

# بحران مالی و صندوق های بازنشستگی

« سوالات اساسی – تأثیرات و اقدامات »

تهیه و تنظیم: طیبه جلیلی

واحد مطالعات و تحقیقات بیمه ای  
موسسه حسابرسی  
صندوق بازنشستگی کشوری

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## پیش‌گفتار

بحران مالی جهانی، صدمات زیادی بر جنبه‌های مختلف اقتصاد و از جمله سیستم‌های بازنشستگی وارد نموده است. این بحران انواع مختلف سیستم‌های بازنشستگی اعم از دولتی و خصوصی، مزایای معین (DB) و مشارکت معین (DC)، اندوخته‌گذاری و فاقد اندوخته، اجباری و اختیاری را تحت تأثیر قرار داده و دولت‌ها و سیاست‌گذاران را به تفکر و چاره‌اندیشی در این زمینه واداشته است. در این راستا، سازمان‌های متولی امر تأمین اجتماعی و بازنشستگی شروع به مطالعه تأثیرات بحران بر این سیستم‌ها و ارائه راه‌حل‌های ممکن نموده‌اند. مقاله پیش‌رو که در دو بخش ارائه شده است، مطالعات اولیه و مستقل سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه (OECD) و بانک جهانی (WB) از تأثیر بحران در کشورهای تحت مطالعه خویش را منعکس می‌نماید. مقاله اول تأثیر بحران بر سیستم‌های بازنشستگی خصوصی کشورهای OECD را می‌سنجد و مقاله دوم به بیان تأثیر بحران بر طرح‌های بازنشستگی اجباری کشورهای مشترک‌المنافع جهانی و رویکردهای پیشنهادی کوتاه و میان‌مدت بانک جهانی در این زمینه می‌پردازد.

واحد مطالعات و تحقیقات بیمه‌ای

مؤسسه حسابرسی

صندوق بازنشستگی کشوری

اردیبهشت ۱۳۸۸

## فهرست

- بحران مالی و صندوق های بازنشستگی (کشورهای OECD) ..... ۱
- چکیده ..... ۲
- آثار بحران مالی برای پس اندازهای بازنشستگی افراد چیست؟ ..... ۲
- واکنش های محتمل در قبال بحران مالی چیست؟ ..... ۳
- ۱- آثار بحران مالی در بازنشستگی خصوصی ..... ۵
- ۲- آثار بحران مالی بر پس اندازهای بازنشستگی افراد ..... ۱۳
- ۳- واکنش به بحران مالی ..... ۱۶
- بحران مالی و صندوق های بازنشستگی (کشورهای مشترک بانک جهانی) ..... ۲۸
- چکیده ..... ۲۹
- تأثیر بحران مالی بر طرح های اندوخته گذاری شده مشارکت معین ..... ۳۱
- پاسخ های کوتاه مدت ..... ۳۹
- پاسخ های میان مدت ..... ۴۳
- ضمیمه ..... ۴۶

## **بحران مالی و صندوق های بازنشستگی (کشورهای OECD)**

منبع:

این مقاله در پنجمین شماره از خبرنامهٔ :  
**pension markets in focus**  
در بخش امور مالی سازمان همکاری های اقتصادی و توسعه  
در سال ۲۰۰۸ به چاپ رسیده است.  
**OECD, ۲۰۰۸, Special feature: private pensions and the  
۲۰۰۸ turmoil in financial markets, Pension markets  
in focus, issue ۵**  
برای دستیابی به نسخهٔ اصلی این مقاله به آدرس زیر مراجعه فرمایید:  
**<http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets>**

## چکیده

آشفته‌گی مالی که با بحران اولیه ایالات متحده در اواسط ۲۰۰۷ آغاز شد، صدمات زیادی بر ترتیبات بازنشستگی خصوصی وارد نموده است.

- تا پایان اکتبر ۲۰۰۸، کل دارایی صندوق های بازنشستگی در کشورهای عضو OECD، به میزان ۳۳۰۰ میلیارد دلار یا ۲۰ درصد نسبت به ماه دسامبر ۲۰۰۷ کاهش داشته است. با در نظر گرفتن سایر دارایی های بازنشستگی خصوصی، مانند آن دسته از داراییها که در حساب های انفرادی بازنشستگی (IRAs) ایالات متحده و طرح های بازنشستگی انفرادی مشابه در سایر کشورها وجود دارد، این زیان ها به حدود ۵۰۰۰ میلیارد دلار بالغ گردید.
- گرچه، عملکرد صندوق های بازنشستگی به دلیل بحران مالی منفی است، اما این صندوق ها به علت ماهیت وجودی شان، در افق زمانی بلندمدتی کارمی کنند و عملکرد آن ها نیز باید بر این اساس ارزیابی گردد. اگر به بازده های ۱۵ سال اخیر- تا اکتبر ۲۰۰۸- نگاهی بیاندازیم، هنوز تصویر مثبتی وجود خواهد داشت. برای مثال، متوسط نرخ بازده سالانه صندوق های بازنشستگی در این دوره در سوئد، ایالات متحده و انگلستان به ترتیب ۸٫۵ ، ۶٫۱ و ۶٫۱ درصد بوده است.

### آثار بحران مالی برای پس اندازهای بازنشستگی افراد چیست؟

- برای افرادی که به صندوق های بازنشستگی مشارکت معین حق بیمه می پردازند، تأثیر بحران مالی، عمیقاً به نحوه ترکیب داراییهای صندوق و سن اعضا بستگی دارد. کارکنان مسن تری که

سهام بیشتری دارند بیشترین تأثیر را می پذیرند. کارکنان جوان تر ممکن است از بازده های بالقوه بالاتر سرمایه گذاری در حق بیمه های آتی سود ببرند.

- در صندوق های بازنشستگی **مزایای معین**، مزایا بر مبنای حقوق افراد قرار دارند، بنابراین موضوع اصلی، بدتر شدن سطح توانگری<sup>۱</sup> (نسبت ارزش بازاری دارایی ها به ارزش فعلی بدهی های آینده<sup>۱</sup> طرح) است. اعضای این برنامه ها در مقابل ریسک قطع یا کاهش مزایا قرار دارند که در صورت ورشکستگی شرکت حامی محتمل تر است. لیکن معمولاً این صندوق ها از پوشش های بیمه ای یا حمایت دولتی برخوردارند.

### واکنش های محتمل در قبال بحران مالی چیست؟

بسیاری از شرکت ها، ممکن است به منظور حفظ الزامات تأمین مالی طرح بازنشستگی پس از ناکامی های ایجاد شده در بازده سرمایه گذاریها، مجبور به افزایش نرخ های حق بیمه خود به صندوق های بازنشستگی مزایای معین گردند، در حالی که حق بیمه های فعلی نیز به خاطر اجرای طرح های ترمیمی پس از افت بازار سهام طی سالهای ۲۰۰۲-۲۰۰۰، به اندازه کافی بالا هستند. از این رو برخی قانونگذاران معتقدند باید زمان بیشتری در اختیار صندوق های بازنشستگی و کارفرمایان حامی آنها قرار گیرد تا سطوح توانگری فرصت بازگشت به سطوح هدف را بیابند.<sup>۲</sup>

---

#### <sup>۱</sup> Funding ratio

<sup>۲</sup> حداقل سطح توانگری هر طرح توسط مقررات مربوط تعیین می گردد و در صورتی که سطح توانگری طرح از حداقل مزبور کاهش یابد اداره طرح با مشکل مواجه می گردد، به این جهت در وضعیت فعلی یکی از راهکارها کاهش حداقل سطح توانگری است تا کارفرما بتواند در سال های آتی به ترمیم سطح توانگری در حداقل مورد نیاز بپردازد.

در طرح های مشارکت معین، تمرکز سیاست ها بیشتر بر مکانیزم های مناسب پیش فرض (Default) و طراحی صندوق های « هدایت خودکار<sup>۱</sup> » وجوه (مانند صندوق های سبک زندگی<sup>۲</sup> یا زمان-هدف<sup>۳</sup>) است که هنگامی که فرد به سن بازنشستگی نزدیک می شود بدون دخالت عضو وجوه وی به سمت سرمایه گذاری با ریسک پایین گرایش نماید.

---

#### <sup>۱</sup> Auto pilot

<sup>۲</sup> Life style : نوع قدیمی تر صندوق های هدایت خودکار که آمیخته دارایی ها را به گونه ای مشخص می نماید که سطح ریسک و بازده متناسب با وضعیت فعلی زندگی فرد سرمایه گذار تعیین گردد. این صندوق ها معمولاً به صورت یک مجموعه صندوق های سرمایه گذاری مشترک معرفی می شوند و بسته به ترکیب دارایی ها به عناوین محافظه کارانه، متعادل، رشد، متهورانه و ... ملقب می گردند. هر صندوق ترکیب مشخصی از سهام، اوراق قرضه و نقد را مدیریت می نماید. به عنوان مثال یک صندوق رشد سهام بیشتری نسبت به یک صندوق محافظه کار که بیشتر در اوراق قرضه سرمایه گذاری می کند، نگهداری می نماید. عوامل مؤثر بر انتخاب صندوق عبارتند از سن، سطح ریسک گریزی، هدف سرمایه گذاری و مدت زمان باقیمانده تا برداشت دارایی. هر چند مفهوم کاهش ریسک سرمایه گذاری با گذشت زمان به خوبی در این صندوق ها پوشش داده شده است، اما زمان و چگونگی تغییر تخصیص دارایی برای برخی هنوز مشکل ساز است. برای تسهیل این فرایند صندوق های زمان هدف طراحی شده اند.

<sup>۳</sup> Target-date : صندوق سرمایه گذاری مشترک که به طور خودکار آمیخته دارایی ها (سهام، اوراق قرضه، شبه نقد و ...) را بر اساس چارچوب زمانی منتخب هر سرمایه گذار خاص تغییر می دهد. آمیخته دارایی ها با نزدیک شدن به زمان هدف (معمولاً زمان بازنشستگی) محافظه کارانه تر می شود. تنها کاری که فرد انجام می دهد تعیین زمان بازنشستگی است و مناسب ترین صندوق بر اساس این زمان انتخاب شده و صندوق به تدریج طی سال ها آمیخته دارایی را تغییر می دهد. شناسایی و انتخاب صندوق به دلیل نام هایی که به صندوق منتسب می شود آسان است: مثلاً صندوق ۲۰۲۰ برای مشترکینی که وجوه خود را در فاصله سال های ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۵ نیاز دارند مناسب می باشد یا صندوق ۲۰۴۰ مناسب افرادی است که وجوه خود را در سال های پس از ۲۰۳۵ نیازمندند.



## ۱- آثار بحران مالی در بازنشتگی خصوصی

۱-۱- آشفته‌گی مالی که با بحران اولیه ایالات متحده در اواسط ۲۰۰۷ آغاز شد، صدمات زیادی بر جنبه‌های مختلف اقتصاد از جمله بازنشتگی‌های خصوصی وارد نموده است.

همان گونه که در شکل ۱ مشاهده می‌گردد، بازارهای سهام در ایالات متحده، اروپا و بازارهای نوظهور<sup>۱</sup> از آغاز تا اکتبر سال ۲۰۰۸ به میزان ۵۰ درصد سقوط کرد و این امر به سیستم‌های بازنشتگی خصوصی صدمات زیادی وارد نمود و منجر به ایجاد زیان‌های عظیم سرمایه‌گذاری و کاهش سطح توانگری صندوق‌های بازنشتگی گردید.



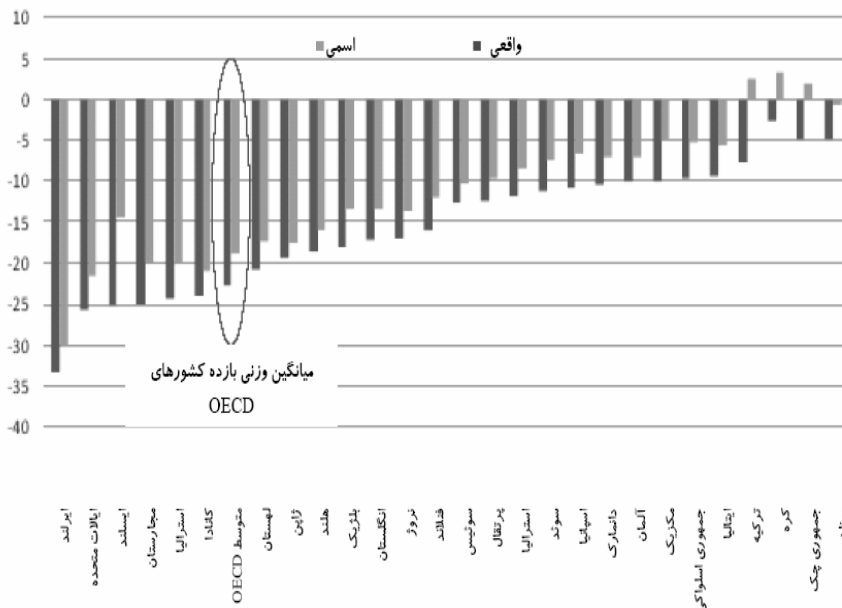
شکل ۱- عملکرد بازار سهام

<sup>۱</sup> **Emerging markets**: عبارت بازارهای نوظهور برای توصیف فعالیت‌های اقتصادی یا اجتماعی یک ملت در جریان رشد سریع و صنعتی شدن به کار می‌رود. بازارهای نوظهور کشورهایی هستند که در حال بازسازی اقتصاد خود به سمت اقتصاد بازار بوده و فرصت‌های ارزشمندی در تجارت، انتقال فناوری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی محسوب می‌شوند. بر اساس نظرات بانک جهانی، ۵ بازار نوظهور عمده عبارتند از چین، هند، اندونزی، برزیل و روسیه.

۲-۱- تا پایان اکتبر ۲۰۰۸، کل دارایی صندوق های بازنشستگی کشورهای OECD، به میزان ۳۳۰۰ میلیارد دلار یا ۲۰ درصد نسبت به ماه دسامبر سال ۲۰۰۷ کاهش یافت. با لحاظ سایر دارایی های بازنشستگی خصوصی، مانند دارایی های حسابهای انفرادی بازنشستگی (IRAs) ایالات متحده و طرح های بازنشستگی انفرادی مشابه در سایر کشورها، این زیان ها به حدود ۵۰۰۰ میلیارد دلار بالغ گردید.

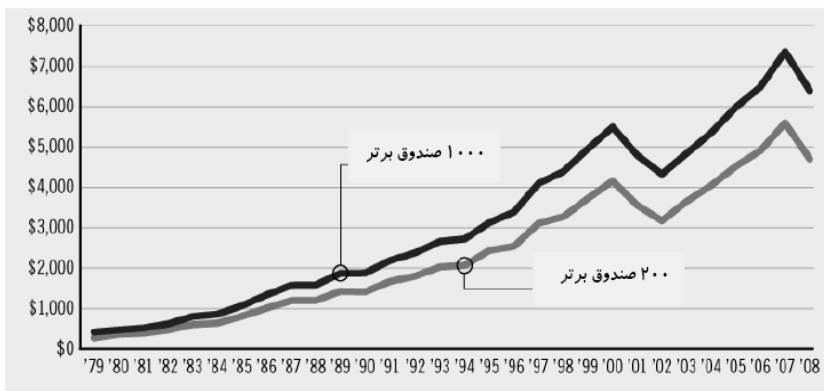
صندوق های بازنشستگی از آغاز سال ۲۰۰۸، به طور متوسط نرخ بازده اسمی منفی در حدود ۲۰ درصد ( و ۲۲ درصد به صورت واقعی) داشته اند ( شکل ۲ را ببینید).

شکل ۲- بازده اسمی و واقعی صندوق بازنشستگی در کشورهای منتخب OECD، ژانویه تا اکتبر ۲۰۰۸



بخش اعظم زیان ها به صندوق های بازنشستگی ایالات متحده مربوط می شود (۲۲۰۰ میلیارد دلار از کل ۳۳۰۰ میلیارد دلار کشورهای OECD)، همان گونه که این صندوق ها بیش از نیمی از دارایی های صندوق های بازنشستگی OECD را تشکیل می دهند و همان گونه که شکل ۲ نشان می دهد در سال ۲۰۰۸، از لحاظ عملکردی دومین عملکرد ضعیف را در میان صندوق های بازنشستگی داشته اند. شکل ۳، نوسانات ارزش دارایی های صندوق های برتر ایالات متحده را اعم از دولتی و خصوصی طی سال های ۲۰۰۸-۱۹۷۹ نشان می دهد.

شکل ۳- تغییر در دارایی کل: در سال ۲۰۰۸، ۱۰۰۰ صندوق بازنشستگی برتر ایالات متحده بزرگترین زیان سالانه را تجربه نموده اند، دارایی ها مربوط به ۳۰ سپتامبر ۲۰۰۸ و به میلیارد دلار می باشد



منبع: پایگاه اطلاعاتی بازنشستگی و سرمایه گذاری، ۲۰۰۹ (www.Plonline.com)

پس از ایالات متحده تنها چهار کشور دیگر عضو OECD، بازده هایی کمتر از ۲۰- درصد به صورت اسمی دارند. پس از ایالات متحده، دومین زیان های عمده به انگلستان مربوط می شود (۳۰۰ میلیارد دلار) و پس از آن استرالیا (۲۰۰ میلیارد دلار) قرار دارد. همان گونه که پیش از این اشاره شد، زیان های سرمایه گذاری طرح های بازنشستگی خصوصی در تمام کشورهای OECD (شامل حساب های انفرادی بازنشستگی و قراردادهای بیمه) در حدود ۵۰۰۰

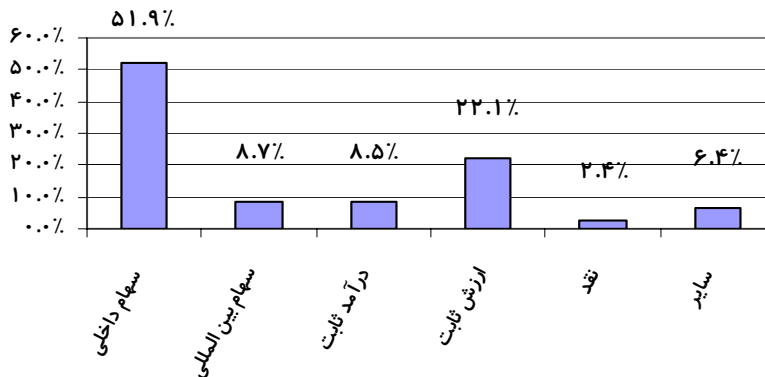
میلیارد دلار برآورد شده است. این زیان ها، کمتر از کاهش ارزش سهام بوده و نشانگر این است که صندوق های بازنشستگی از متنوع سازی پرتفوی سود برده اند، چرا که بخش عمده ای از پرتفوی آن ها در اوراق قرضه سرمایه گذاری شده است که بازده پایین تر اما پایدارتر از سهام دارد. در دسامبر ۲۰۰۷، ۱۳ کشور از ۲۲ کشوری که اطلاعات آن ها در دسترس است، بالای ۵۰ درصد دارایی های خود را در اوراق قرضه سرمایه گذاری کرده بودند که حدود ۶۰ درصد این میزان اوراق قرضه دولتی بوده است.

۳-۱- تأثیر بحران بر بازده سرمایه گذاری ها در میان صندوقهای بازنشستگی در کشورهایی که سهام بیش از یک سوم کل دارایی ها را تشکیل می دهد شدیدتر بوده است.

ایرلند از این نظر بدترین وضعیت را دارد ( بازده اسمی ۳۰- درصد). صندوق های بازنشستگی ایرلند بیش از ۶۶ درصد کل دارایی های خود را در سهام سرمایه گذاری نموده بودند و پس از آن ایالات متحده، انگلستان و استرالیا قرار دارند. ترکیب پرتفوی ۲۰۰ طرح DB و ۲۰۰ طرح DC برتر شرکتی در ایالات متحده در شکل ۴ و ۵ نمایش داده شده است .

اما توجه به این نکته که صندوق های بازنشستگی به خاطر ماهیت وجودی شان باید با افق زمانی بلندمدت کار کنند و عملکردشان باید به صورت بلندمدت ارزیابی گردد از شدت نگرانی ها می کاهد. تجارب پیشین در وضعیت های مشابه در این زمینه می تواند مفید واقع گردد.

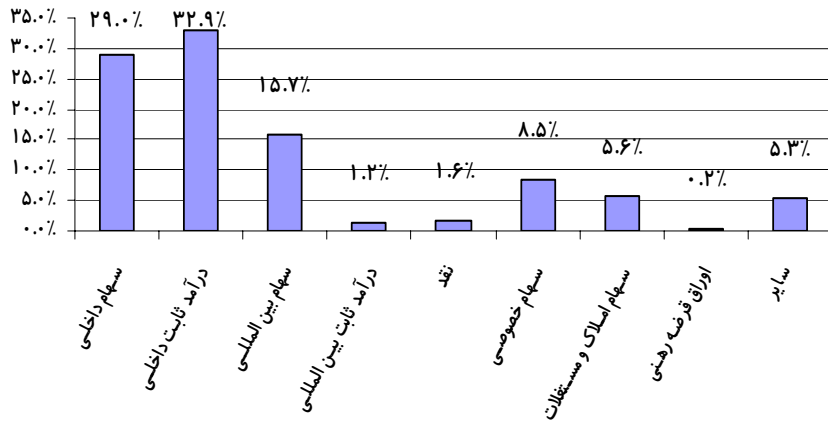
شکل ۴- آمیخته دارایی ها در ۲۰۰ صندوق برتر مشارکت معین  
شرکتی در ایالات متحده<sup>۱</sup>



<sup>۱</sup> درآمد ثابت (Fixed Income): نوعی از سرمایه‌گذاری که بازده را به صورت پرداخت‌های دوره‌ای ثابت و بازگشت سرمایه را در سررسید معین فراهم می‌آورد. به عبارت دیگر پرداخت‌های اوراق بهادار با درآمد ثابت از پیش معین است. عموماً این نوع دارایی‌ها به علت ضمانت درآمد، بازده پایین‌تری دارند. مثال: اوراق قرضه دولتی با نرخ ثابت ۵٪

ارزش ثابت (stable value): این سرمایه‌گذاری‌ها خصوصیات ریسک/بازده منحصربفرد دارند. این دارایی‌ها که ماهیت درآمد ثابت دارند در دسترس مشترکین طرح‌های مشارکت معین، برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، طرح‌های تقسیم سود و دو سوم طرح‌های (k) ۴۰۱ هستند. علیرغم سایر سرمایه‌گذاری‌ها، آن‌ها به سرمایه‌گذاران اطمینان یا حفظ اصل و سود تجمعی دارایی‌ها را ارائه می‌نمایند. افراد سودی معادل سود اوراق قرضه شرکتی با رتبه میانه دریافت می‌نمایند اما بدون ریسک بازار مرتبط با آن‌ها. در مقایسه با صندوق‌های بازار پول، سرمایه‌گذاری‌های ارزش ثابت همان ثبات را دارند اما متوسط بازده بالاتری ایجاد می‌نمایند.

شکل ۵- آمیخته دارایی ها در ۲۰۰ صندوق برتر مزایای معین  
شرکتی در ایالات متحده ۱

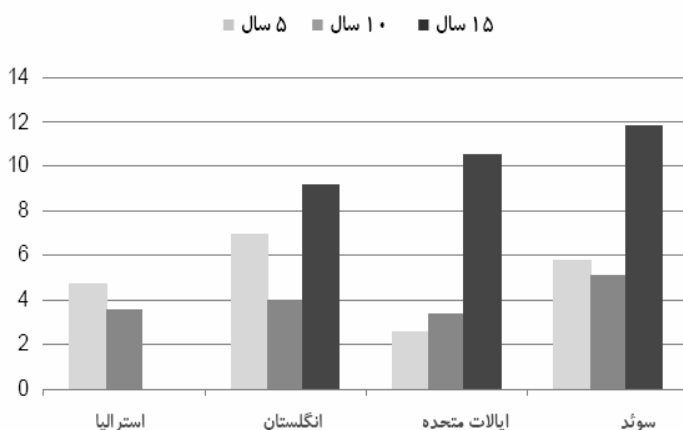


کاهش در بازده سهام طی سالهای ۲۰۰۰-۰۲ به وخامت سال ۲۰۰۸ بوده است (گرچه مورد اخیر بسیار سریع تر اتفاق افتاد) لیکن علیرغم شدت و نزدیکی این دو مورد افت بازار، صندوق های بازنشستگی عملکرد مثبتی طی ده سال گذشته و عملکرد بهتری طی ۱۵ سال گذشته داشته اند (شکل ۶ را ببینید). به عنوان مثال، نرخ بازده اسمی صندوق های بازنشستگی طی ۱۵ سال اخیر در سوئد

<sup>۱</sup> **سهام خصوصی (Private Equity):** سرمایه گذاری به طور مستقیم در شرکت های خصوصی یا خرید کلی شرکت های عمومی و خارج نمودن آن ها از بورس انجام می گیرد. در این نوع سرمایه گذاری هدف بازسازی ساختار شرکت هایی که انتظار سوددهی آن ها 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.

۱۱,۸ درصد ( بازده واقعی ۸,۵ درصد)، در ایالات متحده ۱۰,۶ درصد (بازده واقعی ۶,۱ درصد) و در انگلستان ۹,۲ درصد ( بازده واقعی ۶,۱ درصد) بوده است.

شکل ۶- متوسط نرخ بازده اسمی در برخی کشورهای OECD طی ۵، ۱۰ و ۱۵ سال اخیر.



تمرکز بر بازده های یک سال بخصوص، تصویر نادرستی از توان یک صندوق بازنشستگی در ارائه مستمری های کافی در سالمندی نشان می دهد. صندوق های بازنشستگی ماهیت بلندمدت دارند و وجوه افراد سالیان زیادی در این صندوق ها تجمع و اندوخته می گردد و مزایای پرداختی در مقابل حجم عظیم دارایی ها، مبالغ کمی را تشکیل می دهد. در واقع صندوق های بازنشستگی نیازهای نقدینگی پایینی نسبت به کل دارایی های تحت مدیریت خود دارند. این بدان معناست که اگر این صندوق ها از پایداری و سلامت مالی مناسبی برخوردار باشند برای پرداخت مزایا و سایر مخارج، الزامی به فروش دارایی های خود در قیمت های نازل کنونی ندارند، چرا که می توانند به جریان منظم حق بیمه ها و درآمدهای سرمایه ای تکیه کنند حتی اگر مورد

دوم کاهش یابد. استثنای بزرگ در این زمینه، طرح‌های بازنشستگی مزایای معین با تعهدات منجمد<sup>۱</sup> است. این طرح‌ها برای پرداخت مزایا، شدیداً بر مبنای کاهش دادن دارایی‌هایشان استوارند، بنابراین هنگامی که ارزش دارایی‌ها به شدت کاهش می‌یابد، آن‌ها نمی‌توانند منتظر ترمیم بازار بمانند و ممکن است مجبور به فروش دارایی‌ها با زیان گردند. تعداد این طرح‌های بازنشستگی در انگلستان و ایالات متحده زیاد می‌باشد.

چشم‌انداز بلندمدت تر البته به آن چه در بازار اتفاق می‌افتد بستگی دارد. خوش‌بینان می‌توانند چنین عنوان کنند که سقوط سریع تر در ارزش دارایی‌ها در مقایسه با وضعیت سال ۲۰۰۲-۲۰۰۰ نتیجه ارتباطات نزدیک تر سیستم‌های مالی است و بنابراین ترمیم نیز می‌تواند سریع باشد. بدبینان می‌توانند چنین استنباط کنند که سقوط پیشین، مانند مورد اخیر با بحران اعتبار و رکود عمیق در اقتصادهای توسعه یافته مواجه نبود.

اگر عملکرد ضعیف بازار مالی ادامه یابد، توان صندوق‌های بازنشستگی برای مواجهه با تعهدات آینده می‌تواند آسیب ببیند. این تأثیر هنگامی با اهمیت خواهد شد که طی سال‌های متفاوت، نرخ بازده واقعی سرمایه‌گذاری یک صندوق، پایین‌تر از اهداف بلندمدت آن قرار گیرد.

---

<sup>۱</sup> **Frozen accruals** به آن دسته از طرح‌های مزایای معین اطلاق می‌گردد که بر ورودی‌های جدید بسته شده‌اند و تجمیع حق بیمه‌ها و مزایا در آن‌ها متوقف شده است.



## ۲- آثار بحران مالی بر پس اندازهای بازنشستگی افراد

۲-۱- برای افرادی که به صندوق های بازنشستگی مشارکت معین حق بیمه پرداخت می نمایند، تأثیر بحران عمیقاً به نحوه تخصیص دارایی های صندوق و سن اعضاء بستگی دارد.

در سیستم های مشارکت معین، مستمری ها مستقیماً به ارزش بازار دارایی هایی که در حساب های انفرادی نگهداری می شود ارتباط پیدا می کند. سقوط ارزش دارایی ها به کارکنان جوان تر آسیب کمتری می رساند چرا که آن ها می توانند انتظار داشته باشند که در بلندمدت بازار احیا گردد، اما برای کارکنان نزدیک به بازنشستگی، کاهش عمده در ارزش دارایی ها می تواند به معنی زیان های دائمی درآمدی باشد، به ویژه اگر پولی که در حساب های بازنشستگی پس انداز شده است اجباراً صرف خرید مستمری ماهانه گردد. این موضوع در بسیاری کشورهای امریکای لاتین و اروپای شرقی که دارای سیستم های مشارکت معین اجباری هستند صدق می کند.

در حال، بسیاری از این سیستم ها نسبتاً جوان بوده و تعداد کارکنان مسن تری که تحت تأثیر قرار می گیرند کم است. علاوه بر این، در بسیاری از این کشورها، کارکنان مسن تر در انتخاب نوع پرتفوی سرمایه گذاری محدودیت دارند.

وضعیت در دیگر کشورها متفاوت است. برای مثال، در سیستم های مشارکت معین استرالیا و ایالات متحده خرید مستمری ماهانه در زمان بازنشستگی اجباری نیست. اما گزینه های پیش فرض سرمایه گذاری برای کارکنان مسن تر، اغلب حدود ۵۰ تا ۶۰ درصد سرمایه گذاری در سهام در نظر گرفته شده است. حتی اگر این افراد سهام خود را با امید به احیای بازار حفظ کنند، درآمد بازنشستگی حداقل به طور موقت پایین تر خواهد آمد.

۲-۲- در طرح های بازنشستگی مزایای معین، مزایا به دستمزدهای افراد بستگی دارند بنابراین بحث اصلی بدتر شدن سطح توانگری است.

درآمد بازنشستگی که توسط طرح های مزایای معین فراهم می شود در اصل تحت تأثیر تغییرات بازده سرمایه گذاری قرار ندارد. هرچند، پایین آمدن قیمت دارایی ها، پایداری مالی طرح ها را به خطر می اندازد. برخی کشورهای OECD با سیستم بزرگ مزایای معین مانند کانادا، ایرلند، هلند، سوئیس، انگلستان و ایالات متحده سطح توانگری پایین تر و گاهی شکاف های تأمین مالی بزرگی (بدهی های بازنشستگی بیش از دارایی ها) را گزارش نموده اند.

درک وضعیت واقعی صندوق ها به خاطر رویه های حسابداری مورد استفاده صنعت بازنشستگی مشکل است. قیمت بدهی های بازنشستگی در ترازنامه شرکت ها با استفاده از بازده اوراق قرضه شرکتی محاسبه می شود که یک پاداش ریسک<sup>۱</sup> (بازده) بیش از اوراق قرضه دولتی دارد. محاسبات بر اساس بازده اوراق قرضه شرکتی با کیفیتی که ریسک پایین و در نتیجه ریسک کوچکی دارد انجام می شود. در هر حال، اگر این اوراق قرضه پرریسک تر شوند- مانند آن چه در سال ۲۰۰۸ رخ داد و حتی شرکت های بزرگ و سازمان یافته به دردمس افتادند- نتیجه ریسک افزایش می یابد. در برخی موارد- مثلاً در انگلستان- این تأثیر تا حد زیادی حداقل بر روی کاغذ با کاهش ارزش دارایی مقابله نمود. در هر حال اگر به سطح توانگری گزارش شده توسط مراجع نظارتی نظری بیاندازیم- که اغلب به بازده پایدارتر اوراق قرضه دولتی وابسته اند - کاهش پایداری مالی قابل ملاحظه است.

---

<sup>۱</sup> Risk premium : تفاوت بین نرخ بازده یک سرمایه گذاری با نرخ مازاد بدون ریسک

در پی بحران مالی در سوئیس و ایالات متحده، اگر چه وضعیت توانگری طرح های مزایای معین تا بیش از ۱۰ درصد روبه وخامت نهاد، لیکن افزایش بازده اوراق قرضه تا حدودی کاهش ارزش دارایی‌ها را جبران نمود. صندوق های بازنشستگی در هلند نیز سقوط شدیدی در ارزش دارایی های خود علی الخصوص به واسطه ارتباط زیاد با بازارهای ایالات متحده متحمل گردیده اند. به دلیل کاهش نرخ های تنزیل بازار مورد استفاده – که بر مبنای نرخ های سوآپ<sup>۱</sup> قرار دارند- افزایش ارزش بازاری بدهی ها وضعیت پایداری سیستم را بدتر می نماید. سطح توانگری در هلند تاکنون حدود ۱۰ درصد بین دسامبر ۲۰۰۷ و ژوئن ۲۰۰۸ کاهش یافته است و از آن زمان تا کنون نیز این سطح با شدت بیشتری رو به وخامت گذاشته است.

### ۳-۲- اعضای طرح های مزایای معین ممکن است کاهش مزایا را تجربه نمایند علی الخصوص اگر شرکت حامی طرح ورشکست گردد.

ظهور شکاف های تأمین مالی، صندوق های بازنشستگی و کارفرمایان حامی آن ها را وادار به ایجاد طرح ترمیمی جهت کاهش کسری ها می نماید. در اغلب موارد، طرح های ترمیمی افزایش حق بیمه های کارفرمایان را موجب می شود اما در برخی موارد مزایا نیز ممکن است کاهش یابند. مثلاً، در هلند که ترمیم سالیانه مزایا (شاخص بندی)<sup>۲</sup> نامنظم و نامشخص است، صندوق های بازنشستگی به متوقف نمودن شاخص بندی مزایا اقدام می کنند تا سطح توانگری ترمیم گردد.

---

<sup>۱</sup> Swap rate

<sup>۲</sup> Indexation

اگر مشترکین پیش از این که زمان لازم برای قطعی نمودن<sup>۱</sup> خدمتشان را سپری کنند بیکار شوند و یا اگر مزایای آنان در مقابل تورم حمایت نشوند زیان خواهند کرد. همچنین آن ها در معرض ریسک ورشکستگی کارفرمایان قرار دارند. برخی کشورهای OECD مانند آلمان، سوئد، انگلستان و ایالات متحده صندوق های ضمانت دارند که مزایا را ( معمولاً تا سطح معینی) در برابر ورشکستگی کارفرما حمایت می نماید. گرچه، مباحث زیادی در مورد توان این صندوقهای ضمانت در قبال مطالبات بزرگی که ممکن است با افزایش تعداد شرکت های ورشکسته فزونی یابد وجود دارد، به هر حال دولت ها ممکن است مجبور به دخالت در این صندوق های ضمانت شوند.

### ۳- واکنش به بحران مالی

#### ۳-۱- واکنش منفی شدید در قبال سیستم های بازنشستگی

##### خصوصی

یک پیامد ممکن بحران مالی این است که سیاستمداران برخی کشورها ممکن است از فرصت استفاده کنند تا سیستم های بازنشستگی خصوصی را کوچک نمایند ( مانند آن چه دولت آرژانتین در اکتبر ۲۰۰۸ انجام داد) و صندوق های بازنشستگی را ملی نموده و حق بیمه ها و دارایی ها را به سیستم بازنشستگی دولت بازگردانند. در برخی کشورهای اروپای شرقی نیز صحبت از صدور مجوز به مشترکین برای بازگشت به سیستم بازنشستگی دولتی مطرح شده است، مانند آن چه که دولت آرژانتین پیش از کوچک سازی سیستم بازنشستگی

---

<sup>۱</sup> حداقل مدت زمان لازم جهت پرداخت حق بیمه که پس از آن، مشترک واجد شرایط دریافت مزایای بازنشستگی می گردد.

خصوصی انجام داد. چنین تصمیماتی، تنها به وحشت مشترکین منجر می‌گردد و قصور در ابراز موفقیت سیستم‌های بازنشستگی خصوصی طی دوران زندگی مشترکین می‌باشد.

برخی دولت‌ها انجام سریع اصلاحات در سیستم‌های خصوصی را ضروری دانسته و به تأخیر سیستم‌های خصوصی در انجام این اصلاحات خرده می‌گیرند. با چنین پیغام‌های فرصت طلبانه ای هم در بخش دولتی و هم در بخش خصوصی باید مقابله گردد. بهترین رویکرد در پوشش‌های بازنشستگی، استفاده از ترکیبی از منابع درآمد بازنشستگی شامل ترکیبی از دولتی و خصوصی و همچنین دو شکل اصلی تأمین مالی (سیستم توازن درآمد با هزینه و مستمری‌های اندوخته‌گذاری) است. تکیه تنها یا عمدتاً بر یک منبع غیرمحتاطانه است، چون هر یک از سیستم‌ها با ریسک‌های مختلفی مواجه می‌شود. بحران مالی نشان می‌دهد که ریسک سرمایه‌گذاری به طور قابل ملاحظه‌ای رویاروی دولت و سیاستمداران نیز وجود دارد. سیستم‌های بازنشستگی دولتی تحت فشار شدید ناشی از مسن شدن جمعیت و در برخی موارد سقوط نرخ‌های مشارکت نیروی کار قرار دارند. بحران مالی باعث شده است که بدهی دولت در بسیاری کشورها بالا رود و این مسئله تأمین کسری‌های بازنشستگی دولتی را مشکل می‌کند.

## ۲-۳- تغییر ترکیب دارایی‌ها

صندوق‌های بازنشستگی می‌توانند به عنوان «عوامل ثبات بازار»<sup>۱</sup> نوسانات قیمت سهام را از طریق فروش سهام هنگامی که قیمت‌ها بالا بوده و خرید سهام هنگامی که قیمت‌ها پایین هستند کنترل نمایند.

---

<sup>۱</sup> Market stabilizers

به هر حال در بحران اخیر، برخی صندوق های بازنشستگی قسمتی از پرتفوی سهام خود را فروخته اند.

در برخی کشورها، صندوق های بازنشستگی با تخصیص حق بیمه های بازنشستگی به سپرده های بانکی و سایر ابزارهای دارای ضمانت دولت به بحران واکنش نشان داده اند تا زمانی که وضعیت در بازارهای سرمایه ثبات یابد.

گریز از سرمایه گذاری در سهام پیش از این در طرح های مشارکت معین در برخی کشورهایی که مشترکین قدرت انتخاب پرتفوی را دارند اتفاق افتاده است. در کشورهای دارای سیستم های اجباری، بازده سرمایه گذاری ها ماهانه یا فصلی گزارش می شود که باعث شده است بسیاری مشترکین به پرتفوهایی کم ریسک تر منتقل گردند. چنین رفتاری که در کوتاه مدت منطقی به نظر می رسد نهایتاً به مستمری های پایین تر نسبت به زمانی که به پرتفوی پیشین خود در بلندمدت وفادار بمانند منجر می گردد.

در طرح های مزایای معین نیز هدایت سرمایه گذاری ها به خروج از سهام وجود دارد، اما نسبت به طرح های مشارکت معین کمتر حکم شده است. یک عامل مؤثر، اجرای استانداردها و قوانینی است که حکم می کند صندوق ها چگونه دارایی ها و بدهی های خود را ارزش گذاری کنند و چه باید بکنند تا نسبت بین بدهی ها و دارایی ها را همتراز کنند. اگر ارزش برآورد شده دارایی ها برای برآورده نمودن الزامات قانونی بسیار پایین باشد، صندوقها ممکن است در زمان رکود اقتصادی مجبور شوند بخشی از سهام خود را حتی در صورت زیان بفروشند. این مسئله در دانمارک در سالهای ۲۰۰۱-۲ و دوباره در ۲۰۰۸، پیش از این که قانونگذاران گام پیش نهند و استانداردهای ارزش گذاری را آزاد نمایند اتفاق افتاد.

فنلاند نیز تغییرات موقتی در محاسبه بدهی های صندوق های بازنشستگی و حاشیه های توان پرداخت بدهی ایجاد نمود تا فشار بر صندوق های بازنشستگی برای فروش سهام را کاهش دهد. از سوی دیگر، در هلند که اخیراً قوانین اندوخته گذاری مبتنی بر ریسک<sup>۱</sup> را معرفی نموده است، به نظر می رسد که صندوق های بازنشستگی تا کنون نقش ثبات بخش خود را حفظ نموده اند، به این ترتیب که تبدیل به خریدارانِ خالصِ سهام طی دوره فروش سریع<sup>۲</sup> شده اند. در هر حال، به محض این که سطح توانگری به سطح پایداری حداقل یعنی حدود ۱۰۵ درصد (بدهی ها) برسند، صندوق های بازنشستگی هلند تصمیم به کاهش نگهداری سهام خود خواهند گرفت.

بحران همچنین ممکن است صندوق های بازنشستگی را به بازنگری سرمایه گذاری های جایگزین<sup>۳</sup> شان (صندوق های پوشش خطر<sup>۴</sup>، سهام خصوصی، کالا و غیره) و تقویت حاکمیت (Governance) و کنترل ریسک سوق دهد. بسیاری از صندوق های بازنشستگی، روش سرمایه گذاری های جایگزین را پی گرفته بودند که بازده های بالاتر

---

#### <sup>۱</sup> Risk-based funding regulation

<sup>۲</sup> Sell-off: فروش اوراق بهادار به علت این که دارندگان آن ها از روند کاهش قیمت ها به وحشت افتاده اند و قصد دارند هرچه زودتر آن ها را بفروشند

<sup>۳</sup> Alternative investment: سرمایه گذاری در غیر از سه نوع دارایی های سنتی (سهام، اوراق قرضه و نقد) اغلب شامل صندوق های پوشش خطر (hedge funds)، سهام خصوصی، املاک و مستغلات و کالا می باشد و به دنبال حداکثر نمودن پرتفوی و حداقل ارتباط با سرمایه گذاری های سنتی می باشد.

<sup>۴</sup> Hedge funds: صندوق های سرمایه گذاری فعالی که از استراتژی های سرمایه گذاری پیشرفته مانند گزینه های کوتاه مدت و بلندمدت، ابزارهای مشتقه مانند اختیار معامله و همچنین از وام در بازارهای داخلی و بین المللی استفاده می نمایند تا حداکثر بازده را به دست آورند. از لحاظ قانونی، به عنوان صندوق های خصوصی تلقی می شوند که عده محدودی با سرمایه اولیه بسیار بالا در آن ها عضویت دارند و قوانین و مقررات کم و محدودی بر آن ها حاکم می باشد.

این دارایی‌ها را بدون آگاهی کامل از ریسک‌های متضمن آن‌ها تعهد می‌نمود.

برخی صندوق‌های بازنشستگی نیز شروع به حرکت به سمت بازار وام نموده‌اند که شرکت‌های بدهکار را تأمین مالی می‌نمایند و یا به خرید کلی<sup>۱</sup> می‌پردازند. این حرکت کمک بالقوه‌ای به ترقی سیستم وامدهی تحت سلطه بانک‌ها و برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌گردد. برخی از صندوق‌های بازنشستگی نیز به دنبال یک استراتژی متنوع‌سازی اعتبارات طی یک سری سال‌ها هستند و بحران را یک فرصت مناسب خرید می‌دانند. اگرچه گاهی این اقدامات خوب پیش نمی‌رود، برای مثال **ABP**، صندوق بازنشستگی بزرگ هلند، از سرمایه‌گذاری در شرکت برادران لِه‌من<sup>۲</sup> که پیش از ناتوانی در پرداخت دیونش صورت‌گرفت زیان عمده‌ای متقبل شده است.

### ۳-۳- تغییرات در مدیریت ریسک و ایمنی

بدهی طرح‌های مزایای معین در معرض ریسک‌های متعددی قرار دارد (سرمایه‌گذاری، نرخ‌های بهره، تورم، طول عمر) و جهت پوشش این ریسک‌ها بسیاری صندوق‌های بازنشستگی استراتژی‌هایی بر پایه

---

<sup>۱</sup> **Buyout**: خرید کل یا آن تعداد از سهام یک شرکت که بتوان به آن وسیله بر آن اعمال نفوذ کرد و آن را تحت کنترل درآورد.

<sup>۲</sup> **Lehman Brothers Holding Inc**: یک شرکت خدمات مالی جهانی بود که پیش از ورشکستگی در سال ۲۰۰۸ میلادی، ۱۶۰ سال در زمینه‌های بانکداری سرمایه‌گذاری، فروش سهام و اوراق قرضه، تحقیقات و تجارت، مدیریت سرمایه‌گذاری و بانکداری خصوصی فعالیت می‌نمود. ورشکستگی این شرکت بزرگترین ورشکستگی تاریخ ایالات متحده بود.



سرمایه گذاری مبتنی بر بدهی<sup>۱</sup> (LDI) اتخاذ نموده اند. در این راستا، ابزارهای مالی مشتقه<sup>۲</sup> به طور فزاینده ای توسط صندوق های بازنشستگی برای مدیریت ریسک مورد استفاده قرار می گیرند. نوع مشتقاتی که اغلب توسط صندوق های بازنشستگی مورد استفاده قرار می گیرد آن دسته ابزارهای مالی است که ارزش آن ها از نرخ بهره ناشی می شود (مثلاً معامله معاوضه ای (سوآپ)<sup>۳</sup>) و مستقیماً بین دو طرف بدون طی مراحل تبادلات قانونی معامله می شود. شواهدی وجود دارد که روند اجرای LDI با استفاده از مشتقات به خاطر بحران اعتباری و به طور خاص به این علت که دیگر طرفین توافق قادر به ایفای آن نیستند (ریسک شراکت) در حال کند شدن است. فلج شدن بازارهای سرمایه و اعتبار و ترمیم آهسته آن مدیریت ریسک صندوق های بازنشستگی را پیچیده می سازد.

---

<sup>۱</sup> **Liability-Driven Investment**: یک استراتژی سرمایه گذاری که هدف عمده آن دستیابی به دارایی های کافی جهت تسویه کل بدهی ها، هم بدهی های فعلی و هم آینده می باشد. این استراتژی نقطه مقابل رویکردی است که تنها بر سمت دارایی های ترازنامه یک صندوق بازنشستگی تمرکز دارد. تغییرات نرخ بهره و تورم مهم ترین ریسک هایی هستند که تعهدات صندوق به مشترکین را تهدید می کنند. این استراتژی همواره به شکلی از ابزارهای پوشش خطر (**Hedging**) برای حذف یا ایزوله کردن ریسک های ناخواسته استفاده می نماید. سابقاً از اوراق قرضه به عنوان پوشش ریسک نرخ بهره استفاده می گردید اما اخیراً استراتژی مبتنی بر بدهی بر مشتقات و علی الخصوص معاملات تعویضی (سوآپ) تمرکز نموده است. این استراتژی اغلب در طرح های بازنشستگی مزایای معین بکار گرفته می شود.

<sup>۲</sup> **Derivatives**: ابزارهای مالی که ارزش آن وابسته به یا ناشی از اجزای متضمن آن (**Underlying**) است. این اجزا می توانند دارایی (مانند سهام، کالا، وام، اوراق قرضه و مستغلات) یا شاخص (مثل نرخ های بهره، نرخ ارز، شاخص قیمت مصرف کننده) یا گزینه های دیگر باشند. مهمترین انواع مشتقات عبارتند از معاملات آتی (**futures**)، سلف (**forwards**)، اختیار معامله (**options**) و معاملات تعویضی (**swaps**).

<sup>۳</sup> Swaps

جدای از ریسک سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی مزایای معین باید با ریسک بلندمدت تری مقابله نمایند. افراد زمان بیشتری عمر می کنند و بنابراین، برای مدت بیشتری مزایا دریافت می نمایند، اما عدم اطمینان بیشتری در مسیر آینده وجود دارد. یکی از راه های مقابله با این ریسک ها می تواند «سوآپ طول عمر»<sup>۱</sup> باشد: این ابزار مورد استفاده آن طرف از معامله تعویضی قرار می گیرد که در معرض ریسک طول عمر قرار دارد مانند مدیران صندوق بازنشستگی و بیمه گران. در این حالت، صندوق بازنشستگی به شریک سوآپ خود، جریانات درآمدی ثابت توافق شده ای می پردازد و در مقابل درآمدی دریافت می کند که در صورتی که طول عمر مشترکین از حد مورد انتظار یا محاسبه شده بیشتر شود، افزایش می یابد. به عبارت دیگر صندوق بازنشستگی مجموعه دریافت های متغیری دارد که الگوهای واقعی مرگ و میر را منعکس می نماید و با استفاده از این ابزار عدم اطمینان در مورد مرگ و میر را حذف می نماید. در هر حال، این ایده در وضعیت هایی که عدم اطمینان و مباحث حول ریسک شراکت زیاد است جالب و جذاب نمی باشد.

تنظیم کنندگان بازار مالی، فروش استقراضی سهام<sup>۲</sup> را محدود نموده اند. فروش استقراضی عملی است که طی آن فروشنده اوراقی را

---

#### <sup>۱</sup> Longevity swaps

<sup>۲</sup> **Short-selling of stocks**: فروش استقراضی عملی است فروش استقراضی سهام هنگامی صورت می گیرد که سرمایه گذار انتظار کاهش قیمت سهام را در بلندمدت داشته باشد. فرض کنیم شما در فرایند فروش استقراضی سهام قرار دارید. در این صورت کارگزار یا شرکت توزیع کننده در ازای دریافت مبلغی به عنوان حق العمل، آن سهام را به شما قرض می دهد. شما سهام را در بازار به فروش می رسانید و عایدات آن به حساب شما وارد می گردد. دیر یا زود شما باید با خرید همان تعداد سهم به جنبه استقراضی بودن پایان دهید و سهام را به کارگزار بازگردانید. اگر در این زمان قیمت سهم کاهش یافته باشد شما سهام را در قیمت پایین تری خریداری نموده و از این تفاوت

می فروشد که در واقع هنوز مالک آن ها نشده است، به این امید که بعداً می تواند آن را به قیمت پایین تری بخرد. به عبارت دیگر فروشنده استقراضی سعی دارد که از کاهش محتمل قیمت سهام سود ببرد.

برخی از صندوق های بازنشستگی در ازای دریافت میزان معینی حق العمل، به قرض دادن سهام به سفته بازان می پردازند. صندوق های پوشش خطر نیز اغلب برای اجرای استراتژی های معروف مبتنی بر تفاوت موردانتظار از قیمت سهام، به استقراض سهام اقدام می نمایند. بسیاری از صندوق های بازنشستگی عملیات وام دهی سهام خود را اکنون متوقف نموده اند، زیرا حق العمل ها نتوانست ریسک ناتوانی در بازیابی ارزش سهام وام داده شده را تعدیل نماید. آن ها همچنین ترس از این دارند که طی عملیات وام دهی به بحران دامن بزنند.

#### ۴-۳- شکیبایی در الزام تأمین مالی بازنشستگی

بسیاری از شرکت ها برای مناسب نگه داشتن الزامات تأمین مالی بازنشستگی پس از بازده های ناامید کننده سرمایه گذاری، مجبور به افزایش میزان حق بیمه پرداختی به صندوق های بازنشستگی شده اند که اکنون نیز به علت اجرای برنامه های ترمیمی پس از سقوط بازار سهام در سال های ۲۰۰۰-۲ بسیار بالا می باشد.

سیاستمداران با تنظیم سطح توانگری در سطوح به اندازه کافی بالا، در جستجوی حمایت از مشترکین صندوق های بازنشستگی هستند. در این صورت کارفرمایان ممکن است در نتیجه پایین تر آمدن ارزش دارایی ها گرفتار کسری شوند. کانادا اخیراً تصمیم گرفته که زمان

---

قیمت سود خواهید برد، اما اگر قیمت سهام افزایش یابد شما باید سهام را در قیمت بالاتری خریداری نمایید و در نتیجه زیان خواهید کرد.

بیشتری در اختیار صندوق های بازنشستگی و کارفرمایان حامی آن قرار دهد تا سطح توانگری را به سطوح هدفگذاری شده خویش بازگردانند تا از تحمیل بار بیشتر بر کارفرمایان هنگام وخامت وضعیت کلی اقتصاد اجتناب گردد. وقت بیشتری در اختیار صندوق های بازنشستگی ایرلند و هلند برای تدارک برنامه های ترمیمی نیز قرار گرفته است.

### ۵-۳- به سوی یک برنامه کاری قانونی جدید

حتی پیش از بحران ۲۰۰۸، هشدارهایی در زمینه نیاز به اصلاح مقررات سیستم های بازنشستگی خصوصی داده می شد. OECD در سال ۲۰۰۱ مجموعه ای از راهکارها ارائه نمود که اخیراً اصلاح گردید. این رویکردها بر نیاز به نظارت مؤثر بر ریسک ها و عملکرد سرمایه گذاری و ارتباط بین بدهی ها و دارایی های صندوق های بازنشستگی تأکید می نماید. تخصص و تجربه بیشتری برای هیئت مدیره صندوق بازنشستگی و همچنین انتصاب متخصصین مستقل مورد نیاز است.

OECD اخیراً بر وجود رابطه متقابل بین اندازه (Scale) و مدیریت و نظارت (Governance) تأکید نمود. صندوق های بازنشستگی کوچک، بیشتر در معرض مدیریت ضعیف قرار دارند ( و مدیریت و نظارت بر آنان گران تر تمام می شود)، بنابراین در برخی کشورها گرایش به سوی انسجام صندوق های بازنشستگی از طریق ترکیب آنها به وجود آمده است.

اصلاحات قانونی هر دو سیستم مزایای معین و مشارکت معین نیز باید در دستور کار سیاست ها قرار گیرد. برخی قوانین که قصد حمایت از مشترکین طرح های مزایای معین را دارند ممکن است واقعاً با تقویت

چرخه کاهشی ارزش دارایی ها، اوضاع را بدتر کنند. هنوز در برخی کشورها قوانین به صندوق ها اجازه نمی دهند که تا پایان بحران منتظر بمانند تا ارزش دارایی ها دوباره افزایش یابد. آن ها باید به فروش دارایی ها بپردازند تا نسبت دارایی به بدهی را حفظ کنند و با فرض نقش عمده صندوق های بازنشستگی در برخی بازارها، این امر منجر به پایین آمدن قیمت ها بیش از پیش می گردد.

حسابداری جاری (mark to market)<sup>۱</sup> و به طور خاص عمل ارتباط سطح توانگری با ریسک سرمایه گذاری که به موشکافی های دقیق نیاز دارد به بحران دامن زده است.

به محض این که شکاف های تأمین مالی گسترش یابد و لزوم افزایش حق بیمه ها تقویت گردد، بحران به توقف بیشتر طرح های مزایای معین منجر خواهد شد. صندوق های ضمانت ورشکستگی نیز طی دو سال آینده، صندوق های بازنشستگی تحت حمایت شرکت های ورشکسته را تضمین خواهند نمود. چون بخش طرح های مزایای معین طی سال های پیش رو کوچک تر می شوند، سیاست گذاران باید نقش قوانین در تقویت این روند را زیر سؤال برده و راه های ارتقاء ایمنی مزایا را از طریق ترتیبات بازنشستگی مختلط و تقسیم سود مدنظر قرار دهند.

برای طرح های مشارکت معین، تمرکز بیشتری بر مکانیزم های پیش فرض مناسب و طراحی «هدایت خودکار» صندوق ها (مانند

---

<sup>۱</sup> **Mark to market accounting valuation** : در این سیستم حسابداری، ارزش حسابها، اوراق بهادار و پرتفوها بر اساس ارزش بازاری آن ها و نه به قیمت خریدشان ثبت می شود. ایالات متحده در سال های اخیر این روش حسابداری را برای بانک ها، شرکت های بیمه و دیگر مؤسسات مالی ایالات متحده اجباری نمود. بر اساس این روش مؤسسات مالی باید هنگامی که ارزش بازاری دارایی هایشان افزایش یا کاهش می یابد ترازنامه و حساب دارایی و سرمایه شان را تعدیل کنند.

صندوقهای چرخه عمر یا زمان هدف) باید وجود داشته باشد که هنگام نزدیک شدن به زمان بازنشستگی بدون دخالت مشترک به سمت سرمایه گذاری با ریسک های پایین تر جابجا می شود. سیاستمداران ممکن است در طراحی این پیش فرض ها نیاز به راهنمایی داشته باشند. یک هدف کلیدی این قانونگذاری، کاهش ریسک زمان بندی تبدیل دارایی های حساب بازنشستگی به جریان منظم مزایا (مستمری ماهانه) می باشد.

سیاستمداران باید توجه بیشتری به شایستگی استراتژی های مختلف سرمایه گذاری به عنوان گزینه های پیش فرض داشته باشند و میزان حق انتخاب در مرحله پرداخت، سخاوت سیستم بازنشستگی دولتی و سطح حق بیمه ها را در کنار سایر عوامل در نظر بگیرند. استراتژیهای سرمایه گذاری پیش فرض باید از چشم انداز مکفی بودن و پیش بینی پذیری درآمد بازنشستگی ارزیابی گردد.

طراحی سیاست بهتر برای مرحله پرداخت در سیستم های بازنشستگی مشارکت معین مورد نیاز است. برخی ترتیبات پیش فرض و اجباری ایمن نبوده و از ایجاد ارتباط نزدیک بین مراحل جمع آوری حق بیمه و پرداخت مزایای بازنشستگی عاجز هستند. اغلب در کشورهایی که مزایای بازنشستگی دولت پایین است، خرید مستمری های ماهانه اجباری است. در حال، اجبار افراد به خرید مستمری ماهانه بر خلاف اصول انتخاب آزاد است و ممکن است زمانی که میزان مستمری ماهانه پایین بوده یا دارایی های حساب بازنشستگی در نتیجه شرایط معکوس بازار پایین آمده اند هزینه های سنگینی بر افراد وارد نماید.

یک رویکرد انعطاف پذیرتر که می تواند به عنوان یک گزینه<sup>۱</sup> پیش فرض برای مرحله پرداخت معرفی شود، ترکیب «مخارج مرحله ای» - که بخش معینی از دارایی های حساب بازنشستگی می تواند هر سال خرج شود- با «مستمری های تأخیری» - که پرداخت مزایا را از سن به خصوصی مثلاً ۸۵ سالگی آغاز می کند- می باشد. این مستمریهای تأخیری می توانند در زمان بازنشستگی با بخش کوچکی از دارایی های حساب بازنشستگی خریداری گردد.

نهایتاً، در مورد بحران مالی و رشد سریع طرح های مشارکت معین در بسیاری کشورها، برنامه های آموزش مالی مؤثر و افشای اطلاعات جهت عملکرد مناسب سیستم های بازنشستگی خصوصی اهمیت بسیار زیادی پیدا می کنند. ابتکارات سیاست گذاری، باید قوانین گزینه های سرمایه گذاری و گزینه های پیش فرضی که اکنون در برخی کشورها وجود دارند را تکمیل نمایند. چون کارکنان مسئولیت های بیشتری جهت پس انداز بازنشستگی خود دارند، نقش سیاستمداران تغییر می کند اما اهمیت بسزای آن در ارتقاء کفایت و امنیت درآمد دوران بازنشستگی باقی می ماند.

---

<sup>۱</sup> **Phased withdrawals**: نحوه برداشت مزایا در طرحهای مشارکت معین، به سه دسته عمده مستمری ماهانه تمام عمر، مبلغ یکجا و برداشت مرحله ای تقسیم می شوند. از این میان تنها مستمری ماهانه ریسک طول عمر را پوشش می دهد. در برداشت مرحله ای، مشترک در زمان بازنشستگی هر سال بخشی از دارایی های حساب بازنشستگی خود را برداشت می نماید که میزان آن به امید به زندگی فرد بستگی دارد و انواع مختلفی دارد. انعطاف پذیری این نوع برداشت ها بالاست.

## بحران مالی و صندوق های بازنشستگی ( کشورهای مشترک بانک جهانی )

منبع:

این مقاله در خبرنامه *pension reform primer* در بخش توسعه انسانی بانک جهانی تهیه شده است. نویسندگان این مقاله **Mark Dorfman**, **Richard Hinz** و **David Robalino** از کارشناسان بانک جهانی و صاحب نظران حوزه بازنشستگی هستند.

Worldbank, ۲۰۰۸, The financial crisis and mandatory pension systems in developing countries, Pension reform primer

برای دستیابی به نسخه اصلی این مقاله به آدرس زیر مراجعه فرمایید:  
<http://go.worldbank.org/THY۲HZ۹TS۰>



## چکیده

بحران مالی بین المللی به طور جدی ارزش دارایی صندوق های بازنشستگی را در سرتاسر جهان تحت تأثیر قرار داده است. رکود اقتصادی بر آن دسته طرح های بازنشستگی دولتی که بر مبنای سیستم توازن درآمد با هزینه قرار دارند نیز تأثیر خواهد داشت، ضمن این که توان دولت ها برای مقابله با هر دو این تأثیرات را محدود می نماید. دولت ها به این رویداد واکنش های متفاوتی نشان داده اند. برخی تردید دارند که آیا تعادلی که میان طرح های اندوخته گذاری شده مشارکت معین و طرح های بازنشستگی فاقد اندوخته وجود دارد باید مورد ملاحظه دوباره قرار گیرد. برخی از آن ها گام پیش نهاده و اصلاحات پیشین را معکوس نموده اند.

این نوشتار تأثیرات بالقوه بحران مالی بر سیستم های بازنشستگی فاقد اندوخته و کاملاً اندوخته گذاری شده در کشورهای مشتری بانک را توضیح داده و واکنش های عمده کوتاه و میان مدت را شناسایی می نماید. پیام های اصلی این نوشتار می تواند در موارد زیر خلاصه شود:

۱. از تغییر رویه های سریع در پاسخ به شرایط پیش آمده باید اجتناب گردد. سیستم های بازنشستگی جهت عملکردهای بلندمدت طراحی شده اند. واکنش های کوتاه مدت با طراحی ضعیف که در پاسخ به وقایع تقریباً نادر اخیر انجام شده اند می توانند تأثیرات منفی بلندمدتی بر توان سیستم های بازنشستگی در برآورده نمودن سطح درآمد کافی بازنشستگی داشته باشند.

۲. توجه به این نکته که تنها تعداد محدودی از افراد تحت تأثیر بحران قرار گرفته اند اهمیت بسزایی دارد. روش های هدفمندی جهت مقابله با زیان پس اندازها و ارزش مستمری های آنان می تواند به کار رود.
۳. بحران اخیر نیاز به سیستم های بازنشستگی چندلایه انعطاف پذیر را تقویت می نماید. این سیستم ها موجب متنوع سازی بهتر ریسک ها گردیده و بنابراین حمایت بیشتری از افراد آسیب پذیر در مقابل فشارهای اقتصادی مانند مورد اخیر به عمل می آورد.
۴. در سیستم های اندوخته گذاری باید به قراردادن افراد در معرض ریسک های مالی کوتاه مدت توجه ویژه گردد. تقویت مدیریت این ریسک ها می تواند از طریق ایجاد پرتفولیوهای پیش فرض که نزدیک شدن افراد به سن بازنشستگی را مدنظر قرار می دهد و یا از طریق پرداخت مزایا به صورت مرحله ای تأثیر تغییرات کوتاه مدت را محدود نماید.

**۱- تأثیر بحران مالی بر طرح های اندوخته گذاری شده مشارکت معین**  
تأثیر بحران مالی بر افراد مشترک در طرح های مشارکت معین (DC) به ۴ عامل بستگی دارد:

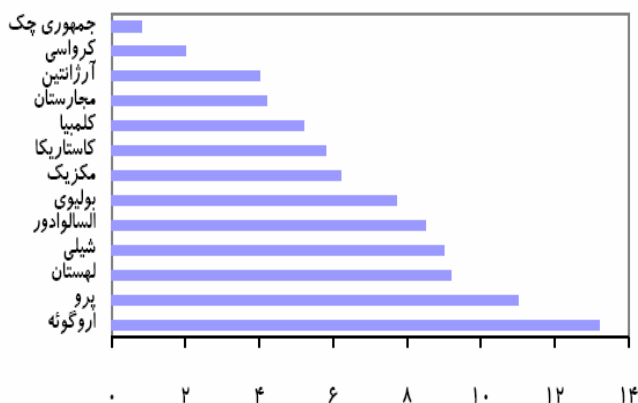
- تغییر در قیمت دارایی ها و میزان ترمیم بالقوه در میان مدت؛
- میزان ثروت بازنشستگی که از دارایی های حساب انفرادی اندوخته گذاری شده حاصل می گردد؛
- وجود مستمری های اجتماعی حداقل یا ضمانت هایی که طرح ارائه می نماید؛
- الزام و چارچوب تبدیل دارایی های حساب بازنشستگی به مستمری های ماهانه.

**۱-۱- میزان زیان گزارش شده در ارزش دارایی صندوق های بازنشستگی طی ۱۲ ماه اخیر قابل توجه بوده است.** در کشورهای مشتری بانک جهانی با سیستم اندوخته گذاری، این زیان ها تا ۵۰ درصد گزارش شده است (جدول ۱ را مشاهده نمایید). گرچه این زیانها در کوتاه مدت رفاه اعضای طرح را زیر سؤال می برد، نباید به عنوان یک شاخص عملکرد کلی صندوق در بلندمدت محسوب گردند. در حقیقت، از ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۷، صندوق های بازنشستگی اجباری در ۱۳ کشوری که اطلاعات آن ها موجود است نرخ بازده واقعی سالانه ۶ درصد را تجربه نموده اند (شکل ۱). مثلاً در شیلی حتی با احتساب زیان های مشاهده شده تا اگوست سال ۲۰۰۸، نرخ بازده واقعی سالانه در فاصله سال های ۲۰۰۲-۲۰۰۸ بسته به نوع پرتفوی بین ۳ تا ۱۰ درصد بوده است.

جدول ۱. نرخ بازده واقعی صندوق های بازنشستگی اجباری (در مقایسه با سال پیش)

محافظة کار	متعادل	رشد		
شیلی	-۲۳,۱	-۴۶,۱	۱۳ اکتبر	
مکزیک	-۶	-۸,۳	۳۰ سپتامبر	
پرو	-۳۳,۹	-۴۷,۸	۱۰ اکتبر	
اروگوئه	-۷,۵		۳۰ سپتامبر	
کرواسی	-۱۴,۱		۳۰ اکتبر	
استونی	-۲۰,۹	-۳۰,۵	۱۵ اکتبر	
مجارستان	-۱۸	-۳۵	۱۵ اکتبر	
لیتوانی	-۳۲,۶	-۴۸,۴	۱۵ اکتبر	
لهستان	-۱۷,۴		۳۰ سپتامبر	
جمهوری اسلواکی	-۱۰,۳	-۱۲,۴	۱۳ اکتبر	

شکل ۱: بازده بلندمدت صندوق های بازنشستگی



متوسط بازده ناخالص سالانه واقعی ۱۹۹۴-۲۰۰۷ (%)

توجه : برای کشورهایی که اصلاحات آن ها پس از ۱۹۹۴ صورت گرفته است (مانند کرواسی)، نرخ بازده از زمان انجام اصلاحات در نظر گرفته شده است

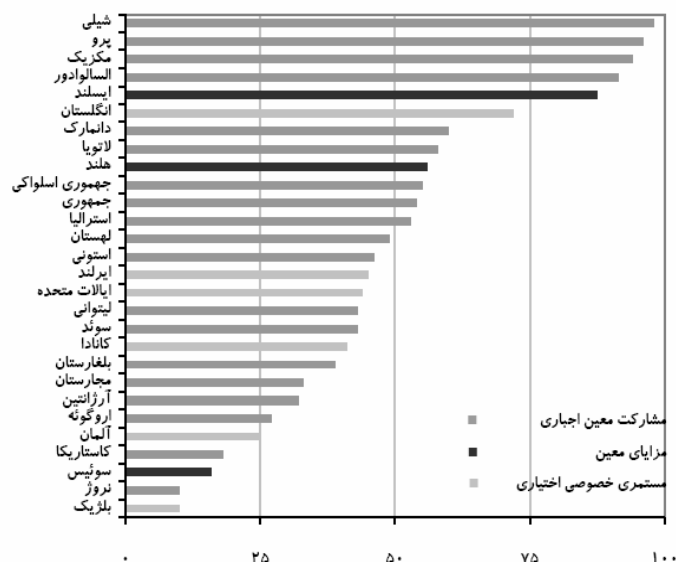
۲-۱- اغلب کشورهایی که سیستم بازنشستگی اندوخته گذاری اجباری ارائه می نمایند، سیستم های بازنشستگی چندلایه ای دارند که حساب های انفرادی اندوخته گذاری شده تنها بخشی از بسته کلی بازنشستگی را تشکیل می دهد. در اغلب کشورها، دریافتی های فرد بازنشسته یک جزء مزایای معین نیز دارد و در اکثر موارد حداقل ضمانت هایی جهت درآمد بازنشستگی وجود دارد. تمام کشورهای آسیای میانه و اروپای شرقی (ECA<sup>۱</sup>) به جز قزاقستان و کوزوو که طرح های کاملاً اندوخته گذاری معرفی کرده اند، یک سیستم مزایای معین نیز دارند.

سیستم های بازنشستگی شیلی، السالوادور، مکزیک و پرو که سیستم های مزایای معین در آن ها حذف شده و عمده درآمد بازنشستگی از طرح های کاملاً اندوخته گذاری شده مشارکت معین حاصل می گردد بیشتر در معرض بحران مالی قرار دارند (شکل ۲).

---

<sup>۱</sup> Eastern Europe/ Central Asia

شکل ۲. نقش دارایی های مالی در بسته بازنشستگی

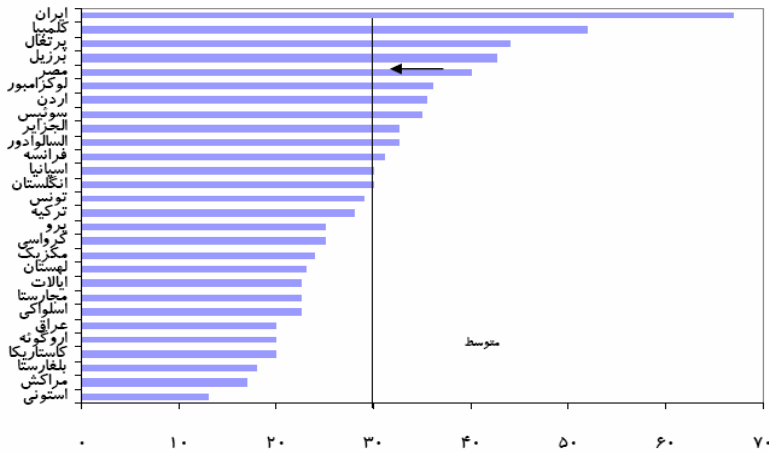


مستمری های خصوصی، درصد از بسته پوشش های بازنشستگی

۳-۱- بسیاری کشورها مستمری های اجتماعی یا ضمانت های مستمری حداقل فراهم نموده اند که هدف اصلی این اقدام، کاهش فقر سالمندی است. انواع مختلفی از این سیستم ها ( لایه صفر) به شکل مشارکتی یا غیرمشارکتی وجود دارند. میزان این مزایا در میان کشورهایی که اطلاعات آن ها موجود می باشد حدود ۳۰ درصد درآمد متوسط در آن کشورها می باشد ( شکل ۳ را ببینید). بنابراین، حتی زمانی که مستمری ها در معرض نوسان شدید ارزش دارایی های مالی قرار گیرند، حداقل ضمانت های بازنشستگی، مشترکین کم درآمدتر را از فقر حفظ می نماید. البته کاهش در قیمت

دارایی‌ها هنوز می‌تواند به طور عمده ای مزایای بازنشستگی را کاهش دهد.

شکل ۳: حداقل مستمری ضمانت شده



مستمری حداقل (درصد از درآمد متوسط)

۴-۱- تنها تعداد کمی از کارکنان طی دوره ای بازنشسته خواهند شد که مستمری شان به علت تنزل ارزش دارایی‌ها کاهش یابد. کارکنانی که بیشترین کاهش را در مستمری‌های خود تجربه می‌نمایند کسانی هستند که در بطن بحران بازنشسته می‌شوند و به طور خاص، کسانی هستند که باید پس اندازهای بازنشستگی تجمعی خود را به مستمری ماهانه تبدیل نمایند. اکثر کشورهای دارای سیستم اندوخته گذاری اجباری، این سیستم‌ها را طی بیست سال اخیر ایجاد نموده اند و نخستین مشترکین آن‌ها کارکنانی بوده اند که بیش از بیست سال از سن بازنشستگی فاصله داشته اند. گرچه برخی از این کشورها به کارکنان مسن‌تر نیز اجازه انتقال به این سیستم‌های اندوخته گذاری را داده اند، اما بجز در چند کشور، مبالغ مربوط به این

کارکنان مسن تر چشمگیر نبوده است. بنابراین تقریباً تعداد افراد شدیداً وابسته به سیستم اندوخته گذاری که در کوتاه مدت بازنشسته می گردند، محدود است.

البته وضعیت در مناطق گوناگون تقریباً متفاوت است. در کشورهای اروپای شرقی و آسیای میانه که سیستم های خود را اوایل دهه ۱۹۹۰ اصلاح نموده اند تقریباً عمده گروه ها ۱۵ سال یا بیشتر و گروه های محدودی حدود ۴ سال با بازنشستگی فاصله دارند (ضمیمه را ببینید). در امریکای لاتین که اصلاحات زودتر رخ داده است وضعیت متفاوت است؛ چرا که لایه های اندوخته گذاری، کارکنانی که در این زمان بازنشسته می شوند را تحت تأثیر قرار داده است (ضمیمه را ببینید). اما حتی در این موارد نیز تعداد کمی از اعضای برنامه تحت تأثیر قرار می گیرند. به عنوان مثال، در مورد شیلی که قدیمی ترین سیستم اندوخته گذاری را دارد، تنها ۵ درصد اعضای طرح باید در ۵ سال آینده بازنشسته شوند و این میزان برای بسیاری کشورهای دیگر پایینتر می باشد.

به علاوه، برخی سیستم های اندوخته گذاری شده، ترکیب دارایی های متعدد و از جمله گزینه های محافظه کارانه ای طراحی نموده اند که عمدتاً در اوراق قرضه دولتی کوتاه مدت سرمایه گذاری می کنند. گرچه این ترکیب دارایی ها نرخ بازده نسبتاً پایینی ارائه می نمایند، لیکن اعضای طرح را از اکثر زیان های متوجه ارزش دارایی مصون می دارند. به عنوان مثال در شیلی که صندوق های چندگانه را در سال ۲۰۰۲ معرفی نمود، کارکنان مسن تر اگر انتخاب خاصی نداشته باشند به گزینه پیش فرضی که محافظه کارتر است سوق داده می شود. در نتیجه، ۸۰ درصد اعضای که حداکثر ۵ سال با بازنشستگی فاصله دارند در یکی از دو پرتفوی محافظه کارتر سرمایه گذاری نموده و تا



حد زیادی از زیان‌ها مصون مانده‌اند. با این حال حتی اگر تعداد کمی از افراد تحت تأثیر سوء بحران قرار گیرند، این مسئله تأثیر مهمی بر نحوه ادراک اصلاحات دارد.

## ۲- آیا طرح‌های فاقد اندوخته مزایای معین نیز تحت تأثیر قرار گرفته‌اند؟

سیستم‌های بازنشستگی فاقد اندوخته و مرتبط با درآمد (DB-PAYG) با شدت و سرعت کمتری تحت تأثیر قرار می‌گیرند؛ افت اقتصادی، جریان‌های درآمدی آن‌ها را کاهش داده و به طور بالقوه تقاضای مزایا را افزایش می‌دهد. در حقیقت، رکود جهانی پیش‌آمده در بسیاری از کشورها به علت کاهش اشتغال یا کاهش در سطح درآمدهایی که منبع اخذ حق بیمه‌ها هستند موجب کاهش درآمد حاصل از حق بیمه‌ها شده است. به علاوه، مخارج بازنشستگی چنین طرح‌هایی به محض این که تعداد افراد بیشتری بازنشسته شوند و در مقابل افت اقتصادی به مستمری‌های بازنشستگی روی آورند فزونی می‌یابد. ادعای از کارافتادگی نیز در پاسخ به افزایش بیکاری بالا می‌رود.

### ۱-۲- درجه تأثیر مالی تا حد زیادی به بلوغ طرح بستگی دارد.

کشورهایی با بیشترین فشارهای مالی مواجه خواهند شد که جریان‌های مالی ناشی از حق بیمه‌ها و سرمایه‌گذاری کمتر از مخارج جاری آنها می‌باشد. برخی از این کشورها عبارتند از: آذربایجان، برزیل، مصر، مراکش، روسیه، صربستان و تونس. آن‌ها کشورهایی که در وضعیت مالی قوی‌تری هستند ممکن است نیاز به کاهش موقت ترازهای نقدی و متوسل شدن به ذخایر خود داشته باشند. به هر حال، ترمیم تأثیرات پس از گذر از بحران ممکن خواهد بود.

۲-۲- میزان تاثیر به نحوه مواجهه دولت با کسری درآمدها نیز بستگی دارد. آن ها می توانند کسری طرح های بازنشستگی را کاملاً تأمین مالی نمایند یا به عکس ممکن است با به تأخیر انداختن پرداخت مزایا یا عدم افزایش سالانه مزایا (شاخص بندی)<sup>۱</sup> در پرداخت تعهدات بازنشستگی کوتاهی کنند. مشکل اصلی در کشورهایی مشاهده می شود که کسری های مالی عمده ای دارند و جهت تأمین مالی به وام خارجی وابسته اند که تأمین مالی دوباره آن با بحران اعتبار جهانی مشکل تر می شود.

۲-۳- در برخی موارد (مانند آرژانتین) کشورهایی که لایه دوم اندوخته گذاری را معرفی نموده اند ممکن است وسوسه شوند که بخشی از حق بیمه های بیمه اجتماعی را که سابقاً به طرح های توازن درآمد با هزینه (PAYG) می رفت دوباره به طرح های دولتی تخصیص دهند. گرچه این اقدام موجب ایجاد جریان نقدی در کوتاه مدت می شود اما وضعیت بدهی های خالص دولت را در کل بهبود نمی بخشد و ریسک های آن پیامدهای منفی بلندمدت بر وضعیت مزایای افراد دارد. علاوه بر این که موجب کاهش متنوع سازی سیستم بازنشستگی و قرار دادن افراد در معرض ریسک کاهش مزایای آینده می گردد.

---

<sup>۱</sup> Indexation

### ۳- پاسخ های کوتاه مدت

در کوتاه مدت، دولت ها باید از انجام واکنش های سریع احساسی به شرایط اقتصادی فعلی پرهیز نموده و به تحلیل پیامدهای کامل واکنش های سیاسی در ارتباط با افق برنامه ریزی بلندمدت برنامه های بازنشستگی بپردازند. سه توصیه کلی عبارتند از :

۳-۱- اول، دولت ها باید از معکوس سازی اصلاحات در کوتاه مدت که به خوبی ارزیابی نشده و به زیان بازنشستگان آینده تمام خواهد شد اجتناب نمایند. ارجاع کارکنانی که بیش از ۵ سال تا زمان بازنشستگی فاصله دارند به سیستم توازن درآمد با هزینه به نظر جذاب و از لحاظ سیاسی مصلحت آمیز می باشد. این مسئله متضمن آن است که دولت پذیرای بدهی ضمنی بازنشستگی در سیستم توازن درآمد با هزینه گردد و نیاز به تأمین مالی در آینده خواهد داشت ضمن این که محدود نمودن حق بیمه ها به سیستمهای اندوخته گذاری در این دوران از افراد فرصت دریافت مستمریهای بیشتر در آینده را سلب می نماید. این امر خصوصاً اکنون که اعضای طرح می توانند دارایی ها را در قیمت نسبتاً پایین تری خریداری نمایند و سود بالقوه بالاتری اتخاذ نمایند صحت دارد.

به طور مشابه، تغییر تخصیص دارایی ها به ابزارهایی مانند اوراق قرضه دولتی کوتاه مدت که ایمن تر تلقی می شوند ممکن است موجب تسکین خاطر اعضا گردد، اما به طور جدی فرصت مزایای بازنشستگی بیشتر را سلب می نماید. تحلیل الگوهای تاریخی بازارهای دارایی در کشورهای توسعه یافته نشان می دهد که علیرغم نوسانات نرخ بازده به علت تغییرات بازار، پرتفوی متنوع دارایی ها منجر به سطوح بالای پس انداز بازنشستگی تقریباً در همه زمان ها شده است.

۲-۳- دوم، دولت‌ها باید در نظر داشته باشند که بحران مالی اخیر یک پدیده بسیار نادر است. از این رو مقابله با تأثیرات بحران، مستلزم به کارگیری روش‌های موقت است تا تغییرات ساختاری در سیاست‌ها. علاوه بر این هر نوع مخارجی که جهت مقابله با بحران مدنظر قرار می‌گیرد نیاز به طراحی دقیق دارد. اگر چنین مخارجی تصویب شد حذف آن‌ها بسیار مشکل خواهد بود حتی هنگامی که شرایط، دیگر وجود آن‌ها را الزام ننماید.

۳-۳- سوم، دولت‌ها نباید تأثیرات مثبتی که سرمایه‌گذاران نهادی (مانند صندوق‌های بازنشستگی) می‌توانند در بلندمدت بر سیستم مالی، اشتغال و رشد اقتصادی داشته باشند نادیده بگیرند. کشورهایی که دارای صندوق‌های بازنشستگی توسعه یافته، قانونمند و تحت نظارت هستند (مانند شیلی) بهتر قادر به تحمل شوک‌های گذشته بوده‌اند چرا که خرید اوراق قرضه تجاری تا حدودی کاهش دستیابی به وام بانک را جبران می‌نماید. شواهدی در دست است که صندوق‌های بازنشستگی در حال حرکت به سوی بازارهای وام هستند که پیش از این تحت سلطه بانک‌های تجاری و سرمایه‌ای قرار داشت (مانند هلند).

راه حل‌های کوتاه مدت زیر باید مدنظر قرار گیرند:

۴-۳- ایجاد یک عرصه اطلاعات داخلی برای توضیح وضعیت به مشترکین طرح‌های اندوخته‌گذاری و مزایای معین فاقدان‌دوخته، آگاه ساختن عموم از نوسانات بازده سرمایه‌گذاری‌ها، تأمین اطلاعات مشروح از تأثیر واقعی و پیش‌بینی شده بر مزایای کارکنان در گروه‌های مختلف سنی و توصیف معیارهایی چون مستمری‌های

حداقل یا غیرمشارکتی جهت حمایت از فقیرترین و آسیب پذیرترین افراد. چنین تلاشی به طور ایده آل در هر واقعه ای می تواند به کار رود تا ادراک و توان مالی کارکنانی که تحت تأثیرات بلندمدت سیستم بازنشستگی قرار دارند را توسعه دهد. بحران اخیر می تواند عزم انجام چنین تلاشی را فراهم آورد و در این زمان که کارکنان نسبت به موضوعات مالی ملتفت هستند، فرصت ایده آلی برای اجرای مؤثر آن ایجاد نماید.

**۵-۳- ایجاد چارچوبی برای ایجاد مستمری به روش مرحله ای یا تأخیری یا دریافت مزایا به روش مخارج مرحله ای در هنگام بازنشستگی.** این مسئله برای طرح های اندوخته گذاری شده با مستمری های اجباری مهم تلقی می شود. همان گونه که در بالا ذکر شد، افرادی از ناحیه کاهش سریع ارزش دارایی ها در معرض ریسک قرار دارند که بسیار به زمان بازنشستگی نزدیک هستند و با تبدیل دارایی های حسابشان به مستمری ماهانه گرفتار کسری های عظیم می گردند. امکان به کارگیری مخارج مرحله ای و خرید تدریجی مستمری ماهانه می تواند افراد را قادر سازد تا زمانی که دارایی هایشان فرصت بهبود یابند، بدون نیاز به نقدینگی دارایی های سرمایه ای به ترمیم اثرات بحران بپردازند.

**۶-۳- ملاحظه یک برنامه حمایتی محدود و در محدوده زمانی خاص برای گروه کوچکی که در بطن بحران بازنشسته می شوند.** درحقیقت، تعدادی از کارکنان کم درآمد با سطوح پایین پس انداز وجود دارند که حتی با خرید مستمری های مرحله ای یا مخارج مرحله ای، باز هم محتاج نقد کردن دارایی های کاهش یافته

خود در کوتاه مدت هستند. این گروه می توانند از طریق برنامه هایی که حداقل بازده ضمانت شده ای را پیشنهاد می کنند مورد حمایت واقع شوند مانند آنچه در سیستم بانکداری در پاسخ به بحران فراهم شده است. این کمک باید تنها در دسترس گروه کم درآمد و نزدیک به بازنشستگی قرار گیرد و هنگامی که ترمیم به نقطه قابل قبولی رسید این تلاش ها باید متوقف شود. در هر صورت در همه موارد، هزینه های فرصت و اثرات بازتوزیعی منابع دولتی باید به دقت مورد ارزیابی واقع شود.

**۷-۳- کمک به سیستم های توازن درآمد با هزینه برای استمرار دوام مالی و حمایت از مزایای کارکنان کم درآمد.** همان گونه که در بالا ذکر شد، در بسیاری موارد دولت ممکن است نیازمند فراهم نمودن منابع مالی اضافی جهت طرح های بازنشستگی دولتی باشد تا کاهش در حق بیمه های کارکنان را جایگزین و جبران نماید. دولت می تواند با پیشنهاد مستمری های ثابت حداقل و ترمیم کامل سالانه مزایا، گزینه هایی جهت پیشینه نمودن حمایت از کارکنان کم درآمد زیان دیده ایجاد نماید. در هر حال در مورد چنین تلاش هایی باید در نظر داشت که بسیاری سیستم های توازن درآمد با هزینه تنها اقلیت غنی تر نیروی کار را پوشش می دهد و این چنین حمایت هایی به زیان گروه های آسیب پذیرتری که تحت پوشش سیستم بازنشستگی رسمی قرار ندارند تمام می شود.

**۸-۳- ملاحظه دوباره قوانین ارزش گذاری دارایی های صندوق بازنشستگی با توجه به نوسانات شدید اخیر در بازارهای مالی.** اخیراً گرایش زیادی به سمت الزامات ارزیابی دارایی ها به روش حسابداری جاری (Mark to market) در همه انواع نهادهای مالی

از جمله صندوق های بازنشستگی وجود داشته است. گرچه این روش عموماً شفافیت و ارزش افشا را ارتقا می بخشد، اما شرایطی مانند بحران اخیر آن را ضدتولیدی نشان داده اند. قانونگذاران و ناظرین به دنبال آزاد کردن این قوانین برای هموارسازی ارزش گذاری های فعلی در صورت وقوع نوسانات جدید قیمت در کوتاه مدت هستند.

#### **۴- پاسخ های میان مدت**

بحران مالی انگیزه پرقدرتی برای همه کشورهای ایجاد نموده است تا طراحی و اجرای سیاست های خود را مرور نمایند تا به اهداف اصلی سیستم های بازنشستگی جامعه عمل ببوشانند. این مسئله به طور خاص اهمیت متنوع سازی در طراحی کلی سیستم و نیاز به مدیریت مؤثر ریسک در ترتیبات اندوخته گذاری را مورد تأکید قرار می دهد. در میان مدت، بذل توجه به مسائل زیر اهمیت دارد:

##### **۱-۴- متنوع سازی بهتر ریسک های مالی و سایر ریسک های**

*اقتصاد کلان*. بحران مالی، اهمیت سیستم های بازنشستگی چندلایه را که می تواند در مواجهه با شدیدترین آشفتگی های مالی و اقتصادی مقاوم و انعطاف پذیر باشد تقویت می نماید. سیستم چندلایه می تواند عناصری چون مستمری های اجتماعی یا مزایای ضمانت شده حداقل (لایه صفر) را جهت اهداف فقرزدائی، همچنین لایه اول مرتبط با درآمد و لایه دوم اندوخته گذاری را دربر گیرد. این سه لایه در کنار یکدیگر برای کل جمعیت حتی در نقاط پایین چرخه اقتصادی مزایای عمده ای به همراه می آورند. سؤالات کلیدی دولت ها در این زمینه عبارت خواهند بود از: (۱) چگونه سطح مستمری پایه و شرایط احراز آن تنظیم گردد و (۲) چگونه نرخ حق بیمه بین لایه اول ( که بیشتر در

معرض ریسک بازار کار قرار دارد) و لایه دوم (که بیشتر در معرض ریسک های مالی قرار دارد) تخصیص داده شود.

**۲-۴- توسعه بخشیدن به مدیریت ریسک های مالی.** برای لایه های اندوخته گذاری ( دوم و سوم)، توجه مضاعف بر اهمیت مدیریت ریسک پیشرفته و استانداردهای حاکمیتی حیاتی بوده و این مقوله ها باید در مقررات و نظارت صندوق های بازنشستگی مدنظر قرار گیرد. علاوه بر این، برای حفاظت هرچه بیشتر بازنشستگان از تأثیر نوسانات حساب ها پیش از بازنشستگی، مکانیزم هایی باید به کار رود. این مکانیزم ها شامل معرفی پرتفویهای وابسته به سن / چرخه عمر می باشند که کارکنان کم درآمد و با درآمد متوسط را ملزم می نمایند بخشی از حساب خود را با نزدیک شدن به سن بازنشستگی به سرمایه گذاری های کم ریسک تر جابجا کنند.

**۳-۴- ایجاد سیستم های توازن درآمد با هزینه پایدارتر، مستحکم تر و ایمن تر.** برای لایه اول، کشورها باید اقتباس طرح های مشارکت معین فرضی را مدنظر قرار دهند که مزایا به حق بیمه ها و امید به زندگی فرد در زمان بازنشستگی ارتباط می یابد. به طور ایده آل، این سیستم ها یک صندوق ذخیره (Reserve fund) و مکانیزمی جهت تعدیل تغییرات اقتصادی و جمعیتی تشکیل می دهند.

کشورهایی با سیستم های مزایای معین سنتی نیز حداقل باید تغییراتی در فرمول مزایا و شرایط واجدیت ایجاد نمایند به گونه ای که : (۱) به تدریج تمام حقوق دوران اشتغال را در محاسبه مستمری ها وارد نمایند به گونه ای که حقوق و مزایای پیشین با نرخ رشد متوسط حقوق، ترمیم ( شاخص بندی) می شوند و (۲) محاسبه نرخ تعهدی را به سن بازنشستگی و نرخ حق بیمه ارتباط دهد. اگر این دو معیار به کار گرفته



شوند، کشورها می توانند شاخص بندی خودکار مستمری ها را مورد ملاحظه قرار دهند.

**۴-۴- داشتن یک لایه صفر با طراحی مناسب، که قابل استطاعت و قابل توجیه باشد.** یک لایه صفر با طراحی مناسب یا وجود یک مستمری حداقل ضمانت شده به همراه یکی دیگر از لایه ها می تواند تأثیر نوسانات اقتصادی آینده بر سالمندان آسیب پذیر یا فقرای مادام‌العمر را تسکین بخشد. این سیستم ها باید به خوبی طراحی شوند تا از توان استطاعت آن ها و نداشتن تأثیرات انگیزشی منفی بر افراد اطمینان حاصل شود.

**۴-۵- کنار هم نهادن پس اندازهای بیکاری و گزینه های بیمه ای در یک سیستم بیمه اجتماعی کلی.** سیستم های بازنشستگی می توانند در دوره های شکست اقتصادی عملاً به سیستم های بیمه بیکاری تبدیل شوند، به این صورت که کارکنانی که شغل خود را از دست می دهند، چون گزینه های دیگری در دسترس نیست به دنبال ادعای مزایای از کارافتادگی یا بازنشستگی خواهند بود. برخی کشورها نیازمند ایجاد محدودیت های بیشتر بر ادعاهای از کارافتادگی یا بازنشستگی زودرس هستند، ضمن این که باید به تقویت سیستم های حفاظت از درآمد برای کارکنانی که شغل خود را از دست داده اند بپردازند. گزینه هایی مانند ترکیب هایی از بیمه بیکاری و حساب های پس انداز انفرادی بیکاری می توانند در دسترس باشند.

## ضمیمه

### سیستم های بازنشستگی در اروپای شرقی و آسیای میانه

کشور	حق بیمه طرح اندوخته گذاری (به صورت درصدی از حقوق)	نسبت حق بیمه لایه اندوخته گذاری به کل حق بیمه	سال افتتاح طرح اندوخته گذاری	مشارکت در طرح اندوخته گذاری	سال بازنشستگی مشترکین طرح اندوخته گذاری
بلغارستان	٪۵	٪۲۱,۷	۲۰۰۲	اجباری >۴۲ سال	کل گروه در ۲۰۳۰
کرواسی	٪۵	٪۲۵	۲۰۰۲	اجباری >۴۰ و اختیاری ۴۰-۵۰	عمده مشترکین برای زنان تا ۲۰۲۲ تا مردان تا ۲۰۲۷ و بخش کوچکی از گروه برای زنان ۲۰۰۸ و مردان ۲۰۱۳
استونی	٪۶	٪۲۰	۲۰۰۲	اختیاری	بخشی از گروه ها تا ۲۰۱۲
مجارستان	٪۸	۲۳,۹	۱۹۹۸	جهت ورودی های جدید اجباری و برای سایرین اختیاری	بخشی از گروه ها تا ۲۰۰۸ و بخش عمده تا ۲۰۳۵
قزاقستان	٪۱۰	٪۱۰۰	۱۹۹۸	برای همه اجباری	
کوزوو	٪۱۰	٪۱۰۰	۲۰۰۲	اجباری >۵۵	عمده گروه ۲۰۱۲
لاتویا	٪۸	٪۲۴	۲۰۰۱	اجباری >۳۰ و اختیاری ۳۰-۵۰	بخشی از گروه ها تا ۲۰۱۳ و بخش عمده تا ۲۰۲۲
لیتوانی	٪۵,۵	٪۲۲	۲۰۰۴	اختیاری	بخش کوچکی تا ۲۰۱۴
مقدونیه	٪۷,۴۲	٪۳۵	۲۰۰۶	برای ورودی های جدید اجباری	بخشی از گروه ها تا ۲۰۱۶ و بخش عمده برای زنان تا ۲۰۴۳ و برای مردان تا ۲۰۴۵
لهستان	٪۷,۳	۲۶,۱	۱۹۹۹	اجباری >۳۰ و اختیاری ۳۰-۵۰	عمده مشترکین برای زنان تا ۲۰۲۹ تا مردان تا ۲۰۳۴ و بخش کوچکی از گروه برای زنان ۲۰۰۹ و مردان ۲۰۱۴
رومانی	٪۲ و قابل افزایش به ٪۶	٪۶,۷	۲۰۰۸	اجباری >۳۵ و اختیاری ۳۶-۴۵	عمده مشترکین برای زنان تا ۲۰۳۳ تا مردان تا ۲۰۳۸ و بخش کوچکی از گروه برای زنان ۲۰۲۳ و مردان ۲۰۲۸
روسیه	٪۶	٪۳۰	۲۰۰۲	اجباری >۳۵	عمده گروه برای زنان تا ۲۰۲۲ و مردان ۲۰۲۷
جمهوری اسلواکی	٪۹	٪۳۱,۳	۲۰۰۵	برای همه اختیاری	بخشی از گروه تا ۲۰۱۵

### سیستم های بازنشستگی در امریکای لاتین و حوزه کارائیب

کشور	طرح ملی		نرخ حق بیمه (سیستم اصلی)			درصد کارکنان در طرح اندوخته گذاری	درصد حق بیمه های تعلق گرفته به طرح اندوخته گذاری
	شامل طرح اندوخته گذاری؟	در قالب سیستم چندلایه؟	کارمند	کارفرما	خویش فرما		
بولیوی	بلی	خیر	%۱۲,۲	%۰	%۱۲,۲	%۱۰۰	%۱۰۰
برزیل	خیر	-	%۸-۱۱	%۲۰	%۲۰	-	-
شیلی	بلی	خیر	%۱۲,۵	%۰	%۱۲,۵	%۹۶	%۱۰۰
کلمبیا	بلی	خیر	%۷,۸	%۲۳,۳	%۳۱	%۵۶	%۵۰
کاستاریکا	بلی	بلی	%۲,۵	%۴,۸	%۰	%۱۰۰	%۰
اکوادور	خیر	-	%۶-۹	%۱-۳	%۶,۶	-	-
ال سالوادور	بلی	خیر	%۶	%۷	%۰	%۹۸	%۱۰۰
گواتمالا	خیر	-	%۱,۸	%۳,۷	%۵,۵	-	-
هائیتی	خیر	-	%۶	%۶	%۰	-	-
هندوراس	خیر	-	%۱	%۲	%۰	-	-
مکزیک	بلی	خیر	%۲,۷	%۶,۳	%۹	%۱۰۰	%۷۲,۲
نیکاراگوئه	خیر	-	%۶,۳	%۱۵	%۰	-	-
پاناما	بلی	بلی	%۷,۵	%۳,۵	%۱۱	%۶۸,۲	%۰
پاراگوئه	خیر	-	%۹	%۱۴	%۰	-	-
پرو	بلی	خیر	%۱۳	%۰	%۰	%۷۲	%۱۰۰
جمهوری دومینیکن	بلی	خیر	%۲,۹	%۷,۱	%۰	%۹۳,۵	%۱۰۰
اروگوئه	بلی	بلی	%۱۵	%۷,۵	%۱۵	%۴۳	%۵۰
ونزوئلا	خیر	-	%۱,۹	%۴,۸	%۰	-	-

بحران مالی جهانی، صدمات زیادی بر جنبه های مختلف اقتصاد و از جمله سیستم های بازنشستگی وارد نموده است. این بحران انواع مختلف سیستم های بازنشستگی اعم از دولتی و خصوصی، مزایای معین (DB) و مشارکت معین (DC)، اندوخته گذاری و فاقد اندوخته، اجباری و اختیاری را تحت تأثیر قرار داده و دولت ها و سیاست گذاران را به تفکر و چاره اندیشی در این زمینه واداشته است. در این راستا، سازمان های متولی امر تأمین اجتماعی و بازنشستگی شروع به مطالعه تأثیرات بحران بر این سیستم ها و ارائه راه حل های ممکن نموده اند.

مقاله حاضر که در دو بخش ارائه شده است، مطالعات اولیه و مستقل سازمان همکاری های اقتصادی و توسعه (OECD) و بانک جهانی (WB) از تأثیر بحران در کشورهای تحت مطالعه خویش را منعکس می نماید.



تهران: خیابان دکتر فاطمی - میدان جهاد - شماره ۵۵

تلفن : ۸۸۹۵۴۴۰۵-۰۲۱(خط ۱۵)

تلفن گویا: ۸۸۹۶۸۴۳۰-۰۲۱(خط ۴)

[WWW.cspf.ir](http://WWW.cspf.ir)

[info@cspf.ir](mailto:info@cspf.ir)