائیهای طرح تامین اجتماعی می تواند توسط سازمان مجری طرح ، سازمان سرمایه گذار، یک سازمان دولتی نظیر بانک مرکزی یا خزانه داری یا یک سازمان امانتدار مستقل^۱ (Custodian) انجام شود. اگر برای نگهداری و تضمین حفاظت از دارائیهای طرح تامین اجتماعی یک امانتدار مستقل از طرف هیئت مدیره طرح مذکور منصوب شود، دارائیهای آن طرح باید قانوناً از سایر دارائیهای امانتدار نامبرده جدا باشد. امانتدار دارائیها نباید قادر باشد باسپردن همه یا مقداری از دارائیهای مورد حفاظت مذکور به یک شخص ثالث، خود را انجام مسئولیتش معاف کند.

توضیح:

مسئولین حفاظت از دارائیها در صورتی که به عملیات مستقل از حفاظت از دارایی های طرح تامین اجتماعی نیز مبادرت می نمایند باید در فواصل زمانی مقرر، وضعیت دارائیها را اعلام کنند .

۱۰- نظام کنترل و نظارت :

از جمله ابزارهای لازم برای حصول اطمینان از این که همه افراد و یا سازمان های اجرایی و نظارتی مسئول، هماهنگ با اهداف مقرر در قانون ایجاد سازمان مجری طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذاری (در مواردی که سازمان سرمایه گذاری از سازمان مجری طرح تامین اجتماعی مستقل می باشد)، در چارچوب سیاست های متخذه به فعالیت می پردازند، استقرار نظام مناسب کنترل های داخلی می باشد. این نظام های کنترل داخلی باید

^۱ نماینده گمارده شده از طرف ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تامین اجتماعی و یا موسسه سرمایه گذار برای نگهداری و حفاظت از دارائیهای طرح تامین اجتماعی

تمام راهکارهای اساسی سازمانی و اداری از جمله نظام ارزیابی عملکرد، سازوکارهای حقوق و مزایا، نظام و فرآیندهای پردازش اطلاعات و گزارشگری آن ها و همچنین راهکارهای تدوین شده حوزه مدیریت ریسک را به طور مستمر و منظم توسط مشاوران متخصص پوشش دهند .

۱۱- نظام گزارشگری :

برای حصول اطمینان از انتقال مفید و به موقع اطلاعات ذیربط و صحیح باید بین سازمان مجری طرح تامین اجتماعی و ارکان تصمیم گیری آن و یا سازمان سرمایه گذاری و ارکان تصمیم گیری آن و یا دولت و همچنین سایر افراد دخیل در اجرای طرح مذکور مسیرهای مناسب گزارشگری طراحی و ایجاد شوند (نظام گزارشگری).

۱۲- ضرورت افشاء برای عامه:

هیئت مدیره های طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذاری باید اطلاعات مناسب را برای همه طرفهای ذیربط از جمله اعضای طرح ، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع به طور شفاف، صحیح و به موقع افشاء نمایند.

توضیح:

اطلاعاتی که به طور سالیانه افشاء می شوند باید متضمن تبیین حداقل موارد به شرح زیر باشند:

◀ وظائف ، اهداف و فلسفه وجودی سازمان مجری طرح تامین اجتماعی، ترکیب هیئت مدیره طرح و یا سازمان سرمایه گذاری.

عملکرد کمیته های تخصصی هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی و نیز ترکیب آن ها، نتایج حاصل از عملکرد ساختارهای حاکم بر «سازمان کار» طرح و حدود فعالیتهای تحقق یافته.

صورت های مالی طرح در سال پیش شامل اطلاعات مربوط به درآمدها، هزینه ها، دارائیهها و بدهیهها.

اظهار نظر حسابرس مستقل در مورد صورت های مالی.

گزارش متخصص محاسبات بیمه ای.

بازنگری محاسبات بیمه (اگر پس از افزایش قبلی اطلاعات، گزارشی تهیه شده باشد).

افشاء نباید اطلاعاتی را شامل شود که مسئولیتهای مربوط به وجوه امانی رامورد مخاطره قرارداده و یابه دادوستدهای سرمایه گذاری لطمه وارد نماید.

افشای کامل عملکرد هم به صورت نسبی و هم مطلق، برای حمایت از منافع اعضاء مهم است. به طور مثال کشورهای کانادا و ایرلند از الگوهای پیش فرض افشای عمومی برای مقایسه عملکرد استفاده می نمایند. ضمن این که در کانادا، به گونه ای عملکرد صندوق بر اساس مقایسه با عملکرد بخش خصوصی بررسی می شود و در ایرلند نیز از مجموعه ای از شاخص های نمونه از پیش تعیین شده استفاده می شود. به علاوه، مدیران صندوق تأمین اجتماعی کانادایی ملزم به برگزاری نشست های عمومی حداقل هر دو سال یک بار در هر ایالت هستند تا عملکرد خود را افشا نمایند. دانستن این نکته ارزشمند است که از زمان نهادینه سازی چنین نظام گزارشگری برای همه سطوح ذینفع، هزینه های اداری صندوق کانادا بیش از ۶۰ درصد کاهش یافته است، به عبارت دیگر اگرچه دلایل معقولی برای جلوگیری از حضور همه پرداخت کنندگان مالیات در ارکان تصمیم گیری، اجرایی و نظارتی وجود دارد ولیکن باید در عوض رویه های افشای شفـاف

(مانند گزارش دهی دوره ای بازنشستگی به مجلس یا سایر مؤسسات ذریبط) نتایج عملکرد را به نمایندگان آن ها ارائه نمایند.

۱۳- استقرار نظام جبران خسارت :

اعضای طرح ، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع باید از دسترسی فوری به سازو کارهای قانونی جبران خسارت از طریق یک سازمان شکل یافته برای این منظور ویا از طریق دادگاهها برخوردار باشند. فرایند ارزیابی خسارت و همچنین برخورد با کسری مالی افراد فوق الذکر توسط صندوق باید شفاف و منطبق با مقررات مصوب در قانون باشد تا امکان حاکمیت برداشت های سلیقه ای را سلب نماید.

ب: ویژگی های اساسی سرمایه گذاری های صندوق های بازنشستگی

۱۴-اهداف :

۱-۱۴- در سرمایه گذاری صندوقهای تامین اجتماعی دوهدف عمده وجود دارد:

الف) ایمنی:

سرمایه گذاری ها باید به طور مؤثر و مقرون به صرفه (Cost-effective) به طرح تامین اجتماعی در ایفای تعهداتش کمک کنند، ضمن این که امنیت دارائیهها وبازده ناشی از آنها برای استمرار پایداری مالی طرح تامین اجتماعی همواره باید در فرایند اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه گذاریها توسط مدیران ارشد این حوزه مدنظر قرار گیرد. مسئولین طرح تامین اجتماعی باید همواره الزامات موعده

پرداخت و همچنین نقدینگی طرح را نیز در فرایند تصمیمات حوزه سرمایه گذاری مورد توجه قرار دهند .

ب) سودآوری:

سرمایه گذاری ها باید با پذیرش خطر معقول، حساب شده و قابل قبول جهت تحصیل حداکثر بازده فعالیت نمایند. سرمایه گذاری صندوقهای تامین اجتماعی باید با دیدگاه حصول به یک توازن منطقی توأمان بین دوهدف اساسی ایمنی و سودآوری تحقق یابند.

۲-۱۴- مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی سرمایه گذاری ها نیز می تواند مدنظر باشد ولیکن این موضوع در فرایند تصمیمات متخذة حوزه سرمایه گذاری باید درذیل اهداف اساسی ایمنی و سودآوری قرارگیرد ضمن این که برای تعیین شرایط و میزان توجه به فرآیند مطلوبیت اقتصادی باید ضوابط روشنی وجود داشته باشد. در جایی که چنین سرمایه گذاری هایی ازطرف دولت و یا هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی مفید تلقی می شود درحالیکه بازده احتمالی حاصله کمتر از متوسط بازده عادی بازار می باشد، سرمایه گذاری مذکور باید به گونه ای ساماندهی شود که برای اجتناب ازتداخل با مسئولیت های طرح تامین اجتماعی درمورد وجوه امانی، ازمحل سایر منابع دولت یارانه ای به میزان آثار مالی ناشی از تفاوت نرخ های بازده مذکور به طرح تأمین اجتماعی اختصاص داده شود.

توضیح:

وامهای دانشجویی ، تهیه مسکن ارزان قیمت . تسهیلات رفاه سالمندان، زیر ساختارهای بهداشتی ، گردشگری و طرحهای افزایش منابع انسانی

در بسیاری از کشورها نمونه هایی از سرمایه گذاریهای دارای مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی می باشند. سرمایه گذاریهای مذکور با کمک به رشد بلند مدت اقتصاد ملی می توانند جایگاه مالی طرح تامین اجتماعی را از نظر تعداد اعضا، میزان درآمد مشمول کسر حق بیمه آنها و نرخ بازده سرمایه گذاریهای طرح یاد شده، ارتقاء دهند. سرمایه گذاریهای مبتنی بر مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی باید به طور مداوم تحت کنترل و نظارت قرار گیرند. در صورت انجام یک سرمایه گذاری چشمگیر از جوه تامین اجتماعی در این زمینه اصلاح است تحقق آن تحت کنترل مستمر هیئت این طرح های تأمین اجتماعی باشد.

۱۵- رویکرد جامع در فرایند اتخاذ تصمیم حوزه سرمایه گذاری:

سرمایه گذاری وجوه یک طرح تامین اجتماعی باید با توجه به نظام تامین مالی طرح مذکور به فعالیت پردازد و همینطور باید با اهداف کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت مالی طرح مذکور هماهنگ باشد. تعهدات مقرر قانونی برای طرح، در نظر گرفتن جریانات وجوه نقد مورد انتظار در آینده و میزان مناسب بودن انواع گوناگون سرمایه گذاریها، در راستای تحقق اهداف سرمایه گذاری طرح مذکور، باید در فرایند اتخاذ تصمیم حوزه سرمایه گذاری مدنظر قرار گیرند.

۱۶- مبانی اساسی سیاست و راهبرد سرمایه گذاری :

۱-۱۶- راهبردهای سرمایه گذاری هر طرح تامین اجتماعی باید بر اساس اصول فرد دوراندیش و محدودیتهای

مقداری^۱ (Quantitative restrictions) مناسب تدوین شده و

متضمن حداقل مفاهیم به شرح زیر باشد:

- ◀ مدیریت ریسک
- ◀ توزیع^۲ و پراکندگی^۳ (diversification & dispersion)
- ◀ مقایسه مستمر دارائیه‌ها و بدهیه‌های سرمایه گذاری در چارچوب مفاهیم اصل تطبیق سررسیدها
- ◀ تأکید مناسب بر ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز در مورد سرمایه گذاری های ارزی
- ◀ مؤثر بودن معیارهای سنجش عملکرد و همچنین کارایی نظام نظارت

توضیح:

هیئت حاکمه طرح تامین اجتماعی و سازمان سرمایه‌گذار در تدوین سیاست و راهبردهای سرمایه گذاری باید شدت و تواتر ریسکی که طرح قادر است متحمل شود تعیین کنند. عواملی نظیر تغییر حق بیمه‌ها و دارائیه‌ها باید همسو با اهداف مالی مدنظر قرارگیرند. هیئت مدیره های مذکور باید همواره از آمیخته تعهدات طرح، هدف سرمایه‌گذاریها و همچنین ویژگی های ساختار مالی طرح برای اطمینان از پایداری مالی آن تحلیل مناسبی داشته باشند.

^۱ مقررات تعیین کننده حداقل و یا حداکثر تخصیص سرمایه گذاریها در دارائیه‌های خاص و یا انواع مختلف دارائیه‌ها این مقررات با توجه به شرایط کشور ذیربط ممکن است در قانون ایجاد طرح تامین اجتماعی، دستورالعملهای سازمان های مالی در سطح ملی مانند وزارت دارایی و یا بانک مرکزی و یا تصمیمات ارگان مدیریت و نظارت بر طرح یاد شده تصریح شوند.

^۲ توزیع دارائیه‌های خاص در چارچوب یک نوع مشخص از دارائی

^۳ توزیع دارائیه‌ها میان انواع گوناگون دارائیه‌ها

۱۶-۲- سیاست‌ها و راهبردهای سرمایه‌گذاری باید باهدف تامین مالی طرح تامین اجتماعی و الزامات جریان آتی و جوه نقد آن هماهنگ باشند. سیاست‌های مذکور باید سازمان سرمایه‌گذار راملزم سازد تا برای اطمینان از رعایت کامل پنج مفهوم مندرج در بند ۱-۱۶ فوق از نظامهای مناسبی برای کنترل برخوردار باشد.

۱۶-۳- اقتصاد ملی، اهمیت اجتماعی و اقتصادی سرمایه‌گذاری صندوق تامین اجتماعی در چارچوب مفاد رهنمودهای حاضر ایجاب می‌کند که سیاست سرمایه‌گذاری یک طرح تامین اجتماعی با امعان نظر به سیاست‌های اقتصادی سازمان‌های مالی در سطح ملی نظیر وزارت دارائی و یابانک مرکزی اتخاذ شود.

توضیح:

در بسیاری از کشورها، صندوق‌های تامین اجتماعی بخش بزرگی از بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند. از این نظر، سرمایه‌گذاری صندوقهای یاد شده باید اهداف بلند مدتی را در سطح ملی مدنظر قرار دهند که با اجرای یک راهبرد صرفاً مبتنی بر دستیابی به حداکثر بازده نمی‌تواند به طور کامل تحقق پیدا کند، ضمن این که پایداری مالی طرح تامین اجتماعی به رشد اقتصاد ملی آن کشور نیز بستگی دارد.

علیرغم مفاهیم فوق اگرچه دیدگاه سازمان‌های مالی در سطح ملی در تدوین خط مشی و راهبردهای سرمایه‌گذاری، یک مفهوم قانونی تلقی می‌شود اما نباید اجرای راهبرد مذکور در طرح‌های تامین اجتماعی تأثیر مطلق داشته باشد و به ویژه نباید اجازه به آنها داده شود تا انجام سرمایه‌گذاری‌های خاصی را به طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه‌گذاری آن تحمیل (دیگته) نمایند.

۴-۱۶- بیانیه سیاست و راهبرد سرمایه گذاری باید توسط هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی و سازمان سرمایه گذار انتشار یافته و در دسترس همگان قرار گیرد.

توضیح:

سیاست سرمایه گذاری باید از طرف هیئت مدیره سازمان سرمایه گذار به طور منظم (حداقل هر سه سال یکبار) مورد بازنگری قرار گیرد و راهبرد سرمایه گذاری نیز باید در معرض بازنگری و ارزیابی مستمر قرار گیرد.

۱۷- محدودیت های کمی سرمایه گذاری :

۱-۱۷- برای هر نوع سرمایه گذاری، به استثنای موارد موقت و استثنائی و به خاطر دلایل موجه دوراندیشی، هیچ سطح حداقلی از سرمایه گذاری نباید مقرر شود.

توضیح:

تجویز سطوح حداقلی از سرمایه گذاریهای مشخص به مقرراتی اشاره دارد که از بیرون به یک طرح تامین اجتماعی و یا به سازمان سرمایه گذاری تحمیل می شوند و این فرآیند به ویژه در ارتباط با بدهی دولت صورت می گیرد. صندوق های تامین اجتماعی نباید به وسیله ای برای دولتها جهت تامین مالی کسورات و بدهی آن دولتها تبدیل شود. در هر حال، هیئت مدیره هر طرح تامین اجتماعی و یا سازمان سرمایه گذاری نباید از اتخاذ سطوح حداقلی از سرمایه گذاریها به عنوان بخشی از خط مشی سرمایه گذاری خود در چارچوب افزایش بهره‌وری و کار و سرمایه و کاهش تضاد منافع فیما بین افراد ذینفع اجتناب نماید. ضمن این که همواره برای سطح حداقل و جوه لازم (پول نقد یا اوراق بهادار کوتاه مدت بازاری) برای پرداخت مزایای فوری و انجام سایر تعهدات جاری در سررسید، باید پیش بینی ویژه‌ای صورت گیرد.

۲-۱۷- سطوح حداکثر سرمایه گذاری برحسب نوع، باید با ارجاع به مقررات دوراندیشی^۱ (Prudential rules) تعیین شود، سازمان سرمایه گذار باید اجازه داشته باشد در شرایط خاص و در چارچوب فواصل زمانی محدود و مشخص و با مجوز قبلی هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی و یادولت، سطوح مذکور را ارتقاء دهد.

۳-۱۷- سرمایه گذاری در دارایی و یا اوراق بهادار شخصی و یادارائیهها و یا اوراق بهادار هر صنعت خاص و یا نهادهایی غیر دولتی، باید محدود گردد. سازمان سرمایه گذاری نباید بیشتر از نسبت مشخصی از کل ارزش بازار^۲ (Market value)، نوع خاصی از دارایی و یا دارائیههای هر صنعت و یا سازمان خاص را در اختیار داشته باشد.

۴-۱۷- فهرستی از دارائیههای مورد پذیرش و یا پیشنهادی می تواند توسط دولت و یا هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی تهیه شود. این فهرست می تواند منحصر به فرد، اجباری و یا اختیاری باشد که در صورت اخیر سازمان سرمایه گذاری طرح باید گزارش توجیهی هرگونه انحراف چشمگیری از آن را تدوین و ارائه نماید.

توضیح:

پیش از پذیرش فهرستی که بر تخصیص راهبردی داراییها، محدودیتهای شدیدی اعمال می کند احتیاط کافی باید صورت گیرد.

^۱ هرگونه مقررات (مربوط به محدودیتهای مقداری، فرد دوراندیش، متخصص دوراندیش و سایر مقررات ذیربط) که اهدافشان ارتقاء ایمنی مالی در موارد مربوط می باشند
^۲ ارزش دارایی برحسب قیمت برای همان دارایی و یادارایی مشابه در بازارهای آزاد در هنگام قیمت گذاری

۵-۱۷- سرمایه گذاری در انواع خاصی از دارایی ها باید محدود یا ممنوع باشد. برای نمونه وام های فاقد تضمین کافی و یا با شرایط غیرقابل پذیرش از طرف بازارهای تشکل نیافته، سهام (بدون نرخ بازار) و یا سرمایه گذاریهای دارای ریسک زیاد در بازارهای تشکل نیافته باید ضمن اثبات اینکه شرایط سرمایه گذاری رضایت بخش بوده و تحت تاثیر ویا کنترل نادرست قرار ندارند در معرض افشای بسیار دقیق وسازوکارهای تصویب ارکان صلاحیتدار طرح و یا سازمان سرمایه گذاری واقع شوند. ضمن اینکه برای پیشگیری از تخصیص غیرقانونی وجوه برای مصارف فوق نیز باید تمهیداتی اندیشیده شود.

۶-۱۷- سرمایه گذاری های بین المللی معمولاً باید به اوراق بهادار درجه بندی شده که برای طرح تامین اجتماعی مناسب هستند محدود شوند، ضمن اینکه میزان کنترل و نظارت بر ریسک تغییرات نرخ ارز نیز باید دقیقاً در فرایند اتخاذ تصمیمات فوق لحاظ شود.

۷-۱۷- به کارگیری مشتقات مالی^۱ (Derivatives) به عنوان یک ابزار مدیریت سرمایه گذاری احتمالاً در صورتی مفید و ثمربخش است که از نظر کنترل و مصونیت^۲ (Hedge) در برابر خطرات (مثلاً کاهش ارزش ناشی از نوسانات ارز و یا سایر عوامل مؤثر

^۱ ابزارهای بازاری مالی که براساس کارکرد ابزارهای دیگری نظیر سهام، اوراق قرضه، شاخصها ویا کالاها طراحی و به کار گرفته می شود

^۲ شکلی از جبران ریسک که برای تعدیل یک خطر موجود ویا بالقوه از طریق حذف ویا کاهش عنصر ریسک (به ویژه ریسک قیمت، نرخ سود ویا نرخ ارز) به انجام یک تعامل متقابل ویا پوشش مبادرت می کند.

بر شرایط بازار) به شیوه احتیاط آمیز صورت گیرد. با این حال وجود حالات غیر معمول در مشتقات می تواند سازمان سرمایه‌گذاری را در معرض خطر جدی قرار دهد. به این لحاظ ساختارهای مناسب مدیریت ریسک برای نظارت و کنترل بر کاربرد مشتقات باید تدوین و استقرار یابد ضمن اینکه چگونگی کارکرد ساختارهای مذکور نیز باید دقیقاً پیگیری شود.

۱۸- اصول فرد دوراندیش:

۱-۱۸- به کارگیری اصول فرد دوراندیش و یا دیدگاه متخصص دوراندیش^۱ (Prudent-expert) می‌تواند کاهش محدودیت‌های مقداری در سرمایه‌گذاری‌ها را امکان‌پذیر سازد. با این حال، ضروری است هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی و یا دولت از کارایی نظام‌های داخلی سازمان سرمایه‌گذاری برای مدیریت و کنترل مجموعه سرمایه‌گذاری‌های آن ارزیابی مشخص و مناسبی داشته باشند. اگر مفاهیم اصول فرد دوراندیش برای کنترل سرمایه‌گذاری صندوق‌های تامین اجتماعی به‌کاربرده شوند سطح مقرراتی که به‌وسیله هیئت‌مدیره طرح تامین اجتماعی و یا دولت به‌مورد اجرا در می‌آید می‌تواند کاهش یابد.

توضیح:

تنها در صورتی که شرایط به‌کارگیری اصول فرد دوراندیش به‌میزان کافی صریح نباشند رویکردهای غیر دوراندیشانه ممکن است گسترش پیدا کنند. اصول مذکور و یا لاقلاً تغییر آنها ممکن است با توجه به شرایط

^۱ مقررات و یا اصولی که بر نیاز به تخصص واقعی و همچنین رفتار هماهنگ با اصول فرد دوراندیش تاکید می‌کنند

اجتماعی اقتصادی هر کشور نسبت به کشور دیگر، به‌طور چشمگیری تفاوت داشته باشند.

۱۸-۲- چنانچه اصول فرد دوراندیش به کار برده شود و محدودیت های کمی کاهش یابد، به منظور اطمینان از مسئولیت پاسخگویی هر فرد سوء استفاده کننده احتمالی برخوردار از استقلال ناشی از کاربرد این اصول، باید مسئولیت بیشتری در مورد وجوه امانی به مدیران ارشد سازمان سرمایه گذاری و اعضای هیئت مدیره آن تفویض شود. طرح تامین اجتماعی برای کنترل و نظارت بر تصمیمات اتخاذ شده در چارچوب مبانی اصول فرد دوراندیش (مثلاً از طریق معرفی سایر افراد واجد شرایط به کمیته سرمایه گذاری و هیئت مدیره سازمان سرمایه گذار و یا از طریق یک سیستم بازنگری بیرونی و مستقل) باید از یک ساختار مناسب برخوردار باشد.

۱۹- مبانی ارزشگذاری دارائیهها:

دارائی ها باید طبق اصول پذیرفته شده حسابداری ارزشگذاری شوند. هدف از این کار باید حصول اطمینان از شفافیت بیشتر اطلاعات مربوط به سرمایه گذاریها تاحد ممکن باشد. برای تحقق این دیدگاه باید هنگامی که دارائیهها برحسب ارزش تاریخی^۱ (Historical cost) به نمایش گذاشته می شوند نتایجی که از به کارگیری سایر روشهای ارزیابی مطرح نیز حاصل شده است،

^۱ ارزشهای دارایی برحسب قیمت پرداختی در گذشته برای همان دارایی یا دارایی مشابه

افشا شوند (برای نمونه ارزش بازار یا ارزش متعارف^۱
(Fair value))

۲۰- ضرورت اعمال روش های مناسب تحلیل عملکرد

۱-۲۰- تحلیل های ادواری هرنوع دارایی وکل مجموعه سبد سرمایه گذاری باید برای تعیین نرخهای بازده اسمی پس از تعدیل آثار مالی ناشی از ریسک و تورم تحقق یابد. این تحلیل ها باید مقایسه بانرخهای بازده هدف وهمچنین مقایسه با الگوهای مناسب را شامل شود تا هیئت مدیره طرح تامین اجتماعی بتواند عملکرد سرمایه گذاری رامورد بررسی و ارزیابی قرارداده و راهبردهای تخصیص دارایی ها را به روز نموده و در صورت ضرورت تعدیلاتی رادر راهبرد و خط مشی سرمایه گذاری ها لحاظ نماید.

۲-۲۰- تحلیل سرمایه گذاریها باید برای همه اشخاص ذینفع طرحهای تأمین اجتماعی افشا شود.

^۱ ارزشهای دارایی بر مبنای قیمت مورد توافق در یک دادوستد در شرایط متعارف بین طرفهای آگاه وراضی وبدون هیچگونه الزام. این روش اغلب برای دارائیهایی به کار می رود که برای ایجاد یک ارزش بازار به قدر کافی به فروش نمی رسند یا مورد تجارت قرار نمی گیرند.

تجارب سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی

دارایی صندوق های بازنشستگی طی دهه های گذشته به سرعت رشد یافته و نشانه هایی وجود دارد که این روند ادامه خواهد یافت. یکی از مشکلاتی که از رشد و تجمع این حجم بزرگ دارایی ها در میان کشورها نشأت می گیرد چگونگی سرمایه گذاری آن هاست. صندوق های بازنشستگی متفاوت از سایر سرمایه گذاران نهادی مثلاً صندوق های سرمایه گذاری مشترک^۱ هستند، چرا که افق سرمایه گذاری آن ها نسبتاً طولانی و معمولاً ۳۰-۴۰ سال است؛ به علاوه دارایی ها را برای حمایت از زندگی بازنشستگی افراد ذخیره می کنند. بنابراین دولت ها بیشتر در مورد عملکرد سرمایه گذاری آن ها نگرانند، چرا که زیان آن ها نهایتاً پیش روی دولت قرار خواهند گرفت. افراد امروز بیشتر عمر می کنند و چگونگی برخورد با مشکل مسن شدن جمعیت در صدر دستور کار دولت ها قرار گرفته است.

۱- سرمایه گذاری طرح های بازنشستگی

صندوق های بازنشستگی وجوه مشارکت شده توسط حامی طرح(دولت یا کارفرما) و ذینفع را جمع آوری، یک کاسه و سرمایه گذاری می کنند تا حقوق بازنشستگی آینده ذینفعان را تأمین نمایند. آن چه که توسط این صندوق ها به اعضای طرح بازمی گردد، می تواند کاملاً به عملکرد بازار وابسته باشد (وجوه DC) یا این که ضمانتی از نرخ بازده توسط حامی طرح وجود داشته باشد (طرح های DB). در واقع یکی از تفاوت های اصلی بین این دو نوع طرح، این است که چه کسی ریسک سرمایه گذاری را تحمل می کند. برای طرح های مزایای معین (DB)،

^۱ Mutual funds

مزایای بازنشستگی به صورت درصد ثابتی از حقوق و مزایای نهایی کارمند بدون توجه به عملکرد مدیریت صندوق تعیین می گردد. در این مورد، حامیان طرح، ریسک سرمایه گذاری را تقبل می کنند. در عوض برای طرح های مشارکت معین (DC)، اکثر ریسک سرمایه گذاری به کارکنان منتقل می گردد. حامیان برنامه، تعهدی فراتر از مشارکت حق بیمه های از پیش تعیین شده به حساب های کارمندان ندارند.

برای هر دو نوع وجوه DB و DC، ترکیب پرتفوی و ریسک و بازده متناظر با دارایی ها، به دنبال هماهنگ شدن با (یا حتی تجاوز از) رشد درآمدهای نیروی کار هستند. این ارتباط بدهی ها به درآمدهای متوسط نیروی کار به یک تفاوت اساسی با شرکت های بیمه اشاره می نماید، این که صندوق های بازنشستگی با ریسک افزایش بدهیهای اسمی (مثلاً به علت افزایش دستمزدها) و همچنین با ریسک نگهداری دارایی ها مواجه اند، بنابراین به داد و ستد منعطف با بازده مناسب نیازمندند. بدهی های این صندوق ها به صورت واقعی بیان می شوند و به صورت اسمی ثابت نیستند. بنابراین، آن ها باید بر دارایی های واقعی که نوعی حمایت در برابر تورم ایجاد می نماید تمرکز نمایند. این مسئله تمرکز خاص بر سهام و املاک و مستغلات را ایجاد می نماید.

عامل دیگری که بر ترکیب پرتفوی صندوق بازنشستگی مؤثر است، بلوغ صندوق می باشد که با نسبت اعضای فعال به بازنشسته معین می گردد. طول مدت بدهی ها^۱ (یعنی متوسط زمان لازم برای شروع پرداخت مستمری) برای یک صندوق نابالغ که مستمری های کمی پرداخت می نماید، بسیار بیشتر از صندوق بالغی است که پرداخت های

^۱ Duration

قابل ملاحظه ای دارد. صندوق هایی که به پایان عمر خود نزدیک می شوند، دوره نقدشوندگی بسیار کوتاه تری دارند. بلیک^۱ (۱۹۹۴) پیشنهاد می کند که با فرض مدت بدهی های متفاوت، منطقی است که صندوق های نابالغ عمدتاً در سهام سرمایه گذاری کنند (که جریان نقدی آن ها سررسید بلندمدت دارند)، صندوق های بالغ در ترکیبی از سهام و اوراق قرضه و صندوق هایی که به دوره پایان خود نزدیک می شوند اغلب در اوراق قرضه (که جریان نقدی آن ها سررسید کوتاه مدت دارند) سرمایه گذاری نمایند.

۱-۱ استراتژیهای سرمایه گذاری برای طرحهای مشارکت معین (DC) استراتژی های سرمایه گذاری مختلفی برای طرح های DB و DC به کار می رود. در طرح های مشارکت معین (DC)، ریسک های سرمایه گذاری عمدتاً به اعضای طرح منتقل می گردد و حامیان زیاد در مورد عملکرد صندوق های بازنشستگی نگران نیستند و ضمانتی در قبال دارایی ها در زمان بازنشستگی وجود ندارد. بر این اساس، ریسک مالی که پیش روی تأمین کننده طرح قرار دارد حداقل است. در برخی موارد، حامی برنامه و مدیران سرمایه گذاری استخدام شده، ترکیب پرتفوی را انتخاب می نمایند و بنابراین ریسک اقدام قانونی ذینفعان علیه سرمایه گذاری ضعیف وجود دارد. اما روند آزاد گذاشتن کارکنان

^۱ **David Blake**. استاد اقتصاد بازنشستگی در دانشکده مالی دانشگاه بازرگانی **Cass** شهر لندن و مؤسس و مدیر مؤسسه بازنشستگی است. وی دوره های لیسانس (اقتصاد)، فوق لیسانس (اقتصاد پولی) و دکترای خود (اقتصاد مالی) را در دانشگاه اقتصاد لندن گذراند. تخصص وی طراحی طرح های بازنشستگی، رفتارهای سرمایه گذاری و عملکرد صندوق های بازنشستگی و مدیریت ریسک طول عمر می باشد.

جهت انتخاب صندوق های سرمایه گذاری مشترک (مانند طرح های (k) ۴۰۱ ایالات متحده) رو به فزونی است.

بنابراین، فرایند سرمایه گذاری می تواند تئوری سرمایه گذاری پرتفوی^۱ را به دقت دنبال نماید. اگر میانگین، به بازده مورد انتظار از دارایی های مختلف سرمایه گذاری نظیر اوراق قرضه، سهام و ... اطلاق گردد و واریانس، ریسک متناظر را بیان کند، رویکرد میانگین - واریانس بیان می کند که صندوق بازنشستگی DC در اصل باید بازده مورد انتظار را برای ریسک مفروض حداکثر نماید، به گونه ای که نسبت جایگزینی در زمان بازنشستگی تا آن جا که می تواند بالا باشد. همان گونه که توسط بلیک نشان داده شده است، به منظور یافتن ترکیب بهینه دارایی، همیشه معقول این است که ابتدا ترجیحات ریسک سرمایه گذاران را تعیین نمائیم، سپس بر اساس سطح ریسک، بازده های مورد انتظار معین می شود. هر چه ریسک قابل قبول وی بیشتر باشد، ارزش موردانتظار در زمان بازنشستگی وی بالاتر خواهد بود. بر اساس این منطق، بلیک پیشنهاد می کند که دارایی های بازنشستگی هنگامی که صندوق بالغ شد به سمت سرمایه گذاری در اوراق قرضه متمایل گردد و هنگامی که صندوق هنوز نابالغ است یا مدت زمان نگهداری دارایی نسبتاً طولانی است، به سمت دارایی های

^۱ **Portfolio Investment Theory**: این تئوری بیان می کند که انتخاب دارایی ها به جای این که بر اساس رفتار منحصری فرد هر دارایی صورت گیرد، باید بر اساس چگونگی تلفیق آن ها با یکدیگر و تعامل بین ریسک و بازده مورد بررسی واقع شود. بر اساس این تئوری، یک ترکیب بهینه برای سرمایه گذار حداکثر بازده ممکنه برای یک ریسک مفروض یا حداقل ریسک ممکنه را برای یک بازده مفروض فراهم می آورد. این تئوری به تئوری سرمایه گذاری مدرن هم معروف است.

پر ریسک اما پربازده مثل سهام هدایت شود که البته باید با درجه ریسک گریزی کارمند هماهنگ باشد، هنگامی که کارفرمایان آمیخته دارایی را انتخاب می نمایند درجه ریسک گریزی احتمالاً به ترس کارفرما از تحت پیگرد قرار گرفتن به علت کاهش ارزش یک پرتفوی متهورانه بستگی دارد.

۲-۱- استراتژیهای سرمایه گذاری برای طرح های مزایای معین (DB) همان گونه که پیش از این بحث شد، در طرح های مزایای معین (DB)، حامیان برنامه تنها مسئول مشارکت حق بیمه در برنامه نیستند، آن ها ملزم به ضمانت مزایای بازنشستگی از پیش تعیین شده اند. علیرغم صندوق های DC، صندوق های DB در معرض ریسکهای متعددی قرار دارند:

- درآمدهای واقعی نیروی کار بر نسبت جایگزینی اثر می گذارد و با فرض این که معمولاً نرخ جایگزینی معین و ضمانت شده ای وجود دارد، صندوقها از این ناحیه در معرض ریسک قرار دارند.
- بدهی های یک صندوق بازنشستگی DB تحت تأثیر نرخ های بهره ای قرار دارند که پرداختهای آینده بر اساس آن ها تعدیل می شوند و بنابراین ریسک های نرخ بهره اهمیت دارند.
- ریسک های مرگ و میر بر هزینه مستمری هایی که توسط صندوق تأمین می شود اثر دارد.
- تنزل بازده دارایی ها بر تعادل دارایی- بدهی تأثیرگذار است.
- ریسک هایی چون تغییر در قوانین و مقررات دولت (مانند شاخص بندی، جابجایی، قطعی نمودن خدمت و حمایت) که می تواند به شکل عمده و غیرمنتظره ای بدهی ها را تغییر دهد نیز وجود دارد.

بدهی های صندوق بازنشستگی DB که توسط شرکت اداره می شود، به واسطه ضمانت حامی ، اساساً نوعی بدهی شرکتی تلقی می شوند. استراتژی های سرمایه گذاری مناسب به ماهیت تعهدات ایجاد شده و ساختار جمعیتی نیروی کار و همچنین تحت تأثیر قوانین تأمین مالی حداقل بستگی دارد.

دیویس^۱ (Davis - ۲۰۰۵) بیان می کند که اگر حامی طرح به دنبال تأمین مالی تعهدات اسمی باشد، یعنی شاخص بندی قیمت صورت نگیرد (مانند بیمه عمر)، آنگاه استراتژی مصون سازی^۲ مناسب ترین است. مصون سازی فرایند ایجاد یک پرتفوست که هیچ ریسک نرخ بهره ای ندارد، ارزش فعلی و مدت زمان تعهدات آینده صندوق بازنشستگی با ارزش فعلی و مدت زمان پرتفوی هماهنگ است و به طور عمده مشتمل بر دارایی های درآمد ثابت مانند اوراق قرضه می باشد.

در حالتی که حامی برنامه موافقت نماید که در زمان بازنشستگی ، پرداخت به بازنشستگان را بر اساس شاخص بندی قیمت یا دستمزد انجام دهد، مصون سازی هنوز هم گزینه خوبی است اما در این مورد اوراق قرضه بلندمدت حمایت شده در برابر تورم^۳ باید مورد استفاده

^۱ E Philip Davis، استاد و رئیس بخش اقتصاد و مالی دانشکده علوم انسانی دانشگاه برنل (Brunel) لندن است.

^۲ Immunization strategy

^۳ **Inflation-indexed bonds**: اوراق قرضه ای که اصل آن بر اساس تورم شاخص بندی می شود. بنابراین، آن ها جهت کاهش و حذف ریسک تورم یک سرمایه گذاری طراحی شده اند. این اوراق قرضه، کوپن های دوره ای می پردازند که برابر است با حاصل ضرب شاخص تورم و نرخ اسمی کوپن .

قرار گیرند. بودی^۱ (Bodi - ۲۰۰۴) یک طرفدار سرسخت استراتژی سرمایه گذاری انحصاری در اوراق قرضه است. او اعتقادی به این ندارد که سهام در بلندمدت بازده بالاتر و حمایت در برابر تورم را ایجاد می نماید. برعکس، وی معتقد است اوراق قرضه دولتی ضد تورم و بی نقص، معقول ترین ابزار سرمایه گذاری به منظور بازنشستگی است. البته همانگونه که دیویس (Davis - ۲۰۰۲) و هو^۲ (Hu - ۲۰۰۵) ذکر نمودند، چنین اوراق قرضه بلندمدتی که حمایت قیمت دارد، در بسیاری از کشورها موجود نیست. حتی در کشورهایی چون ایالات متحده و انگلستان که عمیق ترین بازارهای مالی را دارند، کل اوراق قرضه دولتی شاخص بندی شده بر اساس تورم، بسیار کمتر از داراییهای تجمعی صندوق بازنشستگی بوده اند. برای مثال در انگلستان در سال ۲۰۰۳، اوراق قرضه دولتی شاخص دار بر اساس تورم، ۱۳۹ میلیارد دلار بوده است در حالی که دارایی صندوق ها حدود ۹۵۴ میلیارد دلار بوده اند.

در هر صورت در این مورد، سرمایه گذاری بر اساس سیاست متنوع سازی ممکن است بیشترین فایده را داشته باشد، چرا که کاهش ریسک به حداکثر متنوع سازی وجوه بازنشستگی بستگی دارد. مدیران صندوق و اکچوئرها معتقدند که دارایی های واقعی مانند سهام و املاک و همچنین اوراق قرضه در پرتفوی می تواند بین ریسک های سرمایه گذاری (که عمدتاً ریسک های تورم اند) تنوع ایجاد نماید.

^۱ Zvi Bodie، استاد اقتصاد و مالی دانشکده مدیریت دانشگاه بوستون است و انتشارات زیادی در زمینه مدیریت مالی بازنشستگی و استراتژی های سرمایه گذاری داشته است.
^۲ Yu-Wei Hu دکترای اقتصاد بازنشستگی از دانشگاه Brunel و مشاور اقتصادی بخش امور مالی OECD می باشد.

۲- سرمایه گذاری بین المللی

دلایلی در تأیید سرمایه گذاری بین المللی

تئوری مالی مدرن^۱ (Solnik- ۱۹۸۸) معتقد است که سرمایه گذاری بین المللی در یک پرتفوی، مزیت متنوع سازی را در بر دارد که ریسک پایین تری برای یک بازده مفروض یا بازده بالاتری برای یک ریسک مفروض (درجه ریسک پذیری) ایجاد می نماید. از این رو، پرتفوی بازار جهانی، پرتفوی بهینه در یک بازار بین المللی یکپارچه و کارا می باشد. تغییر یا ریسک می تواند به دو نوع ریسک طبقه بندی شود:

ریسک غیرسیستماتیک و ریسک سیستماتیک. ریسک غیر سیستماتیک در این مبحث به ریسک خاص یک کشور تعبیر می شود، در حالی که ریسک سیستماتیک به کل بازار مربوط می گردد. با فرض این که اولی تنها به برخی کشورهای خاص تعلق دارد، استراتژی سرمایه گذاری بین المللی می تواند به منظور حذف آن به کار رود، در حالی که در مورد دوم، ساختار پرتفوی هر چه باشد حذف آن ممکن نیست.

دلیل اصلی برای انتخاب پرتفوی جهانی این است که بازارهای جهانی در یک جهت حرکت نمی کنند، بنابراین کساد یک کشور می تواند با رونق دیگری جبران گردد که پدیده چرخه های کسب و کار در کشورها را در حد میانگین منعکس می نماید. بنابراین، سرمایه گذاری بین المللی به صندوق های بازنشستگی اجازه می دهد که کمتر نسبت

^۱ Modern finance theory

^۲ Bruno Solnik، استاد مالی دانشگاه HEC پاریس، دانشگاه کالیفرنیا، استنفورد، ژنو، توکیو و چندین دانشگاه دیگر می باشد. دارای مدرک دکترای مالی از دانشگاه ماساچوست و همچنین فارغ التحصیل رشته مهندسی پلی تکنیک بوده و موفق به کسب جوایز و رتبه های زیادی در زمینه علمی شده است.

به رشد داخلی حساس باشند. در بلندمدت، فرایندهای سنی متفاوت و ساختارهای جمعیتی کشورهای مختلف، علی‌الخصوص کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه می‌تواند برای تعدیل سرمایه‌گذاری این کشورها به کار گرفته شود.

دلایلی در نفي سرمایه‌گذاری بین‌المللی و معمای گرایش داخلی

تئوری سرمایه‌گذاری مدرن^۱ یک ساختار پرتفوی کاملاً متنوع جهانی را پیشنهاد می‌نماید و این که تنوع کمتر پرتفوی موجب ایجاد ریسک غیرضروری است که می‌تواند حذف گردد. در عین حال، واقعیت این است که سرمایه‌گذاران - هم نهادها و هم افراد - همیشه اکثر دارایی‌های خود را در بازارهای داخلی سرمایه‌گذاری می‌نمایند. با نگاهی به صندوق‌های بازنشستگی، ملاحظه می‌گردد که در پرتفوی صندوق بازنشستگی اکثر کشورها، تخصیص بسیار بیشتری در سهام و اوراق قرضه داخلی وجود دارد تا دارایی‌های خارجی (Davis- ۲۰۰۵). دلایلی برای توضیح معمای گرایش داخلی آورده شده است. اول، از دیدگاه سرمایه‌گذاران، هزینه‌های معاملاتی و اطلاعاتی سرمایه‌گذاری خارجی بالاست، چرا که سرمایه‌گذاران با بازارهای خارجی آشنا نیستند. بنابراین، به منظور کسب بازده‌های بالقوه بالاتر در بازارهای ناآشنا باید متحمل هزینه‌های اضافی جمع‌آوری اطلاعات، بازاریابی و غیره گردند. دومین توضیح در مورد گرایش داخلی، مربوط به محدودیت‌های دارایی خارجی در صندوق‌های بازنشستگی از سوی دولت‌ها است که در بخش بعد به آن می‌پردازیم.

^۱ Modern Investment theory

۳- مقررات صندوق های بازنشستگی در میزان سرمایه گذاری

صندوق های بازنشستگی به عنوان نهادهای مالی بزرگ، موضوع مقررات بسیاری هستند که ساختار این مقررات در بین کشورهای مختلف متفاوت است. دیویس (Davis-۲۰۰۱) قوانین پایه پرتفوی برای صندوق های بازنشستگی را در ۹ کشور پیشرفته بیان می کند. وی دو نوع سیاست دولتی برای سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی دسته بندی می نماید، یکی از آن ها محدودیت های کمی دارایی^۱ (QAR) است که در آن دولت مشخصاً مقررات خاصی وضع می کند که به طور خاص محدودیت در نگهداری دسته های خاصی از دارایی ها را شامل می شود. مثلاً در آلمان نهایتاً ۳۵-۱۰ درصد دارایی های صندوق بازنشستگی در سهام و نهایتاً ۲۵-۱۰ درصد در املاک اجازه سرمایه گذاری دارد.

سیاست دوم، قوانین و مقررات محدودی دارد که تحت عنوان قانون فرد دوراندیش^۲ (PPR) شناخته می شود. قانون شخص دوراندیش در OECD چنین تعریف می شود:

«یک امانتدار باید وظایف خود را با مراقبت، مهارت، احتیاط و پشتکاری که یک فرد دوراندیش با چنین ظرفیتی در هدایت یک شرکت با چنین خصوصیات و اهدافی به کار می برد عمل نماید.»

در زمینه سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی، PPR، این استراتژی سرمایه گذاری را تحمیل می نماید که صندوق های بازنشستگی به

^۱ Quantitative Asset Restriction

^۲ Prudent Person Rule

شکل محتاط مانند شخصی که امور خود را هدایت می کنند عمل نمایند.

صندوق های بازنشستگی نوع کاملاً متفاوتی از دارایی ها هستند، چرا که آن ها با هدف تأمین پوشش های بازنشستگی برای میلیون ها بازنشسته جمع آوری و مدیریت می شوند. در ضمن، به طور صریح یا ضمنی دولت ها همیشه پشتیبان سیستم های تأمین اجتماعی می ماندند. اگر بازنشسته ها درآمد کافی برای زندگی دریافت نمایند، دولت باید هزینه های مالی مقابله با این شرایط را فراهم نماید. بنابراین در تبادلات ریسک و بازده، مقررات بیشتر به ریسک توجه می نماید، یعنی دامنه تغییرات ریسک آن ها بسیار پایین است و در نتیجه قوانین ضروری جهت جلوگیری از ورود به سرمایه گذاری های پرریسک مورد تأکید قرار می گیرند.

شکست بازار، علت دیگری است که توضیح می دهد چرا دولت ها به دنبال قانونگذاری بر صنعت صندوق های بازنشستگی هستند. شکست بازار یک پدیده اقتصادی است و نشانگر این است که مکانیزم بازار آزاد نمی تواند مشکلات اقتصادی را به شکل مؤثری حل نماید و بنابراین مداخله دولت را می طلبد.

مقررات سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی اشکال مختلفی دارد، آن ها معمولاً محدودیت هایی در ۵ بُعد یعنی طبقه دارایی (نمونه این محدودیت ها را می توانید در جدول شماره ۱ ببینید)، تمرکز مالکیت، انتشاردهنده^۱، امنیت و سطح ریسک اعمال می نمایند. گرچه، آن ها معیارهای محدودکننده ای نیز اعمال می کنند، لیکن همگی یک هدف دارند و آن حداقل نمودن ریسک با فرض یک سطح بازده مشخص است. برای مثال محدودیت ناشر بدین معناست که سرمایه گذاری

^۱ Issuer

صندوق بر یک توزیع کننده خاص مثلاً مایکروسافت نمی تواند از درصد خاصی مثلاً ۱۰ درصد تجاوز نماید.

در تحقیقاتی که هو (۲۰۰۵) بر روی ۲۲ کشور پیشرفته OECD و ۱۶ اقتصاد نوظهور (EME^۱) انجام داد، با توجه به مطالب ذکر شده نتایج زیر به دست آمد:

نسبت های تغییر ریسک نشان می دهد که سیاست محدودیت های کمی دارایی (QAR) عمدتاً ریسک صندوق های بازنشستگی را افزایش می دهد، این یافته هم در مورد کشورهای OECD و هم در مورد اقتصادهای نوظهور صدق می نماید، اما دومی بسیار بیشتر آسیب خواهد دید.

دوم، نتایج تحقیقات هو حاکی از این است که حرکت از قانون فرد دوراندیش (PPR) به محدودیت های کمی دارایی (QAR) بازده جایزه ریسک را پایین می آورد. تأثیر منفی این مسئله برای اقتصادهای نوظهور بیش از کشورهای OECD است.

سوم، به علت خصوصیت بازده های دارایی متفاوت، ترکیب بهینه پرتفوی صندوق بازنشستگی در کشورهای مختلف متفاوت است. در هر حال، آن چه مشخص است، بازده بالاتر پرتفوی مطابق با نظریه های مالی مستلزم سرمایه گذاری بیشتر در سهام است.

چهارم، شواهدی مبنی بر این وجود دارد که اگر بازده بالاتری از پرتفوی مدنظر است، سهم بیشتری از دارایی های صندوق بازنشستگی باید به سمت دارایی های خارجی هدایت شود. برای مثال، به طور متوسط، ۲۸-۴۳ درصد سرمایه گذاری خارجی در اقتصادهای نوظهور مطلوب است. البته این نتیجه در مورد کشورهای OECD صدق نمی کند. این با نتیجه اول و دوم ما مرتبط است، یعنی مزایای

^۱ Emerging market economies

متنوع‌سازی جهانی برای اقتصادهای نوظهور بیش از کشورهای OECD است.

پنجم، زمانی که سهم بیشتری از سرمایه گذاری در سهام به هدف بازده بالاتر در نظر گرفته می شود، اکثر افزایش در تخصیص سهام به سهام داخلی تعلق می گیرد تا به سهام خارجی که علی‌الخصوص در اقتصادهای نوظهور قابل مشاهده است. این به علت بازده نسبی بالاتری است که سهام داخلی عاید می نماید.

ششم، در همه موارد بررسی آمارها نشان می‌دهد که دارایی های خارجی نباید بخش عمده ای از صندوق های بازنشستگی را در کشورهای OECD تشکیل دهد. این مسئله می تواند پدیده گرایش داخلی را در این کشورها توضیح دهد.

جدول ۱ - محدودیت های پرتفوی در سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی در دسته های منتخب دارایی

کشور	سهام	مستغلات	اوراق قرضه	صندوق های سرمایه گذاری کوچک	صندوق های سرمایه گذاری خصوصی	وام	سپرده های بانکی
استرالیا	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت - وام یا مساعدت مالی به اعضا ممنوع است	بدون محدودیت
کانادا	بدون محدودیت	۲۵٪	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت
جمهوری چک	بدون محدودیت	۱۰٪	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	۰٪ (مجزور ندارد)	۱۰٪
فنلاند طرح های بازنشستگی اختیاری	۵۰٪ (براساس لیست معین) - ۱۰٪ (لیست نشده)	۴۰٪	- بدون محدودیت در اوراق قرضه دولتی؛ اوراق قرضه دولت محلی و اوراق قرضه منتشر شده توسط نهادهای مربوطه - ۱۰٪ (لیست نشده)؛ بجز موارد بالا	- بدون محدودیت هنگامی که صندوق در اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه دولت محلی و اوراق قرضه منتشر شده توسط نهادهای مربوطه سرمایه گذاری نماید؛ ۱۰٪ لیست نشده - ۵۰٪ هنگامی که صندوق در سهام سرمایه گذاری نماید	۵٪ در صندوق های پوشش خطر (Hedge funds)	۷۰٪ اگر وام های رهنی شامل مستغلات باشد. - ۱۰٪ اگر وام های تبعی باشد	بدون محدودیت
فنلاند طرح های بازنشستگی قانونی	- بدون محدودیت (براساس لیست معین) - ۱۵٪ (لیست نشده)، سرمایه گذاری در مستغلات مشمول این لیست	بدون محدودیت	- بدون محدودیت (براساس لیست معین) - ۱۵٪ (لیست نشده) سرمایه گذاری در مستغلات مشمول این ۱۵٪ لیست	- بدون محدودیت (براساس لیست معین) - ۱۵٪ (لیست نشده) سرمایه گذاری در مستغلات مشمول این ۱۵٪ لیست	- ۱۵٪ (لیست نشده) سرمایه گذاری در مستغلات مشمول این ۱۵٪ لیست	- بدون محدودیت - ۵٪ در وام های نامعطن در صورتی که بدهکار دولت محلی یا فدرال یا نهادهای وابسته نیست.	بدون محدودیت
آلمان Pensionskasse ۱	- ۳۵٪ (براساس لیست معین) - ۱۰٪ (لیست نشده)	- ۲۵٪	- ۵۰٪	- بستگی به این دارد که صندوق ها در چه چیز سرمایه گذاری می کنند (مثلاً محدودیت در اوراق قرضه و سهام را ببینید)	۵٪ در صندوق های پوشش خطر (Hedge funds)	- ۵۰٪ (رهنی) - ۵۰٪ (بجز آن)	- ۵۰٪

۱ Pensionsfonds و Pensionskasse دو نوع شرکت ارائه کننده مستمري در آلمان هستند که تفاوت عمده آن ها در محدودیت ترکیب دارایی ها و نوع مزایا می باشد. Pensionskasse اغلب به ارائه طرح های مزایای معین (DB) اقدام می نماید و دارای محدودیت پرتفوست در حالی که Pensionsfonds طرح های مشارکت معین (DC) ارائه می نماید که تحت پوشش شرکت ضمانت مزایای بازنشستگی آلمان (PSVaG) قرار داشته و محدودیتی در نوع سرمایه گذاری ندارد.

جدول ۱ - محدودیت های پرتفوی در سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی در دسته های منتخب دارایی (ادامه)

کشور	سهام	مستغلات	اوراق قرضه	صندوق های سرمایه گذاری کوچک	صندوق های سرمایه گذاری خصوصی	وام	سپرده های بانکی
آلمان Pensionsfonds	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت
ژاپن	بدون محدودیت	مجاز ندارد	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	مجاز ندارد	بدون محدودیت
کره بازنشستگی انفرادی	۱۰٪ (لیست نشده)	۱۵٪	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت
کره بازنشستگی شرکتی	DB: ۳۰٪ (براساس لیست معین) DC: مجوز ندارد	DB: مجوز ندارد DC: مجوز ندارد	DB: محدودیت ندارد (اعتبار سرمایه گذاری بالای BBB) DC: محدودیت ندارد (اعتبار سرمایه گذاری بالای BBB)	DB: صندوق سهام ۳۰٪، صندوق متعادل ۴۰٪ و صندوق قرضه بدون محدودیت DC: صندوق سهام و صندوق متعادل ۰٪، صندوق قرضه محدودیت ندارد	DB: مجوز ندارد DC: مجوز ندارد	DB: مجوز ندارد DC: مجوز ندارد	DB: محدودیت ندارد DC: محدودیت ندارد
هلند	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت
کشور	سهام	مستغلات	اوراق قرضه	صندوق های سرمایه گذاری خرد	صندوق های سرمایه گذاری خصوصی	وام	سپرده های بانکی

^۱ رتبه بندی ای که نشان می دهد ریسک عدم بازپرداخت تعهدات اوراق قرضه پایین است. شرکت های متولی رتبه بندی اوراق قرضه (مانند Standard & Poor's و Moody و DBRS) با استفاده از حروف لاتین بزرگ A, B, C کیفیت این اوراق را مشخص می نمایند. AAA یا AA (اعتبار بالا)، A و BBB (اعتبار متوسط) به عنوان اوراق قرضه معتبر سرمایه گذاری (Investment grade) و B, BB و CCC و غیره (اعتبار پایین) به عنوان اوراق قرضه بنجل شناخته می شوند.

جدول ۱ - محدودیت های پرتفوی در سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی در دسته های منتخب دارایی (ادامه)

کشور	سهام	مستغلات	اوراق قرضه	صندوق های سرمایه گذاری خرد	صندوق های سرمایه گذاری خصوصی	وام	سپرده های بانکی
شیلی	محدودیت در سهام درآمد متغیر: صندوق A: ۸۰٪ صندوق B: ۶۰٪ صندوق C: ۴۰٪ صندوق D: ۲۰٪ صندوق E: ۰٪	سرمایه گذاری مستقیم مجاز ندارد	اوراق قرضه دولت: صندوق A: ۴۰٪ صندوق B: ۴۰٪ صندوق C: ۵۰٪ صندوق D: ۷۰٪ صندوق E: ۸۰٪ شرکت های دولتی و خصوصی: صندوق A: ۳۰٪ صندوق B: ۳۰٪ صندوق C: ۴۰٪ صندوق D: ۵۰٪ صندوق E: ۶۰٪ اوراق قرضه قابل تبدیل: صندوق A: ۳۰٪ صندوق B: ۳۰٪ صندوق C: ۱۰٪ صندوق D: ۵٪ صندوق E: ۰٪ اوراق قرضه رهنی: صندوق A: ۴۰٪ صندوق B: ۴۰٪ صندوق C: ۵۰٪ صندوق D: ۶۰٪ صندوق E: ۷۰٪	محدودیت در سهام و صندوق های سرمایه گذاری مشترک: صندوق A: ۴۰٪ صندوق B: ۳۰٪ صندوق C: ۲۰٪ صندوق D: ۱۰٪ صندوق E: ۰٪	مجاز ندارد	محدودیت برای سپرده ها، اوراق قرضه و سایر نهادهای مالی: صندوق A: ۴۰٪ صندوق B: ۴۰٪ صندوق C: ۵۰٪ صندوق D: ۷۰٪ صندوق E: ۸۰٪	
طرح های بازنشستگی خصوصی در شیلی توسط شرکت های مدیریت وجوه بازنشستگی انفرادی (AFP ها) اداره می شوند. هر AFP باید ۴ صندوق بازنشستگی B, C, D, E تأسیس نماید و می تواند به طور اختیاری صندوق بازنشستگی A را تأسیس کند، محدودیت های خاصی بر هر یک از این صندوق ها اعمال می شود. صندوق A بالاترین ریسک و صندوق E پایین ترین ریسک را در میان این صندوق ها دارد.							

۴- سرمایه گذاری طرح های بازنشستگی دولتی و خصوصی

مدیران صندوق های بازنشستگی دولتی در جهان پس اندازه های بازنشستگی ای را کنترل و هدایت می کنند که میلیاردها دلار ارزش دارد. عملکرد آن ها مستقیماً بر میلیون ها کارمندی که مجبور به مشارکت در این طرحها شده اند، اثرگذار است. تأثیر غیرمستقیم عملکرد آن ها بسیار گسترده تر است. اگر پس اندازه های بلندمدت به خوبی هدایت شوند، پروژه های خوب به آسانی تأمین مالی شده و این امر منجر به رشد اقتصادی بالاتر می گردد. مدیریت ضعیف این پس اندازه ها نه تنها مستمری های آینده را کاهش می دهد، بلکه دارایی ها را نیز به شکل نامناسبی تخصیص می دهد.

سیاست های سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی منحصراً دولتی، توسط هیئت هایی تعیین می شود که نمایندگان دولت، اتحادیه ها و کارفرمایان هستند. این هیئت های سه جانبه به خاطر محدودیت ها و الزاماتی که برای سرمایه گذاری در موارد مشخصی دارند، آراء محدودی دارند. به عنوان مثال، ژاپن، کره و ایالات متحده از کشورهایی هستند که صندوق های بازنشستگی دولتی را مجبور می کنند مزایای خود را مستقیماً به دولت وام دهند و این امر خارج از مسیر عادی استقراض دولتی است.

الزاماتی که توسط سیاستگذاران تحت عنوان کلی « سیاست های توسعه ای » انجام می گردد معمول تر است. سرمایه گذاری های اجتماعی مانند اوراق قرضه تأمین مسکن در سوئد یا سرمایه گذاری های هدفمند اقتصادی مانند خرید اوراق قرضه شرکت های دولتی از نمونه های این سیاست ها می باشند. برای مثال در ایران از سال ۱۹۸۷، از میان سایر ابزارها، ذخایر بازنشستگی برای تأمین « تسهیلات مالی » واحدهای صنعتی کشور انتخاب شده است تا مواد خام و ماشین آلات و فعالیت های

اقتصادی را توسعه دهند. در ژاپن، صندوق بازنشستگی، ۱۷ درصد از ذخایر را در حوزه سلامت، بازتوانی و سایر تسهیلات تحت عنوان «رفاه» سرمایه گذاری می نمایند.

نتیجه این که، این عملکردها، اولویت های دولت را منعکس می کند که در راستای اهداف ذخایر صندوق های بازنشستگی نیستند. اکثر صندوق های بازنشستگی دولتی در اوراق قرضه دولتی و سپرده های بانکی سرمایه گذاری می نمایند. بسیاری از آنها سرمایه گذاری های اجتماعی انجام می دهند یا به اشخاص و شرکت های شخصی وام می دهند و بخش کوچکی در سهام و دارایی های خارجی سرمایه گذاری می کنند. به طور خلاصه، صندوق های بازنشستگی دولتی برخلاف صندوق های بازنشستگی خصوصی، پرتفویی که بازده مطابق با ریسک را حداکثر می کند، نگهداری نمی نمایند. در عوض، سرمایه گذاری های آن ها اهداف سیاسی- دولتی را بیش از اهداف پوشش های بازنشستگی منعکس می نماید. باید توجه نمود که دولت ها ممکن است در صندوق های بازنشستگی خصوصی هم دخالت کنند، اما اثر آن بسیار کمتر است، چرا که مدیران خصوصی پاسخگوی عملکرد خویش هستند. صندوق های بازنشستگی اختیاری و خصوصی اغلب محدودیت های خاصی بر سرمایه گذاری و مخارج خود دارند. مدیران خصوصی در طرح های اجباری گاهی با مقررات مداخله گر مواجه می شوند و اغلب باید تسلیم محدودیت های صریحی شوند که بر نوع دارایی هایی که می توانند خریداری نمایند اعمال می گردد. این محدودیت ها می تواند رقابت را کاهش داده و صندوق های خصوصی را مجبور به سرمایه گذاری به دلخواه دولت نماید.

۱-۴- گزینه های سرمایه گذاری محدود در کشور

بازارهای سهام و اوراق قرضه فاقد نقدینگی یا غیرحقیقی می توانند مانع دیگری برای مدیران صندوق های بازنشستگی دولتی (یا خصوصی) باشند. این مسئله، علی الخصوص در کشورهای در حال توسعه که صندوق دولت ممکن است بزرگترین سرمایه گذار در کشور باشد، صدق می کند. به عنوان مثال دارایی های صندوق احتیاط کارکنان سریلانکا (EPF) در اواخر دهه ۹۰، برابر با اندازه بازار سهام بود و تصمیمات سرمایه گذاری آن به تنهایی می توانست بازار را جابجا کند.

در برخی کشورها، در زمینه قوانین، تعریف حقوق مالکیت و زیرساختار مالی پایه، استانداردهای حداقلی نیز وجود ندارد. نمونه های فاقد ریسک موجود نیست، زیرا دولت ممکن است در پرداخت اصل و فرع سود بدهی های خود قصور نماید و یا در ایجاد اطمینان از بقای سیستم بانکی شکست بخورد.

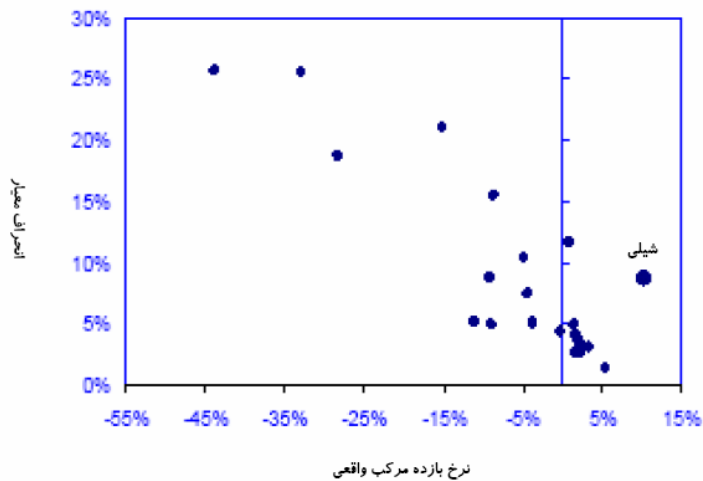
۲-۴ بازده ها و ریسک های سرمایه گذاری

شاید مهم ترین و تنها شاخص چگونگی مدیریت ذخایر بازنشستگی دولتی نرخ بازده باشد. متأسفانه، اطلاعات اکثر کشورها در دسترس نیست و اگر باشد، قابل مقایسه نیست. مثلاً، روش های ارزش گذاری متفاوت است، چرا که اکثر کشورها، ارزش های دفتری را به جای تطبیق با ارزش بازار برمی گزینند.

شکل ۱، نرخ بهره مرکب سالانه و انحراف معیار آن ها را برای طرح های تحت مدیریت دولت در ۲۲ کشور مفروض و بخش مستمری خصوصی شیلی را نشان می دهد. نیمی از این نمونه، در ایجاد بازده های واقعی مثبت شکست خورده اند و در سایر موارد اغلب بین ۲-۱

درصد بوده اند. تنها صندوق های احتیاط مالزی و طرح اندوخته گذاری جزئی مزایای معین گره اند که نرخ بازده واقعی بیش از ۳ درصد داشته اند. بهترین عملکرد مربوط به کره با حدود ۵,۴ درصد بازده سالانه بوده است. بدترین بازدهها دراوگاندا (۵,۵- درصد)، پرو (۶,۶- درصد) و زامبیا (۵,۳- درصد) مشاهده شده است.

شکل ۱- بازده ها و ریسک سالانه



نکته قابل بحث در شکل ۱، ارتباط غیرعادی بین ریسک و بازده است. به طور نرمال، ریسک بالاتر با نرخ بازده بلندمدت بیشتر مرتبط است، در حالی که در این جا عکس این مطلب صدق می کند.

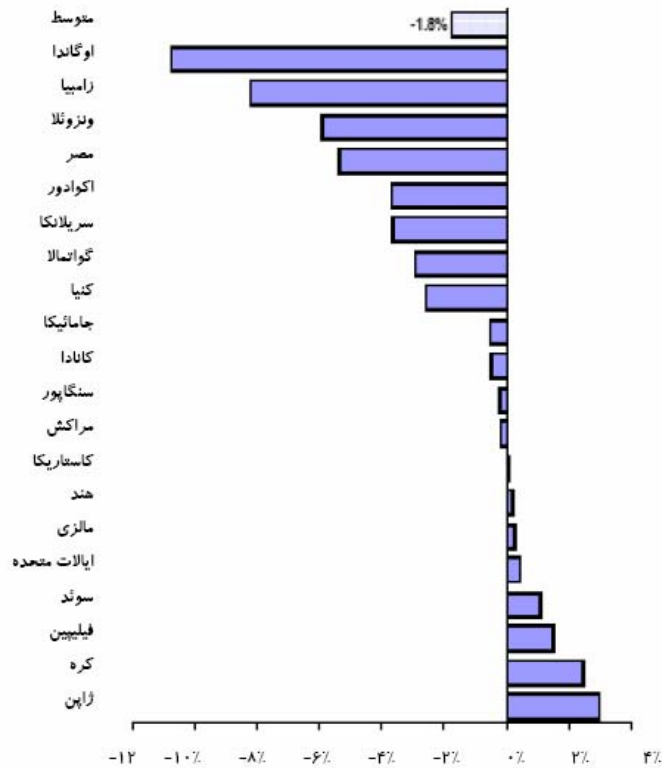
برای این که تصویر واضح تری داشته باشیم، می توانیم بازده های مربوط به طرح های بازنشستگی در هر کشور را در همان دوره با کم کردن نرخ بازده سپرده های بانکی نرمال سازیم. این امر کمک می کند که برخی عوامل خاص کشورها را کنترل نموده و نمونه خامی برای گزینه های سرمایه گذاری در دسترس داشته باشیم. نتیجه این مسئله در شکل ۲ نشان داده شده است.

تغییر زیادی در نمونه مشهود است. با محاسبه یک میانگین ساده،

بازده ها ۱,۸ درصد بیشتر از نرخ سپرده های بانکی هستند. ۴ کشور سوئد، فیلیپین، کره و ژاپن بازده هایی بیش از ۱ درصد بالاتر از نرخ سپرده های بانکی است. این میزان در ژاپن و کره به ترتیب ۳ و ۲,۵ درصد است. اغلب این بازده ها به وضوح پایین تر از نرخ بازده های کوتاه مدت هستند. بدتر از آن این که، این صندوق ها اگر همه پول خود را در سپرده های بانکی ذخیره می کردند، حدود ۴ تا ۱۰ درصد بیش از این میزان به طور سالانه بازده داشتند. حتی بدتر از آن، این که کارکنان این کشورها برای دستیابی به این بازده های ضعیف، ریسک های پایین تری نداشتند. تغییرات نرخ های بازده سپرده های بانکی در همان حد یا حتی کمتر از تغییرات بازده های صندوق بازنشستگی بودند. شکل ۲ نشان می دهد که بازده اکثر این کشورها حتی کمتر از آن چه افراد می توانستند از نگهداری وجوه خود در بانک به دست آورند بوده است.

در ارزیابی شکاف بین بازده های واقعی و بالقوه می توان به رشد درآمدها به عنوان یک نمونه ناهموار اشاره نمود. در یک اقتصاد پویا، بازده سرمایه بالاتر از رشد دستمزدها طی افق زمانی بلندمدت است.

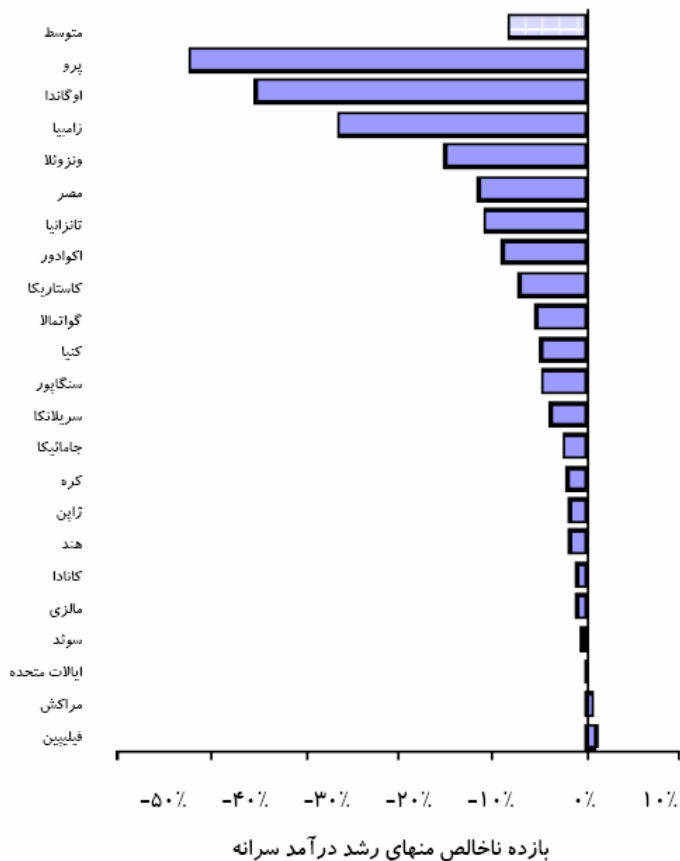
شکل ۲- بازده منهای نرخ های سپرده بانکی



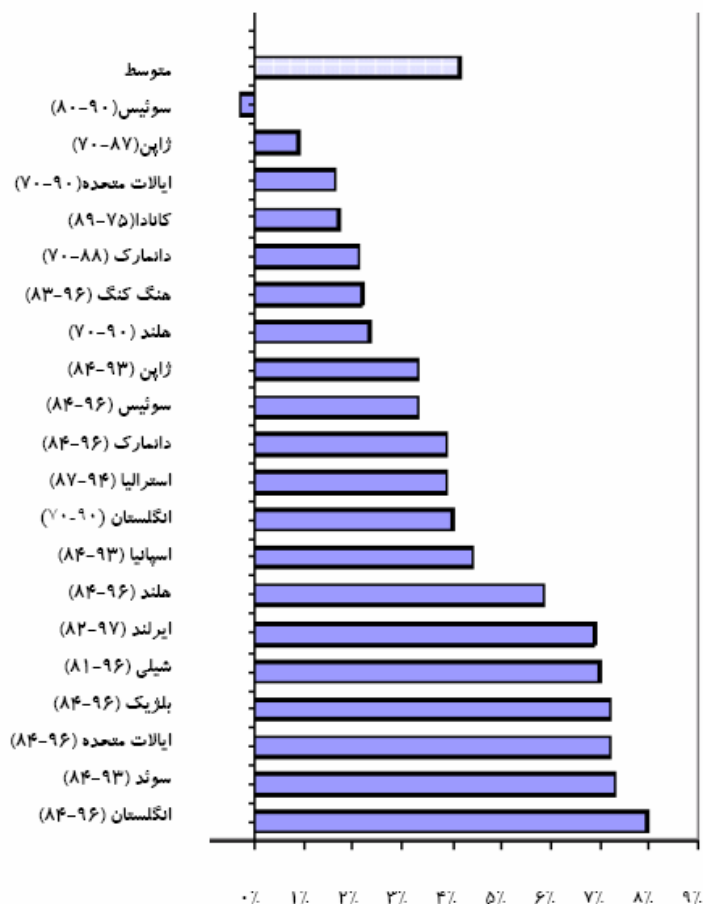
بنابراین، بازده های موجود برای صندوق های بازنشستگی تحت مدیریت دولت از یک پرتفوی متنوع، باید بیش از رشد دستمزدها باشد. حفظ این ارتباط در صورتی که طرح بازنشستگی بخواهد نرخهای جایگزینی معقولی ایجاد نماید مهم است.

شکل ۳ نشان می‌دهد که تنها دو طرح بازنشستگی تحت مدیریت دولت، بازده‌هایی بیش از نرخ دستمزد سرانه طی دوره مورد پرسش ایجاد نموده‌اند. تنها در فیلیپین و مراکش، بازده‌ها بیش از رشد دستمزدها بوده و این حاشیه بسیار کوچک بوده است. در نیمی از این نمونه، تفاوت نسبت به رشد درآمد بیش از ۳ درصد بوده است.

شکل ۳- بازده منهای رشد دستمزدها در صندوق‌های بازنشستگی دولتی



در عوض، نرخ های بازده صندوق های بازنشستگی خصوصی تقریباً همیشه بیش از رشد درآمدها در بلندمدت بوده است. شکل ۴، این تفاوت را حدود ۲ درصد بیشتر از نرخ رشد درآمدها نشان می دهد. نرخ های بازده صندوق های تحت مدیریت خصوصی در سوئد و ژاپن به ترتیب ۳ و ۵ درصد بیش از همتایان بخش دولتی بوده است.



بازده ناخالص منهای رشد درآمد سرانه

۳-۴ عملکرد ضعیف صندوق های بازنشستگی دولتی

علت مستقیم عملکرد پایین این صندوق ها پیش از این اشاره شده است: از دخالت دولت در سرمایه گذاری ها شامل تحمیل اهداف توسعه ای و اجتماعی بر صندوق های بازنشستگی گرفته تا اجبار صندوق های بازنشستگی به تأمین کسری ها یا زیان های شرکت های دولتی در نرخ های بهره ای کمتر از آنچه در بازار موجود است. امتناع از سرمایه گذاری خارجی، چالش عمده دیگری برای مدیران صندوق بازنشستگی دولتی است که سعی در متنوع نمودن ریسک خاص کشورها دارند.

با نرمال نمودن بازده ها در میان صندوق های بازنشستگی تحت مدیریت دولت، نتایج هنوز بسیار متفاوت است. این مسئله بیان می کند که عوامل دیگری ناکارایی عمومی که بر مدیریت دولتی تأثیر می گذارد را تشدید یا تخفیف می نماید. سؤال کلیدی این است که چرا بعضی کشورها بهتر از دیگران عمل می کنند؟

توضیح عملکرد صندوق های بازنشستگی خصوصی، بر تخصیص استراتژیک دارایی ها تمرکز دارد. این تصمیمات، بیش از ۹۰ درصد تغییرات در بازده های منطبق با ریسک در میان صندوق های بازنشستگی خصوصی را توضیح می دهد. در صندوق های بازنشستگی دولتی، این تصمیمات شدیداً به خاطر الزامات و محدودیت های تحمیل شده بر مدیران صندوق ها می باشد. تصمیمات تخصیص دارایی ها اغلب سیاسی بوده و بسیار کم بر اساس به کارگیری تئوری پرتفوی بوده است.

به طور خلاصه مشکل این جاست که سیاست سرمایه گذاری با انگیزه های سیاسی مرتبط است. تفاوت های عملکردی که در میان کشورها دیده شده، اکثراً به نبود شفافیت مرتبط است که به صندوق

اجازه می دهد اهدافی به جز تعهدات بازنشستگی را در پیش گیرد. کیفیت حاکمیت^۱ (سازمان کار حاکم بر طرح ها)، عامل دیگر این عملکرد ضعیف را منعکس می نماید، اخیراً حاکمیت خوب با نتایج توسعه ای مثبت در میان کشورها مرتبط شناخته شده است. برعکس، کشورهایی که به لحاظ وجود بوروکراسی و فساد اداری ضعیف قلمداد می شوند، استانداردهای زندگی بدتری دارند.

بنابراین به دنبال مباحث پیشین برای بررسی تأثیر حاکمیت بر عملکرد صندوق های بازنشستگی، مطالعه ای انجام گرفت و مفروضات زیر در نظر گرفته شد:

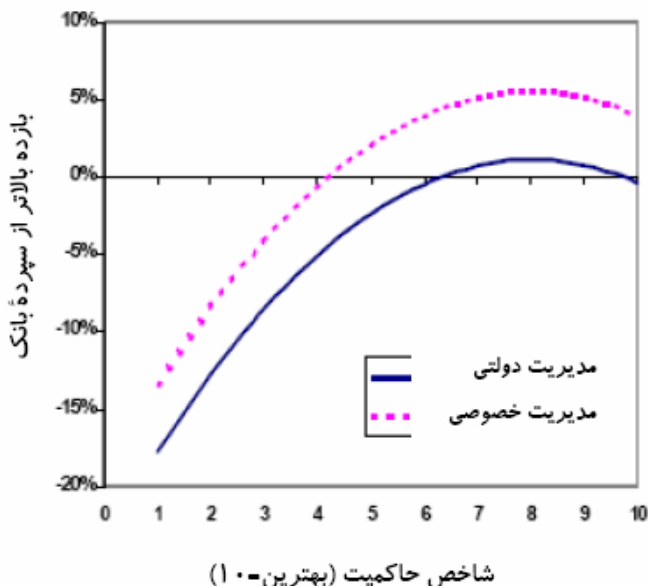
✓ سطح حاکمیت در یک کشور بر عملکرد صندوق بازنشستگی کشور اثرگذار است؛

✓ در کل یک « تأثیر مدیریت دولتی » وجود دارد که به نوبه خود بازده ها را کاهش می دهد.

این مطالعه از بازده های ناخالص منهای نرخ بهره سپرده های بانکی به عنوان متغیر وابسته استفاده نمود. معیار حاکمیت میانگینی از سه شاخص (۱) کارایی سیستم قانونی (Judiciary)؛ (۲) میزان تشریفات زائد اداری و (۳) فساد اداری بوده است. فرض خاص این است که حاکمیت ضعیف منجر به فساد اداری و سرمایه گذاری های سیاسی می شود که به بازده های ضعیف می انجامد.

نمونه مورد استفاده داده هایی از نرخ بازده خالص منهای نرخ بازده سپرده های بانکی در ۱۶ کشور است که نتایج آن در شکل ۵ نشان داده شده است. در ۱۴ مورد از این ۱۶ کشور، نتایج مشابه برای طرحهای بازنشستگی خصوصی موجود بوده است.

شکل ۵- حاکمیت و بازده طرح های بازنشستگی



نتیجه این مطالعه این است که کشورهایی که از لحاظ حاکمیت رتبه بهتری دارند، بازده های بیشتری دارند، گرچه مدیریت دولتی آن ها را پایین تر می آورد. میزان این دو اثر در شکل ۵ دیده می شود و نشانگر آن است که اثر حاکمیت بالاست.

تفاوت بین خطوط موازی در شکل ۵، به خاطر تأثیر مدیریت دولتی است. مدیریت خصوصی، بازده هایی که حدود ۴,۳ درصد بالاتر از طرح های تحت مدیریت دولتی است تولید می نماید و البته این ارزیابی پس از در نظر گرفتن شاخص حاکمیت صورت گرفته است. به عبارت دیگر، مدیریت دولتی موجب عملکرد ضعیف سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی می شود.

شکل ۵ نشان می‌دهد که طرح‌های تحت مدیریت خصوصی، در کشورهایی با رده حاکمیت بالا یا متوسط، بازده‌های معقولی ایجاد می‌نمایند. در کشورهایی که رتبه ۷ یا بالاتر دارند، بازده‌های خصوصی به اندازه ۴ درصد بیش‌تر از سپرده‌های بانکی اند. از سوی دیگر، کشورهایی با حاکمیت ضعیف‌تر (زیر ۴) حتی در بخش خصوصی هم بازده معقولی ایجاد نمی‌نمایند.

۴-۴- صندوق‌های بازنشستگی خصوصی - دارایی‌ها و تخصیص دارایی‌ها

به دلیل نقش مهم صندوق‌های بازنشستگی خصوصی و عملکرد مناسب آن‌ها، در این بخش به مطالعه دارایی‌ها، ترکیب پرتفوی و بازده این صندوق‌ها در برخی از کشورها می‌پردازیم. مقدار کل دارایی‌ها در صندوق‌های بازنشستگی تحت مدیریت خصوصی به طور چشم‌گیری بین کشورهای مختلف متفاوت است (جدول ۲). این انحرافات اندازه اقتصاد و همچنین عوامل مرتبط با طراحی سیستم بازنشستگی (مانند نرخ حق بیمه)، سطوح پوشش و بلوغ سیستم را منعکس می‌نمایند. در پایان سال ۲۰۰۵، دارایی‌های کل در ۲۳ کشور مورد مطالعه به اندازه ۱۶,۵ میلیارد دلار برآورد شده است.

جدول ۲- دارایی صندوق های بازنشستگی تحت مدیریت بخش خصوصی، ۱۹۹۵-۲۰۰۵

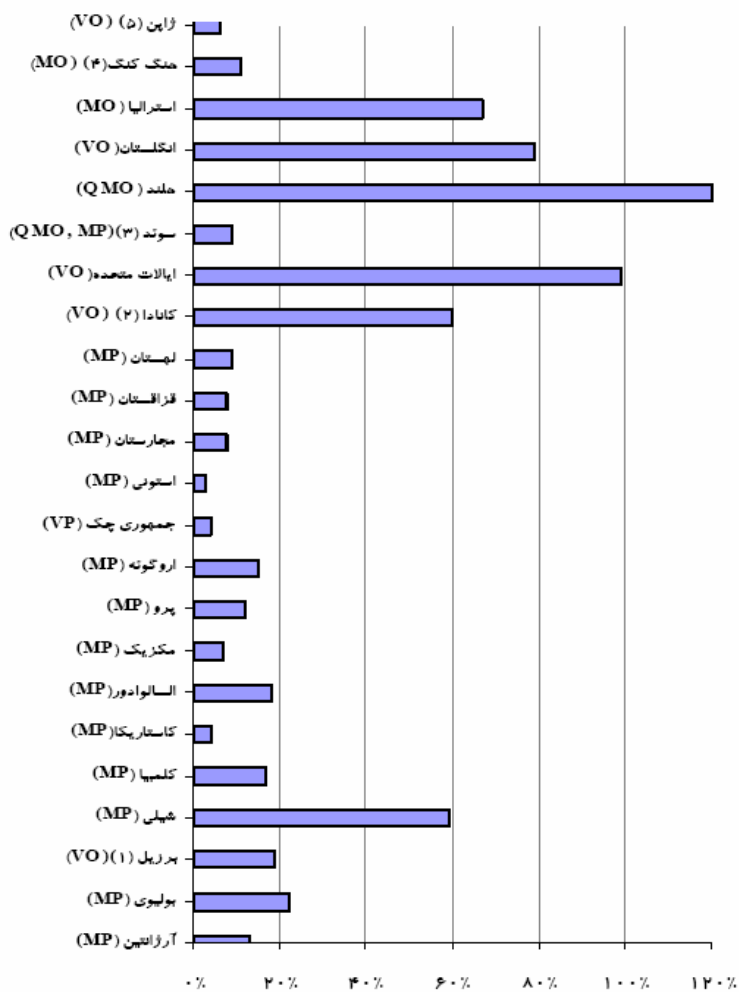
کشور	دارایی (میلیون دلار)				
	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۲	۲۰۰۰	۱۹۹۵
کشورهای آمریکای لاتین					
آرژانتین (MP)	۲۲.۵۶۵	۱۸.۲۳۸	۱۱.۴۰۹	۲۰.۳۸۱	۲.۴۹۷
بولیوی (MP)	۲.۰۶۰	۱.۷۱۶	۱.۱۴۴	۸۴۲	
برزیل (VO)(1)	۱۳۷.۵۵۸	۱۰۵.۱۹۴	۵۴.۴۷۵	۷۳.۸۹۹	۷۶.۹۹۲
شیلی (MP)	۷۴.۷۵۶	۶۰.۷۹۹	۳۵.۵۱۵	۳۵.۸۸۶	۲۵.۱۴۳
کلمبیا (MP)	۱۶.۰۱۵	۱۱.۰۷۵	۵.۴۸۲	۳.۵۸۴	۲۶۶
کاستاریکا (MP)	۷۱۱	۴۷۴	۱۳۸		
السالوادور (MP)	۲.۸۹۶	۲.۱۴۸	۱.۰۹۷	۴۸۲	
مکزیک (MP)	۵۵.۲۰۵	۴۳.۰۲۳	۳۱.۷۴۸	۱۷.۰۱۲	
پرو (MP)	۹.۳۹۷	۷.۸۴۴	۴.۵۲۷	۲.۷۵۲	۵۸۳
اروگوئه (MP)	۲.۱۵۳	۱.۶۷۸	۸۹۳	۸۱۱	
کشورهای آسیای میانه و اروپای شرقی					
جمهوری چک (VP)	۵.۱۵۲	۳.۸۸۶	۲.۰۵۳	۱.۱۷۲	
استونی (MP)	۳۷۰	۲۱۳	۱۵		
مجارستان (MP)	۹.۳۳۶	۶.۹۸۹	۲.۹۷۶	۶۲۶	
قزاقستان (MP)	۴.۸۴۷	۳.۸۳۳			
لهستان (MP)	۲۶.۵۱۳	۱۷.۱۴۰	۸.۰۸۷	۲.۳۳۷	
کشورهای آمریکای شمالی					
کانادا (VO)	۶۸۲.۹۶۶	۵۴۱.۵۴۲	۳۴۱.۷۷۷	۴۰۹.۸۹۴	۲۵۱.۳۲۲
ایالات متحده (VO)	۱۲.۳۴۸.۱۲۵	۱۱.۶۳۸.۰۷۰	۸.۷۶۴.۰۴۰	۱۰.۱۶۳.۲۱۰	۶.۱۰۲.۵۹۹
کشورهای اروپایی					
سوئد (QMO, MP)(۳)	۳۳.۲۱۱	۲۶.۳۷۳	۱۸.۵۴۲		
هلند (QMO)	۷۳۹.۹۸۴	۷۳۳.۹۱۱	۴۴۸.۰۲۱	۴۳۵.۳۸۰	۲۰۱.۴۹۶
انگلسان (VO)	۱.۷۶۳.۷۶۲	۱.۴۶۷.۱۱۸	۹۷۸.۹۰۳	۱.۱۴۲.۸۲۵	۷۸۹.۰۶۳
کشورهای آسیا و اقیانوسیه					
استرالیا (MO)	۴۷۷.۳۶۶	۴۱۶.۴۲۴	۲۱۰.۴۰۲	۱۹۰.۵۹۵	۱۱۵.۹۰۲
هنگ کنگ (MO) (۴)	۱۹.۴۶۵	۱۵.۴۵۶	۷.۰۵۹		
ژاپن (VO) (۵)		۲۵۸.۹۳	۳۸۰.۰۰۶	۴۶۵.۷۷۶	۳۷۸.۷۷۸

MP(Mandatory Personal) - طرح های انفرادی اجباری VP (Voluntary Personal) - طرح های انفرادی اختیاری
 MO (Mandatory Occupational) - طرح های شغلی اجباری VO (Voluntary Occupational) - طرح های شغلی اختیاری
 QMO(Quasi-Mandatory Occupational) - طرح های شغلی نیمه اجباری

منبع : OECD

شکل ۷ میزان دارایی های صندوق های بازنشستگی خصوصی به صورت درصدی از اندازه اقتصادی را نشان می دهد. با توجه به شکل، صندوق های بازنشستگی خصوصی در هلند با دارایی هایی حدود ۱۲۰ درصد تولید ناخالص داخلی، بزرگترین صندوق های بازنشستگی خصوصی هستند. پس از آن سیستم شغلی اختیاری در ایالات متحده قرار دارد که دارایی های آن برابر ۹۹٪ تولید ناخالص داخلی است .

شکل ۷- دارایی صندوق های بازنشستگی خصوصی به صورت درصدی از GDP (۲۰۰۵)

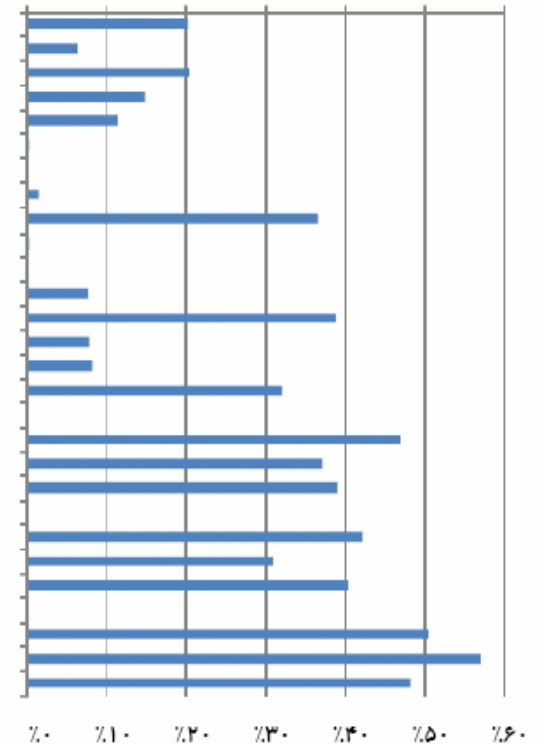


منبع: OECD

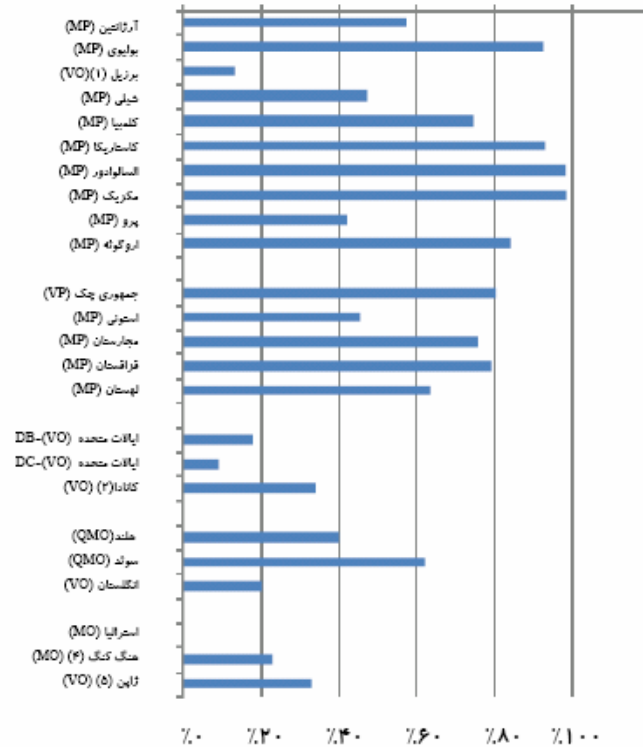
تخصیص دارایی‌ها، پراکندگی وسیعی در میان کشورهای مختلف مورد مطالعه نشان می‌دهد. برخی طرح‌های بازنشستگی کل پرتفوی خود را در اوراق بهادار با درآمد ثابت نگهداری می‌نمایند در حالی که سایر صندوق‌ها یا اصلاً از این اوراق استفاده نمی‌نمایند یا سهم کمی برای آن‌ها در نظر می‌گیرند. سرمایه‌گذاری سهام نیز گستره بسیار متفاوتی دارد که از صفر درصد تا تقریباً ۶۰ درصد را در بر می‌گیرد. همین امر در مورد سرمایه‌گذاری خارجی نیز صدق می‌نماید. شکلهای ۸ و ۹ دارایی‌های بازنشستگی سرمایه‌گذاری شده در سهام و اوراق قرضه را در کشورهای متفاوت نشان می‌دهد.

این تفاوت در تخصیص دارایی‌ها می‌تواند در طرح‌های شغلی مزایای معین (DB) به ساختار بدهی آن مربوط باشد، درحالی که در طرحهای شخصی مشارکت معین (DC)، تفاوت‌ها عمدتاً به واسطه مقررات سرمایه‌گذاری در هر کشور ایجاد می‌گردد. سایر متغیرهای اثرگذار بر تخصیص استراتژیک دارایی‌ها، عواملی چون ساختار سنی اعضا، دلایل تاریخی، ترجیحات خود حامی یا بازده موردانتظار بازار سرمایه می‌باشد. جدول ۳ و شکل ۱۱ و ۱۲، دارایی‌ها و ترکیب آنها را در ۲۰۰ طرح اول مزایای معین و مشارکت معین ایالات متحده نشان می‌دهد.

شکل ۹- ساختار دارایی‌ها : درصد کل دارایی‌های اختصاص یافته به سهام

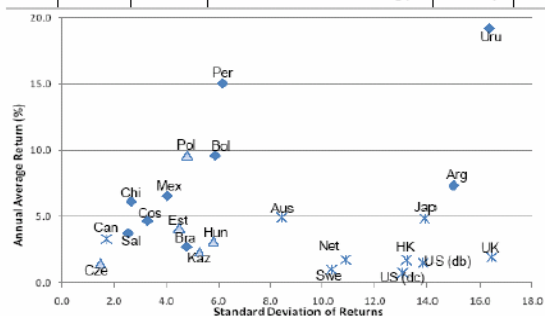


شکل ۸- ساختار دارایی‌ها : درصد کل دارایی‌های اختصاص یافته به اوراق قرضه (دولتی و خصوصی)



شکل ۱۰ - متوسط بازده سالیانه و انحراف معیار (دسامبر ۲۰۰۰ تا دسامبر ۲۰۰۵)

انحراف معیار	میانگین هندسی	نام کشور
<i>کشورهای آمریکای لاتین</i>		
۱۵	۷.۳	Arg آرژانتین (MP)
۵.۹	۹.۶	Bol بولیوی (MP)
۴.۸	۲.۷	Bra برزیل (۱)(VO)
۲.۷	۶.۱	Chi شیلی (MP)
۳.۳	۴.۶	Cos کاستاریکا (MP)
۲.۵	۳.۷	Sal السالوادور (MP)
۴	۶.۵	Mex مکزیک (MP)
۶.۱	۱۵	Per پرو (MP)
۱۶.۴	۱۹.۲	Uru اروگوئه (MP)
<i>کشورهای آسیای میانه و اروپای شرقی</i>		
۱.۵	۱.۵	Cze جمهوری چک (VP)
۴.۵	۴.۱	Est استونی (MP)
۵.۸	۳.۱	Hun مجارستان (MP)
۵.۳	۲.۳	Kaz قزاقستان (MP)
۴.۸	۹.۶	Pol لهستان (MP)
<i>کشورهای آمریکای شمالی</i>		
۱.۷	۳.۳	Can کانادا (VO)
۱۳.۹	۱.۵	US(DB) ایالات متحده (DB)-(VO)
۱۳.۱	۰.۷	US(DC) ایالات متحده (DC)-(VO)
<i>کشورهای اروپای شرقی</i>		
۱۰.۹	۱.۷	Net هلند (QMO)
۱۰.۴	۱.۰	Swe سوئد (QMO)
۱۶.۵	۱.۹	UK انگلستان (VO)
<i>کشورهای آسیا و اقیانوسیه</i>		
۸.۴	۴.۹	Aus استرالیا (MO)
۱۳.۲	۱.۷	HK هنگ کنگ (۴) (MO)
۱۳.۹	۴.۸	Jap ژاپن (۵) (VO)



جدول ۳- دارایی های ۲۰۰ طرح اول DB و DC در ایالات متحده و ترکیب پرتفوی آن ها
(مبالغ به میلیارد دلار)

پایان سال ۲۰۰۸		پایان سال ۲۰۰۷		شرح
۳,۶۷۷		۴,۴۰۴		دارایی های ۲۰۰ طرح اول مزایای معین (DB)
۱,۰۳۰		۱,۱۹۴		دارایی های ۲۰۰ طرح اول مشارکت معین (DC)
میزایای معین		میزایای معین		
درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	
۳۴,۶	۱,۲۷۲,۲	۳۹,۹	۱,۷۵۷,۲	سهام داخلی (Domestic equity)
۲۶,۱	۹۵۹,۷	۲۳,۷	۱,۰۴۳,۷	درآمد ثابت ^{۴۸} داخلی (International equity)
۱۷,۲	۶۳۲,۴	۱۹,۹	۸۷۶,۴	سهام بین المللی (International equity)
۱,۶	۵۸,۸	۱,۸	۷۹,۳	درآمد ثابت بین المللی (International fixed income)
۱,۵	۵۵,۱	۱,۴	۶۱,۶	نقد (Cash)
۷,۸	۲۸۶,۸	۵,۱	۲۲۴,۶	سهام خصوصی ^{۴۹} (Private equity)
۷,۰	۲۵۷,۴	۴,۸	۲۱۱,۴	سهام املاک و مستغلات (Real estate equity)
۰,۶	۲۲	۰,۵	۲۲	اوراق قرضه رهنی (Mortgage)
۳,۶	۱۳۲,۴	۲,۹	۱۲۷,۷	سایر (Other)
مشارکت معین		مشارکت معین		
درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	
۴۴,۹	۴۶۲,۵	۵۲,۴	۶۲۵,۶	سهام داخلی (Domestic equity)
۸,۷	۸۹,۶	۱۰,۷	۱۲۷,۷	سهام بین المللی (International equity)
۹,۹	۱۰۲	۸,۵	۱۰۱,۵	درآمد ثابت (Fixed income)
۱۵,۸	۱۶۲,۷	۱۲,۶	۱۵۰,۴	ارزش ثابت ^{۵۰} (Stable value)
۱۶,۴	۱۶۸,۹	۱۱,۸	۱۴۰,۹	نقد (Cash)
۴,۳	۴۴,۳	۴,۰	۴۸	سایر (Others)

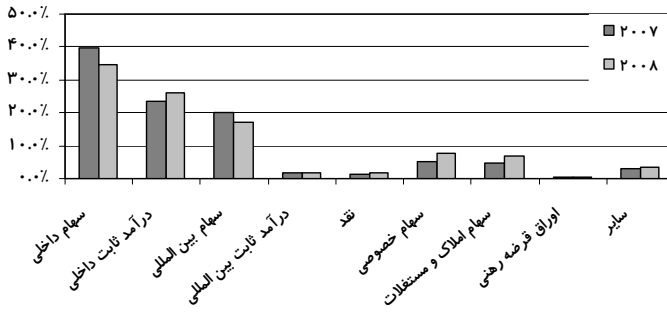
منبع: سایت Investment & Pension

^{۴۸} درآمد ثابت (Fixed Income): نوعی از سرمایه گذاری که بازده را به صورت پرداخت های دوره ای ثابت و بازگشت سرمایه را در سررسید معین فراهم می آورد. به عبارت دیگر پرداخت های اوراق بهادار با درآمد ثابت از پیش معین است. عموماً این نوع داراییها به علت ضمانت درآمد، بازده پایین تری دارند. مثال: اوراق قرضه دولتی با نرخ ثابت ۵٪

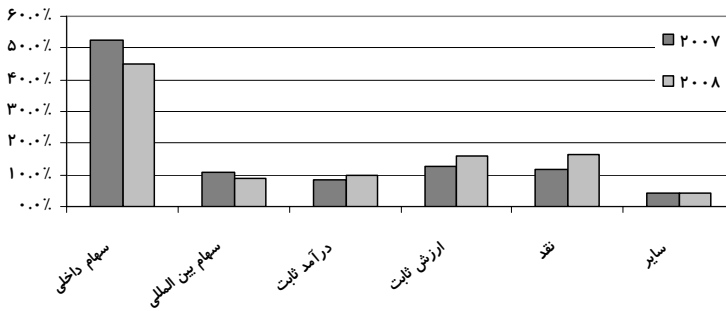
^{۴۹} سهام خصوصی (Private Equity): سرمایه گذاری به طور مستقیم در شرکت های خصوصی یا خرید کلی شرکتهای عمومی و خارج نمودن آن ها از بورس انجام می گیرد. در این نوع سرمایه گذاری هدف بازسازی ساختار شرکتهایی که انتظار سوددهی آنها در سال های آینده وجود دارد و کسب سود زیاد حاصل از فروش آن ها می باشد. از این رو سرمایه مورد نیاز این بازار از طریق سرمایه گذاران نهادی و سرمایه گذاران معتبری تأمین می گردد که می توانند مبالغ هنگفت پول برای مدت زمان طولانی فراهم آورند.

^{۵۰} ارزش ثابت (stable value): این سرمایه گذاری ها خصوصیات ریسک/بازده منحصر بفرد دارند. این دارایی ها که ماهیت درآمد ثابت دارند در دسترس مشترکین طرح های مشارکت معین، برخی صندوق های سرمایه گذاری مشترک، طرحهای تقسیم سود و دو سوم طرحهای (k) ۴۰۱ هستند. علیرغم سایر سرمایه گذاری ها، آن ها به سرمایه گذاران اطمینان حفظ اصل و سود تجمعی داراییها را ارائه می نمایند. افراد سودی معادل سود اوراق قرضه شرکتی با رتبه میانه دریافت می نمایند اما بدون ریسک بازار مرتبط با آنها. در مقایسه با صندوق های بازار پول، سرمایه گذاری های ارزش ثابت همان ثبات را دارند اما متوسط بازده بالاتری ایجاد می نمایند.

شکل ۱۱- ترکیب پرتفوی ۲۰۰ طرح اول DB در ایالات متحده



شکل ۱۲- ترکیب پرتفوی ۲۰۰ طرح اول DB در ایالات متحده



نتایج

بر اساس مطالب عنوان شده در این مقاله می توان رؤوس اصلی یک سرمایه گذاری مناسب جهت صندوق های بازنشستگی را به صورت زیر عنوان نمود :

ارگانی که امور اداره یک طرح تأمین اجتماعی را عهده دار می گردد (چه یک وزارتخانه دولتی باشد و چه یک ارگان مستقل) باید برای انجام اقدامات لازم درجهت رسیدگی به وظیفه قانونی خود و اجرای طرح تأمین اجتماعی از اختیار کافی برخوردار گردد، در معرض کمترین مداخله یا نفوذ سیاسی ممکن قرارداشته و مسئولیت تضمین رعایت مقررات مربوط به ایجاد طرح تأمین اجتماعی ذیربط و حفظ منافع اعضا و ذینفعان طرح را تقبل نماید.

← هیئت (هیئت های) حاکمه طرح تأمین اجتماعی و یامؤسسه سرمایه گذار باید برای گسترش سیاست سرمایه گذاری و راهبرد سرمایه گذاری، توصیه این موارد به هیئت (هیئت های) حاکمه، رسیدگی به اجرای این موارد و ارزیابی اثر بخش این موارد ، یک کمیته سرمایه گذاری مسئول رامنصوب کنند.

← جهت اطمینان از انجام مسئولیت پاسخگویی هیئت های حاکمه باید در فرایندهای انتخاب اعضا؛ اتخاذ تصمیمات؛ تشکیل جلسات منظم؛ و افشای تصمیمات و اطلاعات برای اعضا ، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع از جمله اطلاعات مربوط به چگونگی تأمین مالی و وضعیت مالی آن فرآیندهای شفاف وجود داشته باشند.

← مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی سرمایه گذاری ها نیز می توانند مدنظر باشد . اما این مورد باید در ذیل اهداف اساسی ایمنی و سودآوری قرار گیرد. همینطور، برای تعیین شرایط و میزان توجه به فرآیند مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی باید ضوابط روشنی وجود داشته باشد . در جائیکه سرمایه گذاری از طرف دولت و یا هیئت حاکمه طرح تامین اجتماعی در یک زمینه ویژه دارای مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی مفید تلقی می شود در حالیکه بازده احتمالی حاصله پایین تر از بازده عادی بازار قرارداد سرمایه گذاری مذکور باید بگونه ای ساماندهی شود که برای اجتناب از تداخل با مسئولیت های طرح تامین اجتماعی در مورد وجوه امانی ، از محل سایر منابع دولت یارانه مربوطه اختصاص داده شود.

← مؤسسه سرمایه گذار هراصولی را بپذیرد وجود مدیران شایسته و درستکار برای اجرای آن اصول ضرورت دارد . از این نظر ، اطمینان از شایستگی و کمال مدیران لازم است (از طریق به کارگیری آزمون های استخدام مناسب و یا برقراری استانداردهای عملکرد و رفتار).

← جهت صندوقهای بازنشستگی مختلف سیاست های سرمایه گذاری مشابهی نمی توان اتخاذ کرد، بلکه با توجه به ویژگی های خاص هر صندوق باید در مورد ترکیب دارایی ها و ریسک و بازده خاصی هدف گذاری نمود. به عنوان مثال، بر اساس این که چه کسی ریسک سرمایه گذاری را تقبل می نماید، برای طرح های مزایای معین و مشارکت معین استراتژی های مختلف در نظر گرفت و یا با فرض مدت بدهی های متفاوت، منطقی است که صندوق های نابالغ عمدتاً در سهام سرمایه گذاری کنند (که جریان نقدی آنها سررسید بلندمدت دارند)، صندوق های بالغ در ترکیبی از سهام و

اوراق قرضه و صندوق هایی که به دوره پایان خود نزدیک می‌شوند اغلب در اوراق قرضه (که جریان نقدی آن‌ها سررسید کوتاه مدت دارند) سرمایه گذاری نمایند.

← در مقرراتی که بر سرمایه گذاری صندوق‌ها تحمیل می‌شود باید تعادل حفظ شود، بدین معنا که از سیاست‌های شخص دوراندیش و محدودیت‌های کمی بر دارایی‌های صندوق بازنشستگی به طور متناسب استفاده گردد. این امر موجب می‌شود که تصمیمات سرمایه گذاری بهینه‌ای اخذ گردد که نهایتاً به نفع مشترکین و ذی‌نفعان صندوق بازنشستگی تمام می‌شود. استفاده بیش از حد از محدودیت‌های کمی بر دارایی‌ها ممکن است دخالت‌های سیاسی در سرمایه گذاری وجوه صندوق و بازده‌های پایین را موجب گردد یا تکیه بر قوانین فرد دوراندیش و عدم اعمال محدودیت بر ترکیب دارایی‌ها ممکن است به سرمایه گذاری‌های پرریسک یا مولد ریسک تضاد منافع بیانجامد که امنیت درآمد بازنشستگی مشترکین را به خطر می‌اندازد. هرچند ادعا می‌شود که اگر اصول فرد دوراندیش به تمامی برای کنترل سرمایه گذاری صندوق‌های بازنشستگی بکار رود می‌توان حداقل مقررات را بر صندوق‌ها اعمال نمود.

← روی آوردن به سرمایه گذاری‌های بین‌المللی به لحاظ متنوع سازی پرتفوی توصیه می‌شود که ریسک سرمایه گذاری‌ها را از لحاظ اقتصادی، سیاسی و جمعیتی کاهش می‌دهد، اما باید دقت نمود که این سرمایه گذاری‌ها در اوراق بهادار واجد شرایط انجام شود.

← تجارب کشورهایی که بازار مالی پیشرفته داشته و صندوقهای بازنشستگی خصوصی در آن ها قدمت زیادی دارد نشان می دهد که مدیریت خصوصی طرح های بازنشستگی عملکرد به مراتب بهتری نسبت به مدیریت دولتی داشته است. این مسئله شاید به عدم دخالت های سیاسی و رویه های افشای عمومی در این طرحها باز گردد. اما به هر دلیل موجب جلب اعتماد جوامع گردیده و اقبال فزاینده ای نسبت به این طرح ها در اکثر مناطق جهان به وجود آمده است. باید متذکر شد که هر چند به دلیل بحران مالی جهانی اظهار نظرهای منفی در مورد این طرح ها افزایش یافته است و زیان های زیادی نیز متوجه این طرح ها گردیده است، اما عملکرد این طرح ها طی سالیان طولانی فعالیتشان مثبت بوده است و نباید به قضاوت کوتاه مدت در مورد آن ها پرداخت. در هر حال با بروز بحران تمامی بخش های اقتصادی تحت تأثیر قرار می گیرد و این زیان منحصر به طرح های بازنشستگی خصوصی نبوده و حتی طرحهای دولتی نیز به مشکلات حادی دچار شده اند.

منابع

۱. رهنمودهای سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی تأمین اجتماعی (ISSA) ، ترجمه ابولقاسم نوروز طالقانی، مؤسسه حسابرسی صندوق بازنشستگی کشوری ۱۳۸۵
۲. Carpenter, Guy and Wyman, Oliver, **Employment condition: Western Europe :Germany**, Mercer, ۲۰۰۲/۲۰۰۸ edition
۳. Davis , E.Philip , **Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds** , ۲۰۰۱ , ISSN ۱۴۶۲-۵۸۰X
۴. Holzmann , Robert , Richard Hinz et al , **Old age income support in the ۲۱st century** , ۲۰۰۵ , ISBN --۸۲۱۴-۶۰۶--X
۵. Hu , Yy-Wei , **Pension fund investment and regulation – a macro-study** , ۲۰۰۵
۶. OECD , **OECD guidelines on pension fund asset management** , ۲۰۰۶
۷. OECD , **Survey of investment regulations of pension funds** , ۲۰۰۸
۸. Pension and investment-The international newspaper of money management , **www.pionline.com**
۹. Tapia , Waldo , **Comparing aggregate investment returns in privately managed pension funds** , ۲۰۰۸
۱۰. World Bank , **Public management :How well do governments invest pension reserves?** , ۲۰۰۰

درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی نقش اساسی در تأمین مالی طرح‌های بازنشستگی دارد و عدم دقت در سرمایه‌گذاری وجوه صندوق‌ها موجب مشکلات اساسی برای دولت‌ها می‌گردد. لذا کشورها با همکاری سازمانهای بین‌المللی از جمله انجمن بین‌المللی تأمین اجتماعی (ISSA) با تشکیل گروه‌های مطالعاتی به بررسی مقوله سرمایه‌گذاری صندوقها پرداخته و راه‌کارهای مختلف را در جهت صیانت از سرمایه‌گذاریها و کاهش خطرات ناشی از عدم انتخاب ریسک مناسب را ارائه نموده‌اند.

از آنجا که راه‌کارهای ارائه شده جهت صندوقهای بازنشستگی کشور نیز قابل توجه است، در این مجموعه رهنمودهای سرمایه‌گذاری انجمن بین‌المللی تأمین اجتماعی ISSA و تجارب سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در جهان به منظور بهره برداری مقتضی مورد بیان قرار گرفته است.



WWW.cspf.ir

info@cspf.ir

تهران: خیابان دکتر فاطمی - میدان جهاد - شماره ۵۵

تلفن : ۸۸۹۵۴۴۰۵-۰۲۱ (خط ۱۵)

تلفن گویا: ۸۸۹۶۸۴۳۰-۰۲۱ (خط ۴)

