

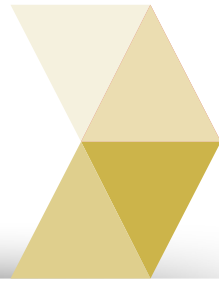


به نام خدا



گزارش کارشناسی

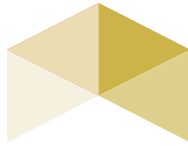
اصول سرمایه گذاری بهینه منابع صندوق های تأمین اجتماعی



موسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی

اقتصاد و سرمایه گذاری





اصول سرمایه گذاری بهینه منابع صندوق های تأمین اجتماعی

مجری: حمید یاری

ناظر علمی: گروه اقتصاد و سرمایه گذاری

شماره مسلسل: EI۲۲DF (۹۸/۱۹)

تاریخ انتشار گزارش: ۹۸/۱/۲۰



موسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی

واژه های کلیدی:

سرمایه گذاری

صندوق های تأمین اجتماعی

مدیریت و نظارت

خط مشی و راهبرد



خواننده گرامسی از طریق
اسکن بارکد، می تواند جهت
شرکت در نظرسنجی این
کتاب به لینک مربوط به آن
مراجعه کنید.



فهرست مطالب

۴	پیشگفتار مؤسسه
۶	۱. بیان مسأله
۷	۲. سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی
۹	۳. نظام‌های بازنشستگی
۱۲	۴. مفاهیم اساسی در ساختار سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی
۱۷	۵. تجارب سایر کشورها در زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی
۱۷	۵-۱. آلمان
۲۰	۵-۲. انگلستان
۲۲	۵-۳. هلند
۲۵	۵-۴. آمریکا
۲۷	۵-۵. عربستان سعودی
۲۸	۵-۶. روسیه
۳۰	۶. تجزیه و تحلیل رهنمودهای سازمان‌های بین‌المللی
۳۱	۶-۱. رهنمود در زمینه ساختار مدیریت و نظارت
۳۱	۶-۱-۱. شناخت مسئولیت‌ها
۳۱	۶-۱-۲. ارکان مدیریت و نظارت
۳۲	۶-۱-۳. مؤسسه سرمایه‌گذار و کمیته سرمایه‌گذاری
۳۳	۶-۱-۴. مسئولیت پاسخگویی
۳۴	۶-۱-۵. حداقل استانداردهای شایستگی مدیران
۳۴	۶-۱-۶. مشورت با متخصصان
۳۵	۶-۱-۷. حسابرس
۳۵	۶-۱-۸. متخصص محاسبات بیمه
۳۶	۶-۱-۹. حافظ دارائی‌ها
۳۷	۶-۲. رهنمود در زمینه سازوکارهای مدیریت و نظارت
۳۷	۶-۲-۱. سیستم‌های کنترل
۳۷	۶-۲-۲. گزارشگری داخلی
۳۸	۶-۲-۳. افشاء برای عامه
۳۸	۶-۳. رهنمود در زمینه سرمایه‌گذاری
۳۸	۶-۳-۱. اهداف
۳۹	۶-۳-۲. رهیافت جامع سرمایه‌گذاری
۳۹	۶-۳-۳. خط مشی و راهبرد سرمایه‌گذاری
۴۲	۶-۳-۴. تنگناهای سرمایه‌گذاری
۴۳	۶-۳-۵. اصول فرد دوراندیش
۴۴	۶-۳-۶. ارزش‌گذاری
۴۵	۷. نتیجه‌گیری



پیشگفتار مؤسسه

سازمان بین‌المللی کار به طور سنتی چهار اصل اساسی برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی برمی‌شمارد. سه ویژگی نخست یعنی ایمنی، دستاورد (بازده) و نقدبندی برای دیگر نهادهای امانی نیز کاربرد دارند. با این حال، پس از برآورده شدن این شرایط اساسی یک عامل دیگر نیز باید در نظر گرفته شود. این عامل چهارم اهداف اقتصادی و اجتماعی است که توجه به آن‌ها منعکس‌کننده مسئولیت‌ها و اهمیت طرح‌های اجتماعی در اقتصادهای ملی است.



اگر الزامات ایمنی، بازده و نقدشوندگی برآورده شود، آنگاه منافع اقتصادی و اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌تواند در سیاست‌گذاری‌ها در نظر گرفته شود. در راستای منافع طرح حمایت اجتماعی است که منابع به گونه‌ای سرمایه‌گذاری می‌شوند که مستقیم یا غیرمستقیم در بهبود شرایط سلامت و آموزش افراد بیمه شده یا استانداردهای زندگی آن‌ها مؤثر باشند. همچنین، از آنجایی که سرمایه‌گذاری‌ها همیشه موجب خلق ابزارهای تولید بهتر و جدیدتر می‌شود، ممکن است بتوان آن‌ها را به گونه‌ای هدایت کرد تا حداکثر اشتغال جدید را به همراه داشته باشند. در واقع افزایش درآمد ملی از طریق اشتغال، بهبود پایدار استانداردهای زندگی مردم را در پی دارد.

از سوی دیگر صندوق‌های بازنشستگی دارای حجم عظیمی از ذخایر و پس‌اندازهایی هستند که حاصل از منابع بیمه‌شدگان است، این

مهم آنها را از سرمایه‌گذاران جز در بازار متمایز می‌سازد و همین حجم عظیم ذخایر به شدت عملکرد این صندوق‌ها را در حوزه تعیین پرتفوی دارایی‌ها و تدوین استراتژی مدیریت پرتفوی به وضعیت اقتصادی (به ویژه بازار سرمایه) گره می‌زند. لذا به نظر می‌رسد نوع سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی دارای ادبیات منحصر به فرد و متمایزی باشد. از این رو گزارش حاضر که یکی از خروجی‌های مجموعه اقدامات مطالعاتی موسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی با موضوع سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی است بر آن است تا ضمن بررسی تجارب سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی کشورهای منتخب و همچنین رهنمودهای سازمان‌های بین‌المللی در این زمینه راهکارهای بهینه سرمایه‌گذاری برای سازمان تأمین اجتماعی ارائه دهد. امید است این مطالعه گامی هرچند اندک در راستای بهبود تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری در حوزه سرمایه‌گذاری سازمان بردارد.

شهرام غفاری
رئیس مؤسسه
بهار ۱۳۹۸



ماهیت تأمین اجتماعی بیش از همه در ارتباط با مفهوم مسئولیت است و این ساختار در تمامی سازمان‌های تأمین اجتماعی وجود دارد. همین موضوع تفاوت اساسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بیمه‌ای با شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بخش‌های دیگر است.

موقعیت و مسئولیت تأمین اجتماعی دارای پیچیدگی‌های خاصی است و این سازمان دارای مسئولیت زیادی در قبال ذینفعان است، بنابراین اصول سرمایه‌گذاری‌های این سازمان تفاوت زیادی با بخش خصوصی و تعاونی دارد. لذا در کنار اینکه در بحث سرمایه‌گذاری باید به مسائلی مانند حداکثر سازی بازده پورتفولیو، نرخ تولید، تورم، امید به زندگی و مسئولیت‌های خطیر تأمین اجتماعی در قبال نسل‌های مختلف توجه کرد و خواهان وابستگی بین نسلی و تساوی نسل‌ها شد تا نسل‌های آینده تاوان اشتباه تصمیم‌گیری‌های نسل قبلی و کنونی را ندهند، بلکه با توجه به اینکه در بسیاری از کشورها، صندوق‌های تأمین اجتماعی بخش بزرگی از بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند، از این نظر، سرمایه‌گذاری صندوق‌های یاد شده باید اهداف بلندمدتی 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 در نظر گرفتن این نکته که پایداری مالی طرح تأمین اجتماعی به رشد اقتصاد ملی آن کشور نیز بستگی دارد، بنابراین در تدوین خط مشی و راهبردهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی باید هم منافع ملی در نظر گرفته شود و هم منافع نسل‌های کنونی و نسل‌های آتی. به طور کلی این گزارش درصدد آن است که با توجه به تجارب کشورهای پیشرفته، رهنمودهای سازمان‌های بین‌المللی (نظیر اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی) و در نظر گرفتن شرایط خاص جاری بر روابط تأمین اجتماعی و نهادها و مؤسسات خصوصی و دولتی، اصول کلی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی را بازبینی نموده و راهبردهایی برای صندوق‌های تأمین اجتماعی ارائه نماید.

۲- سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی



صندوق‌های بازنشستگی در نظام تأمین اجتماعی نهادهایی مالی هستند که از حق بیمه و وجوه پرداختی توسط کارفرما و کارکنان یک سازمان، تأمین مالی شده و علی‌القاعده وظیفه دارند از طریق سرمایه‌گذاری‌های سودآور، زمینه پرداخت مستمری بازنشستگی کارکنان سازمان را بعد از پایان مدت قانونی فعالیت‌شان، فراهم آورند تا از این طریق ناامنی اقتصادی و عدم اطمینان از درآمد بازنشستگان را کاهش دهند.

هدف اصلی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، حفظ و ارتقاء ارزش واقعی ذخایر بیمه‌شدگان سازمان تأمین اجتماعی است و سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی نقش مهمی در تداوم پذیری برنامه‌های مالی تأمین اجتماعی ایفا می‌کند و از آنجا که قابلیت برگشت‌پذیری سرمایه از منابع درآمدی تأمین اجتماعی به حساب می‌آید، مدیریت حرفه‌ای صندوق تأمین اجتماعی برای تداوم‌پذیری برنامه‌های مالی این سازمان امری حیاتی به نظر می‌رسد. لذا قاعدتاً، ماهیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاسیس شده توسط نظام تأمین اجتماعی باید به صورت بلندمدت باشد و از سوئی دیگر این سازمان باید در تأمین بودجه سرمایه‌گذاری‌های خود انعطاف پذیر بوده و تخصیص منابعش را به بهترین شکل انجام دهد. راه کار بهینه تخصیص منابع باعث ایجاد یک برنامه سرمایه‌گذاری واضح، مشخص و طولانی مدت برای سازمان تأمین اجتماعی می‌شود که به عنوان ابزاری به منظور تعادل منابع و بدهی‌ها در آینده به کار می‌رود. در تعادل منابع و بدهی‌ها باید این واقعیت در نظر گرفته شود که فعالیت‌های یک سازمان بیمه‌ای بایستی بر بازگشت بیشتر و هر چه سریعتر سرمایه به صندوق‌های خود متمرکز باشد که این امر به یک ثبات مالی نیاز دارد. در ثبات مالی سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی سه عنصر اصلی میزان سود، میزان مشارکت و تخصیص منابع اهمیت ویژه‌ای دارند این سه عنصر تا حد زیادی به هم وابسته‌اند. برای مثال، اگر تصمیمی در خصوص افزایش سود گرفته می‌شود میزان مشارکت‌ها هم باید افزایش یابد. زیرا در غیر اینصورت، هر ساله شکاف عظیمی میان میزان سود و سرمایه‌گذاری

ایجاد می‌شود. همچنین، اگر طرح تخصیص منابع، مقادیر بازگشتی کمی را به صندوق انتقال دهد افزایش سود بدون افزایش مشارکت امکان‌پذیر نخواهد بود. همچنین اگر میزان سطح سود و مشارکت ثابت باشند، در نتیجه نقش تخصیص منابع باید بتواند تضمین‌کننده بازگشت سرمایه‌ای باشد که توانایی پرداخت بدهی طرح را داشته باشد و این خود به معنی افزایش مشارکت علاوه بر بازگشت سرمایه‌ای معادل و یا بیشتر از میزان سود است. لذا صندوق بازنشستگی باید با به کارگیری وجوه حق بیمه افراد و سرمایه‌گذاری آن بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری کسب نموده و با پرداخت مستمری بازنشستگی و ایفای تعهدات خود در قبال بازنشستگان و مستمری‌بگیران به وظایف خویش عمل نماید. اما متأسفانه به دلیل آنکه کلیه نظام‌های بازنشستگی از نوع نظام‌های باز هستند و عوامل بیرونی خارج از نظام بر نحوه عملکرد آنها تأثیر مستقیم دارند، لذا صندوق‌های بازنشستگی اغلب از انجام کامل وظایف خود ناتوان هستند و دولت‌ها در برنامه‌های بازنشستگی و همچنین در مدیریت و نحوه اداره آنها مداخله می‌نمایند. اگرچه مداخله دولت‌ها در برنامه‌های بازنشستگی اجتناب‌ناپذیر و ضروری است، اما متأسفانه مداخله دولت‌ها در برنامه‌های بازنشستگی همیشه خوب طراحی نشده و بهبود اوضاع را به دنبال نداشته است. از آنجایی که دخالت‌های دولت در برنامه‌های بازنشستگی قابلیت بهتر یا بدتر کردن اوضاع در ابعاد مختلف و از زوایای گوناگون را دارد، لذا ساختار و گستره این دخالت‌ها باید به شکل حرفه‌ای علمی و به دقت مورد بررسی قرار گیرند.

۳- نظام‌های بازنشستگی



نظام‌های بازنشستگی دارای پیچیدگی‌های خاص خود هستند و تقسیم‌بندی استاندارد و از پیش تعیین شده‌ای برای آنها متصور نیست زیرا هر یک از این نظام‌ها با توجه به شرایط و اقتضائات اجتماعی، اقتصادی و سیاسی جوامع شکل گرفته و بعداً مبنای تقسیم‌بندی توسط کارشناسان قرار گرفتند.

نظام‌های بازنشستگی از نظر ارائه خدمات به دو گروه عمده تقسیم می‌شوند:

الف- مزایای معین (DB)^۱

ب- حق بیمه معین (DC)^۲



البته نوع سومی هم که ترکیبی از دو نوع اول و دوم است طراحی شده است.

در سیستم DB، برقراری حقوق بازنشستگی معمولاً براساس میانگین حقوق سال‌های آخر خدمت و در مواردی با اعمال ضریبی خاص محاسبه می‌شود. در سیستم DC، حقوق بازنشستگی براساس میزان کسورات پرداخت شده (حق بیمه) در سال‌های خدمت با لحاظ نمودن سود ناشی از سرمایه‌گذاری یا نرخ تورم محاسبه می‌شود.

همچنین نظام‌های بازنشستگی از نظر چگونگی تأمین منابع مالی نیز به دو گروه تقسیم می‌شوند:

الف- روش ارزیابی سالانه (روش نقدی)^۳

ب- روش اندوخته سرمایه (اندوخته‌گذاری)^۴



در روش PAYG نرخ حق بیمه به گونه‌ای تعیین می‌شود که درآمدهای هر سال برابر با هزینه‌های همان سال باشد و مقادیر اندکی نیز به عنوان ذخیره احتیاطی لحاظ می‌شود و از این جهت اندوخته‌گذاری در این سیستم صورت نمی‌گیرد.

1- Defined Benefit Plan

2- Defined Contribution Plan

3- PAYG (PAY-AS-YOU-GO)

4- CR (CAPITAL RESERVE)

در روش CR یا اندوخته‌گذاری (FUND) نرخ‌های حق بیمه برای دوره‌های میان‌مدت و بلندمدت ثابت و در سطح بالایی است و از این جهت در مراحل اول طرح ذخائری ایجاد می‌شود که برای پاسخگویی به کسری دوران بلوغ باید سرمایه‌گذاری شود. اغلب نظام‌های بازنشستگی که بعد از جنگ جهانی دوم ایجاد شدند از نوع PAYG-DB بودند که بعد از مواجهه با بحران به سیستم‌های DC-FUND تغییر یافتند.

نظام بازنشستگی در ایران و کلیه صندوق‌های بازنشستگی آن بر مبنای نظام DB-PAYG فعالیت می‌کند. اما همان‌طور که بیان شد، برنامه‌های بازنشستگی مبتنی بر سیستم بدون اندوخته (PAYG) در اغلب نقاط جهان به علت بدهی‌های بالا با مشکل مواجه شده‌اند (مؤسسه حسابرسی صندوق بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۸: ۱۱۳) و ایران نیز از این قاعده مستثنی نیست. تقریباً تمامی این کشورها و از جمله ایران هم اکنون با کسری منابع مواجه‌اند و این کسری را از منابع مالیاتی یا وام‌های دولتی تأمین می‌کنند و تقریباً راهکار مناسبی برای جبران و رفع کسری کوتاه‌مدت منابع در این نظام‌ها وجود ندارد (شیبانی، ۱۳۸۱: ۳).

جهت بررسی بهتر مسئله فوق در ابتدا به ویژگی‌های اصلی نظام بازنشستگی بدون اندوخته و با مزایای معین (DB-PAYG) اشاره می‌شود. لازم به ذکر است که برخی از این ویژگی‌ها موجب شده‌اند این نظام از کارآیی لازم برخوردار نباشد:

۱- اغلب صندوق‌ها به صورت دولتی اداره می‌شوند، همگانی هستند و عمدتاً اقبال کم درآمد را که از حقوق حداقلی بهره‌مندند، مورد توجه و حمایت قرار می‌دهند؛

۲- با توجه به ماهیت معمولاً دولتی این نظام بازنشستگی، بیمه‌شدگان و مستمری‌بگیران تا حدود زیادی از نابسامانی‌های اقتصادی برکنار هستند و ریسک سرمایه‌گذاری شامل حال آنان نمی‌شود؛

۳- این نظام زمانی کارآیی لازم را دارد که تعاملات درونی و بیرونی آن بسیار منظم و به موقع توسط مجموعه مدیریتی آن انجام پذیرد تا تعادل لازم میان منابع و مصارف برقرار شود (که معمولاً این



اتفاق رخ نمی‌دهد)؛

۴- چون محاسبه حقوق بازنشستگی بر اساس کسور پرداخت شده انجام نمی‌شود، این نظام فاقد عدالت لازم برای افراد تحت پوشش خویش است (روغنی‌زاده، ۱۳۸۲: ۷)؛

۵- در این شیوه همچنین انباشت سرمایه در سطح کلان روی نمی‌دهد و بدهی ضمنی آن (IPD) در اغلب موارد بسیار بالاست که موجب انتقال تعهدات بسیار سنگین از یک نسل به نسل دیگر می‌شود، چنین وضعیتی به بی‌عدالتی دامن می‌زند؛

۶- این نظام بازنشستگی نسبت به تغییرات جمعیتی بسیار آسیب‌پذیر است. در مواردی که نرخ رشد جمعیت سالخورده بر نرخ رشد شاغلان پیشی بگیرد، این نظام با بحران مالی و کسری عظیمی رو به رو خواهد شد. به همین جهت است که افزایش نرخ امید به زندگی در این نظام تأثیر منفی بر جای می‌گذارد؛

۷- نظام DB-PAYG در مقابل تورم (به ویژه تورم بالا) خلع سلاح و در مواجهه با تغییرات ناگهانی اقتصادی (مثل افزایش یک‌باره سطح دستمزدها یا افزایش میزان حداقل حقوق بازنشستگان) آسیب‌پذیر است.

۸- اگر دولت‌ها نقش خود را به طور منظم، به خوبی و به‌هنگام ایفا نکنند، تعهدات و بدهی‌های ضمنی این نظام به مشترکین خود به قدری زیاد می‌شود که در مواقعی تأمین منابع لازم برای این تعهدات حتی برای دولت‌ها نیز غیرممکن می‌گردد. در صورت بروز چنین وضعیتی، بحران‌های سیاسی و اقتصادی شدیدی کشورها و دولت‌های مربوطه را تهدید خواهد کرد که ممکن است به فروپاشی ساختارهای سیاسی و اقتصادی آنها بیانجامد.

۹- در نظام DB-PAYG نرخ حق بازنشستگی معمولاً به طریقی تعیین می‌شود که مجموع حق بازنشستگی‌های دریافت شده برای تأمین مجموع مزایای پرداختی به بازنشستگان کافی باشد. به همین خاطر



نرخ‌های کسورات بازنشستگی نسبت به تغییرات جمعیتی حساس، ولی نسبت به تحولات اقتصادی نسبتاً غیر حساس است (تامپسن، ۱۳۷۹: ۲۸).

۴- مفاهیم اساسی در ساختار سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی

مشخصه‌های اصلی یک صندوق بازنشستگی عبارتند از اندازهٔ دیون و افق سرمایه‌گذاری بلندمدت. صندوق‌های بازنشستگی معمولاً با عنوان سرمایه‌گذاران بلندمدت ترسیم می‌شوند که در یک دوره سی تا چهل ساله سرمایه‌گذاری می‌کنند. در سطح نظری، مرتون (۱۹۶۹)^۱ و ساموئلسون (۱۹۶۹)^۲ شرایطی را توسعه دادند که تحت آنها افق زمانی تأثیری در تصمیم به سرمایه‌گذاری ندارد. آنها ثابت کردند که سبد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذارانی که ریسک‌گریزیشان در بلندمدت و کوتاه‌مدت یکسان باشد هنگامی که بازدهی‌ها غیر قابل پیش‌بینی بوده و هیچ سرمایه‌انسانی بیشتری لحاظ نشده باشد، یکسان هستند. اما کمپبل و ویسرنای^۳ (۲۰۰۲) استدلال نظری دیگری را برای سرمایه‌گذاری بلندمدت توسعه دادند. تحقیق آنها ثابت کرد که سرمایه‌گذاران بلندمدت ممکن است درباره ریسک به شکلی بسیار متفاوت با سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت قضاوت کنند. با لحاظ نمودن سرمایه‌انسانی و فرض بازگشت به میانگین سهام، آنها نشان می‌دهند که سرمایه‌گذار بلندمدت، سهام و اوراق قرضهٔ بیشتری، نسبت به سرمایه‌گذار کوتاه‌مدت که بیشتر به صورت نقدی سرمایه‌گذاری می‌کند، دارد. همچنین در مفهومی‌سازی صندوق‌های بازنشستگی به عنوان سرمایه‌گذاران بلندمدت، اصل تغییر زمانی ریسک هم در بطن این استدلال جای دارد. برنشتین^۴ (۱۹۹۶) بیان می‌کند که با توجه به اینکه زمان ریسک را تغییر می‌دهد، برای سرمایه‌گذاران بلندمدت تلاطم، فرصت را به جای ریسک نمایندگی می‌کند. این استدلال‌ها به طور ضمنی اشاره دارند که تلاطمات کوتاه‌مدت بهای دارایی یک فاکتور ریسکی مناسب برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیستند. البته برخی پیش‌بینی‌های احتیاطی وجود

1- Merton (1969)

2- Samuelson (1969)

3- Campbell and Viceira (2002)

4- Bernstein

دارند: اول اینکه، این استدلال مبتنی بر فرض بازگشت میانگین است، که در آن بهای دارایی‌ها به روند نرمال بر می‌گردند. ریسک‌های نامتقارن، ریسکی جدی برای تمام سرمایه‌گذاران به شمار می‌روند. این استدلال همچنین منتج به نظریهٔ ارزش آفرین^۱ می‌شود که بر تحلیل رویدادهایی متمرکز است که احتمال رخداد نشان اندک است ولی شدتشان زیاد است (امبرنشت ۲۰۰۰).

شرط دوم برای اعتبار استدلال عدم تناسب ریسک بازار این است که صندوق‌های بازنشستگی «سرمایه‌گذاران بلندمدت حقیقی» فوق‌الذکر هستند. این استدلال به طور ضمنی به این اشاره دارد که ممکن نیست آنها مجبور به فروش دارایی‌ها در بازارهای رو به نزول باشند، که دلیل آن نیاز به نقدینگی نشأت گرفته از الزاماتشان به پرداخت مزایای بازنشستگی به طور منظم است. این وضعیت به شکل شهودی در مورد صندوق‌های بازنشستگی موجود که دارای یک جمعیت طرح‌ریزی نسبتاً جوان هستند بیشتر صدق می‌کند. صندوق‌های بازنشستگی نابالغ جریان مثبت نقدی دارند، به این معنا که آنها می‌توانند مزایای مستمری را از درآمد سرمایه‌گذاریشان بپردازند. هر چه یک صندوق مستمری بالغ‌تر شود، از نظر نقدی منفی‌تر می‌شود.^۲ و این اتفاق وقتی تشدید می‌شود که صندوق بازنشستگی به روی ورود اعضای جدید بسته شود. یک صندوق بازنشستگی، در شروع از یک نقطهٔ مشخص در دورهٔ عمرش، نیاز به تحقق الزامات مستمریش از مجموعه دارایی‌هایش دارد.

افزایش بلوغ باعث کاهش افق زمانی سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری شده و بدین طریق ظرفیت ریسک‌پذیری صندوق کاهش می‌یابد. این استدلال زیربنای حرکت به سمت سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری بالغ با تبعیت از تئوری سرمایه‌گذاری چرخه عمر است.

اگرچه داده‌های دقیق دربارهٔ جریان نقدی پیش‌بینی شدهٔ صندوق‌های بازنشستگی قابل دسترسی نیستند، ولی نشانه‌هایی وجود دارد مبنی بر اینکه

1- extreme value theory

2- Embrechts

۳- منظور از بالغ شدن صندوق، بیشتر شدن تعداد افراد مستمری‌بگیر به بیمه‌گذار می‌باشد. معمولاً در ابتدای عمر صندوق‌ها این نسبت پایین است و با بازنشسته شدن یا افزایش مستمری‌بگیر این نسبت افزایش می‌یابد.

سیستم‌های صندوق بازنشستگی DB در انگلستان و آمریکا به سمت بیش از حد بالغ شدن حرکت می‌کنند. کلارک^۱ در تحلیلی از بزرگترین صندوق‌های بازنشستگی در انگلستان به این نتیجه می‌رسد که ۵۳ درصد از صندوق‌های بازنشستگی در طبقه بالغ یا خیلی بالغ قرار می‌گیرند. از دید وی منظور از بالغ صندوق‌هایی هستند که در مقایسه با اعضای فعالشان دو برابر یا بیشتر مستمری‌بگیر دارند. (کلارک ۲۰۰۶). همچنین طبق بررسی فور^۲ بسیاری از شرکت‌های S&P ۵۰۰ در ایالات متحده به سرعت در حال نزدیک شدن به روزی هستند که شروع به پرداخت جریان‌های نقدی مستمری بزرگی به صورتی مداوم نمایند (فور ۲۰۰۵).

با این وجود، طبیعت دیون یک صندوق بازنشستگی نیازهای ناگهانی و پیش‌بینی نشده به نقدینگی را رد می‌کند چرا که در جریان‌های نقدی کوتاه تا میان مدت شناخته شده و باثبات هستند. تحقق الزاماتش باعث ایجاد یک جریان نقدی می‌شود که منطبق با روش‌های بهینه‌سازی با نقدینگی واقعا اندکی به شیوه قبل تعریف می‌شود. البته مفهومی‌سازی صندوق بازنشستگی به عنوان سرمایه‌گذار بلندمدت با استدلال‌های مختلفی به چالش کشیده می‌شود که از یک پس‌زمینه اقتصادی و حسابداری نشأت گرفته‌اند. استدلال‌های قبلی موقعیت صندوق بازنشستگی «مستقل» را به خود می‌گیرند. اما باید مدنظر داشت که صندوق‌های مستقل فراوانی وجود ندارند و وقتی صندوق بازنشستگی در چهارچوب محدودیت حامی مالی‌اش قرار گیرد محدودیت‌های بیشتری بروز می‌یابند.

مفهومی‌سازی در یک صندوق بازنشستگی DB به‌طور ضمنی اشاره دارد به اینکه صندوق بازنشستگی می‌تواند در معرض کاستی‌های قابل توجهی قرار گیرد که حامی مالی می‌تواند متعاقباً آن را پر نماید. حامی مالی یک قرارداد اختیار فروش^۳ را برای صندوق بازنشستگی ضمانت می‌کند. سپس صندوق بازنشستگی را می‌توان در زمینه مدیریت ریسک حامی مالی دید. اینکه تا چه حدودی صندوق بازنشستگی باید در زمینه حامی مالی‌اش مورد تجزیه و تحلیل

1- Clark

2- Fore

3- put option

قرار گیرد یک پرسش بسیار بحث برانگیز است که باید در زمینه قوانین و مقررات کشوری پاسخ داده شود. دیدگاه جمعی درباره صندوق مستمري در بطن دیدگاهی در حوزه اقتصاد مالی نهفته است که از ایالات متحده نشأت می‌گیرد، این دیدگاه اینگونه استدلال می‌کند که صندوق بازنشستگی نباید هیچ ریسک سرمایه‌گذاری را متقبل شود. همانگونه که ساتکلیف (۲۰۰۵)^۱ ذکر نموده است، این نظریه، بدین اشاره دارد که شرکت این تصمیم را در صندوق‌های بازنشستگی اتخاذ می‌کند که در مورد مثلاً صندوق‌های بازنشستگی انگلستان، که در آنها اعضای مستقل هیئت امنای تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند، مطرح است.

اخیراً در هلند این دیدگاه جامع بر مبنای این استدلال به چالش کشیده شده است که هر صندوق بازنشستگی که در حوزه صلاحیتی آنها است مالک قانونی دارایی‌هایش نیز هست و در نتیجه باید کاملاً جدای از حامی مالی‌اش دیده شود.

ادغام صندوق بازنشستگی و شرکت حامی مالی مطمئناً بر افق سرمایه‌گذاری واقعی صندوق بازنشستگی اثر می‌گذارد. برخی از متفکران مخالف مفهوم سرمایه‌گذاری بلندمدت بر این مبنا استدلال نموده‌اند که افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت وقتی دیدگاه مدیر ارشد مالی (CFO) لحاظ شود در تناوبی از افق‌های حسابداری یک ساله حل می‌شوند (شرر ۲۰۰۶).^۲ البته در این تردیدی نیست که اگر حامی مالی برای کنترل شرکتی وارد بازار شود یا اعلام ورشکستگی نماید، چشم‌انداز حسابداری کوتاه‌مدت بر افق چشم‌انداز سرمایه‌گذاری بلندمدت صندوق بازنشستگی غالب می‌شود. در مورد ادغامها و تملک‌ها، حامی مالی معمولاً باید بلافاصله کاستی‌های بالقوه را جبران نماید. با توجه به اینکه طول عمر یک صندوق بازنشستگی ممکن است از دوره عمر شرکت حامی مالی فراتر رود، لذا حامی مالی طرح می‌تواند یک افق کوتاه‌مدت‌تر را نسبت به آنچه مشخصه‌های طرح ممکن است گویای آن باشند بر صندوق بازنشستگی تحمیل نماید.

1- Sutcliffe

2- Scherer 2006

در سالیان اخیر بسیاری از حامیان مالی صندوق‌های بازنشستگی به شدت به خاطر کاستن مصنوعی و غیر ضروری افق سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی مورد انتقاد بوده‌اند. از این‌رو، بسیاری از حامیان مالی طرح محدودیت‌های مرتبه دومی را بر صندوق بازنشستگی‌شان تحمیل می‌کنند همچون «اجتناب از کاستی‌ها در یک دوره حسابداری یک ساله یا یک دوره سه ماهه» و از این طریق بر افق زمانی موثر صندوق بازنشستگی اثر می‌گذارند. در این حالت، یک صندوق بازنشستگی می‌تواند ظرفیت ریسک‌پذیریش را تنها از طریق تأمین مالی واسطه‌ها در ترازنامه خودش حفظ نماید که اساساً شیوه عملکرد صندوق‌های بازنشستگی در اروپا (به جز انگلستان) است - هر چند که با هزینه‌هایی نیز همراه است.

همچنین، مراجع نظارتی عمدتاً مقرراتی را تحمیل می‌کنند که افق سرمایه‌گذاری یک صندوق بازنشستگی را کاهش می‌دهد. این برای تمام قواعد دقیقی که صندوق‌های بازنشستگی باید در یک دوره زمانی کوتاه مدت مثلاً یک ساله به آنها پایبند باشند صدق می‌کند و نیاز به اقدام اصلاحی فوری از سوی صندوق بازنشستگی در صورت عدم تطابق دارد. نمونه‌های آن شامل قواعد سرمایه‌گذاری کمی یا مقررات تأمین مالی غیر قابل انعطاف هستند. ولی همچنین در کشورهایی که در آنها تنظیم‌گران از مداخله مستقیم اجتناب نموده‌اند، صندوق‌های بازنشستگی، همانگونه که یک مصاحبه‌شونده ذکر نموده است، اینگونه احساس می‌کنند که «تأثیر مقررات و حسابداری بدون تردید این بوده که افراد کمتر احساس کوتاه‌مدت بودن بکنند».

در مجموع می‌توان بیان داشت که در حال حاضر هیچ اجماعی وجود ندارد که واقعاً باعث ریسک سرمایه‌گذاری برای صندوق‌های بازنشستگی DB شود. تعصب سرمایه‌گذار بلندمدت که برای وی ریسک بازار کوتاه‌مدت نامتناسب است با هر دو استدلال نظارتی و اقتصادی مواجه می‌شود. موارد مربوط به محدودیت‌های تحمیل شده خارجی که باعث می‌شود تا یک صندوق بازنشستگی به یک سرمایه‌گذار کوتاه‌مدت به جای بلندمدت تبدیل شود مشخصاً برای کارایی فرآیند سرمایه‌گذاری مضر هستند و هزینه‌های تأمین مستمری‌های DB را افزایش می‌دهند.

۵- تجارب سایر کشورها در زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های

تأمین اجتماعی (آلمان، انگلستان، هلند، امریکا، عربستان سعودی و روسیه)

در این بخش به منظور بهره‌گیری از تجارب کشورهای دیگر در زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی به بررسی تجارب منتخبی از کشورها پرداخته می‌شود که در انتهای گزارش سعی می‌شود با در نظر گرفتن این تجارب، پیشنهادهای و رهنمودهای لازم ارائه شود.

۵-۱. آلمان

صندوق‌های بازنشستگی آلمان توسط بخش بیمه اداره نظارتی مالی فدرال^۱ (BaFin) تنظیم و نظارت شده‌اند، که از سال ۲۰۰۲ به عنوان ناظر جامع برای بانک‌ها و ارائه دهندگان خدمات مالی، شرکت‌های بیمه و معاملات اوراق بهادار به کار گرفته شد. در حال حاضر بافین، یک رویکرد نظارتی ریسک محور را دنبال می‌کند.

شرکت بازنشستگی آلمان، تابع قوانین بودجه‌های سختی است. شرکت بازنشستگی، باید به طور مداوم در ۱۰۴٫۵ درصد از ذخایر فنی خود تأمین شود، از نظر فنی در بودجه کمتر از ۱۰۰ درصد غیرتوانگر محسوب می‌شود. در سطوح بودجه زیر ۱۰۴٫۵ درصد، یک طرح بازبایی باید توسط تنظیم کننده آماده و تأیید شود.

در آلمان شرکت‌های بازنشستگی، از ریسک‌پذیری ممنوع شده است. اولویت اول به امنیت سرمایه‌گذاری داده شده است. صندوق‌های بازنشستگی به طور قانونی از سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی که توسط مؤسسات رتبه‌بندی بزرگ زیر امتیاز سرمایه‌گذاری ارزیابی شده‌اند، ممنوع شده‌اند. اصول سرمایه‌گذاری نهاد ناظر علاوه بر این، در سرمایه‌گذاری به عملکرد نرخ مثبت بازده، نقدینگی، و ستون دارایی و بدهکار هم توجه می‌کند. اصول سرمایه‌گذاری توسط قانون نظارت بر تعهدات بیمه^۲ (VAG) طرح‌ریزی شده و توسط بخشنامه‌ای که

1- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)(Federal Financial Supervisory Authority)

2- Versicherungsaufsichtsgesetz(vag)

توسط تنظیم‌کننده مقرر شده، به تفصیل بیان شده است. این بخشنامه‌ها، از نظر قانونی لازم‌الاجرا هستند.

شرکت بازنشستگی آلمان از معدود صندوق‌های بازنشستگی است که به قوانین سرمایه‌گذاری کمی، که در دو مرحله اجرا می‌شود، وفادار است. نخست، تنظیم‌کننده، جامعهٔ سرمایه‌گذاری را بوسیله طبقات دارایی معین شرکت بازنشستگی که مجاز به سرمایه‌گذاری هستند، تعریف می‌کند. شرکت‌کنندگان در بازار همواره نهاد نظارتی را برای واکنش بیش از حد آرام، به تغییرات بازار مورد انتقاد قرار می‌دهند. به عنوان مثال، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های پوشش ریسک تنها در سال ۲۰۰۴ با حد ۵ درصد از کل دارایی حق بیمه سپرده^۱ مجاز بودند. در حالی که صندوق‌های بازنشستگی آمریکایی و هلندی سرمایه‌گذاری در کالاهای مختلف را از سالیان پیش آغاز کردند، این نوع سرمایه‌گذاری هنوز هم در شرکت بازنشستگی آلمان مجاز نیست.

دوم، نهاد ناظر، محدودیت‌هایی را در رابطه با دارایی‌های تحت مدیریت برای حداکثر سرمایه‌گذاری در هر طبقهٔ دارایی یا گروهی از طبقات دارایی تحمیل می‌کند و به نوعی در این زمینه برای هر طبقه از دارایی حداکثر سهمی را تعیین می‌نماید که صندوق‌ها اجازه ندارند بیش از سهمیه داده شده سرمایه‌گذاری نمایند، در نتیجه به‌طور قانونی اصل تنوع به عنوان مهمترین خروجی نظریهٔ سرمایه‌گذاری مدرن برقرار می‌شود. به‌طور کلی مهم‌ترین محدودیت سرمایه‌گذاری، سهمیهٔ حداکثر ۳۵ درصدی در دارایی‌های ریسک‌پذیر است. شرکت بازنشستگی، نمی‌تواند بیشتر از ۳۵ درصد از پورتفولیو خود را به دارایی‌های ریسک‌پذیر شامل سهام، صندوق‌های پوشش ریسک و سرمایه‌گذاری با بازده بالا سرمایه‌گذاری کند. در این رابطه، مقررات آلمانی موردی^۲ و ریسک محور^۳ است.

بیشتر قوانین سرمایه‌گذاری کمی شامل این فرض است که باید کمتر از ۵ درصد پورتفولیو با بدهکار یکسان سرمایه‌گذاری شوند. این سهمیه در مورد نهادهای دولتی آلمان، سازمان‌های بین‌المللی و بانک‌های واجد شرایط

1- Sicherungsvermoege

2- case-based

3- Risk-orientated

می‌تواند به ۳۰ درصد هم افزایش یابد. سرمایه‌گذاری در ارزش‌های متفاوت از یورو خیلی محدود است به‌طوری‌که، در مرحلهٔ اول، حداقل ۸۰ درصد از دارایی‌ها باید در همان ارزی که بدهی‌ها تخصیص داده می‌شود، سرمایه‌گذاری شوند و در مرحله دوم، به‌طور کلی باید دارایی‌ها در همان کشوری که در آن بدهی ایجاد شده بود، سرمایه‌گذاری کنند. همه سهمیه‌ها بر اساس ارزش اسمی محاسبه می‌شوند.

با توجه به مقررات سخت آلمان در زمینهٔ سرمایه‌گذاری منابع صندوق‌ها، هدف اولیهٔ سرمایه‌گذاری جلوگیری از ریسک به وجود آمدن کسری در سطح صندوق است. با توجه به اینکه تعهدات در یک نرخ تنزیل ثابت ارزیابی شده‌اند، دارایی‌ها مجبورند که حداقل در همان سرعت رشد کنند تا تعادل سطح صندوق ثابت بماند. بنابراین شرکت بازنشتی در آلمان یک هدف عایدی مطلق را به عنوان هدف سرمایه‌گذاری ثانویه دنبال می‌کند.

شرکت بازنشتی آلمان، جزء سرمایه‌گذاران محافظه‌کار و ریسک‌گریز هستند. با اینکه حد بالای سرمایه‌گذاری ۳۵ درصدی برای دارایی‌های ریسک‌پذیر است. به عنوان مثال، سهام، حقوق مشارکت در سود و یا صندوق‌های پوشش ریسک توسط قانون‌گذار گذاشته شده است، ولی در سال ۲۰۰۸ تنها ۱۳ درصد در این دارایی‌ها سرمایه‌گذاری شده است. این رقم در سال ۲۰۰۵ نیز ۱۸ درصد بوده است. که از این رقم هم بیشترین سهم متعلق به سهام بوده و صندوق‌های پوشش ریسک فقط ۰٫۹ درصد و سرمایه‌گذاری‌های با بازده بالا فقط ۰٫۴ درصد پورتفولیو را شامل شده‌اند.

بسیاری از سرمایه‌گذاری صندوق‌های پوشش ریسک نیز سرمایه‌گذاری غیر مستقیم و از طریق محصولات ساختاری با عایدی متصل به صندوق‌های پوشش ریسک بوده‌اند. حدود ۱/۲ درصد از پورتفولیو نیز در اوراق بهادار دارای پشتوانه (ABS) سرمایه‌گذاری شده است. در کل می‌توان نتیجه گرفت که پرتفولیوها از ریسک خالی شده‌اند و در برخی موارد نیز با اتصال به دارایی‌های جایگزین متنوع شده‌اند. رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های بازنشتی بیشتر شبیه به شرکت‌های بیمه زندگی است. داشتن ساختار و مقررات حقوقی یکسان تعجب‌آور نیست. یک روش سرمایه‌گذاری، بودن در

بازار سرمایه‌گذاری در آمد ثابت است، اما با این رویکرد که با افزایش خرید محصولات ساختار یافته‌ای^۱، که ابزارهای سرمایه‌گذاری مصنوعی ایجاد شده توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری است، بازده بالاتری را به دست می‌آورند. نوعی از سرمایه‌گذاری که شرکت بازنشستگی معمولاً از اوراق قرضه به عنوان دارایی پایه استفاده کرده و با ترکیب آنها با مشتقات ابزارهایی اوراق قرضه مانند، بازده بالاتر از اوراق قرضه و یا جریان گردش پولی که با نیاز سرمایه‌گذار بهتر مطابقت دارد، ایجاد می‌شود.

▲ ۲-۵. انگلستان

مهمترین تغییرات در الگوهای استراتژی سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی انگلستان در سال‌های اخیر، کاهش در سهم سهام از پورتفولیو^۲ و توسعه روش سرمایه‌گذاری مبتنی بر بدهی (LDI)^۳ است.

به طور سنتی در بین کشورهای OECD^۴، صندوق‌های بازنشستگی انگلستان یکی از بالاترین سهم سهام از پورتفولیو را در صندوق‌های خود داشتند که به طور معمول چیزی در حدود ۷۰ درصد بوده است. همچنین صندوق‌های بازنشستگی انگلستان حدود ۱۰ درصد از پورتفولیو خود را در اموال سرمایه‌گذاری می‌کردند و مابقی پورتفولیو را اوراق قرضه تشکیل می‌داد. در روش متعادل کلاسیک، ۷۰ درصد از دارایی‌های سرمایه‌گذاری در سهام و ۳۰ درصد سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه و دارایی‌های دیگر سرمایه‌گذاری می‌شده است.

1- structured products

۲- (Equity exposure) منظور میزانی از پورتفولیو است که به شکل سهام نگهداری می‌شود.
۳- (Liability-Driven Investment) یک استراتژی سرمایه‌گذاری است که هدف عمده آن دستیابی به دارایی‌های کافی جهت تسویه کل بدهی‌ها، هم بدهی‌های فعلی و هم آینده می‌باشد. این استراتژی نقطه مقابل رویکردی است که تنها بر سمت دارایی‌های ترازنامه یک صندوق بازنشستگی تمرکز دارد. تغییرات نرخ بهره و تورم مهم‌ترین ریسک‌هایی هستند که تعهدات صندوق به مشترکین را تهدید می‌کنند. این استراتژی همواره به شکلی از ابزارهای پوشش خطر (Hedging) برای حذف یا اینزوله کردن ریسک‌های ناخواسته استفاده می‌نماید. سابقاً از اوراق قرضه به عنوان پوشش ریسک نرخ بهره استفاده می‌شود اما اخیراً استراتژی مبتنی بر بدهی بر مشتقات و علی‌الخصوص معاملات تعویضی (سواپ) تمرکز نموده است. این استراتژی اغلب در طرح‌های بازنشستگی مزایای معین بکار گرفته می‌شود.

4- Organization For Economic Cooperation an Development

صندوق‌های بازنشستگی در انگلستان با بتای بازار رشد کرده اند، و با افزایش بازارهای سهام افزایش یافته‌اند. با توجه به پارادایم سنتی سرمایه‌گذاری بازنشستگی، سهام بهترین مصونیت را در مقابل تورم تشکیل می‌دهد.

اما از لحاظ قانونی صندوق‌های بازنشستگی در انگلستان مجبورند که مزایای بازنشستگی را طوری مشخص نمایند که نسبت به تغییرات نرخ تورم مصون باقی بماند. این مصون‌سازی نسبت به تورم در طول زمان، هدف اصلی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی انگلستان محسوب می‌شود. اما با توجه به ترکیب این پورتفولیو، صندوق‌های بازنشستگی به شدت در معرض ریسک بازار، یعنی نوسانات بازارهای سهام قرار گرفتند، و مجبور شدند این ریسک را به عنوان یک ریسک قابل قبول در نظر بگیرند. لذا استراتژی‌های سرمایه‌گذاری قادر به اجتناب یا به حداقل رساندن خطر ابتلا به ریسک بازار نبود.

مدیریت صندوق‌های بازنشستگی به بلوغ کافی نرسیده بود و روش‌های اکچوئری، که هر سه سال یکبار انجام می‌شد، تا حدود زیادی ریسک بازار را در محاسبات نادیده می‌گرفت. مطالعات اخیر نشان از آن دارد که در پایان سال ۲۰۰۸ سهم سهام از پورتفولیو صندوق‌های بازنشستگی انگلستان به حدود ۵۰ درصد رسیده است که نشان دهنده کاهش قابل توجه در مقایسه با سطوح سابق می‌باشد.

این تغییر باعث شد که سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی انگلستان بین‌المللی‌تر شود و حتی در برخی موارد سهم سهام در پورتفولیو آنها تغییر نکرده بلکه از سهام داخلی به سرمایه‌گذاری در سهام بین‌المللی تغییر کرده است که باعث می‌شود ریسک کشوری بازار کاهش یابد.^۱ البته داده‌های مشخصی در زمینه پرتفویهای صندوق‌ها وجود ندارد و علی‌رغم اینکه اداره آمارهای ملی انگلستان اطلاعات بیش از ۳۵ صندوق بازنشستگی دولتی و خصوصی را بررسی کرده اما نتایج دید صحیحی از بازار و پورتفولیو به دست

۱- فواید این تغییر را می‌توان در حال حاضر به خوبی درک کرد. بعد از انتخاب مردم انگلستان به خروج از اتحادیه اروپا (برگزیت) بازار سهام انگلستان به شدت افت کرد که پیش‌بینی می‌شود این افت در بلندمدت نیز ادامه داشته باشد، اگر این استراتژی انتخاب نمی‌شد صندوق‌های بازنشستگی ضرر بالایی را متحمل می‌شدند.

نمی‌دهد. فقط می‌توان در حد کلی استنباط کرد که سهم سهام از پورتفولیو به طور قابل توجهی کاهش یافته است. سهم سهام خارجی از پورتفولیو در پایان سال ۲۰۰۶ (با ۱۸ درصد) تفاوت چندانی با سهم سهام داخلی از پورتفولیو (۱۹ درصد پورتفولیو) ندارد. اما از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جایگزین هنوز هم پایین است، و به‌طور متوسط بخش خصوصی و صندوق‌های تأمینی حسابداری به ترتیب فقط حدود ۱ درصد و ۰٫۶ درصد از دارایی‌هایشان را در این دارایی‌ها سرمایه‌گذاری نموده‌اند.

هرچند طبق گزارشات انجمن ملی صندوق‌های بازنشستگی (NAPF)^۱ فقط تعداد کمی از صندوق‌های بازنشستگی بزرگ در سایر دارایی‌ها سرمایه‌گذاری نموده‌اند. اما تقریباً نیمی از صندوق‌های DB در استراتژی سرمایه‌گذاری خود از ابزار مشتقه استفاده نموده‌اند.

استراتژی دیگری که مورد استفاده قرار گرفته است استراتژی سرمایه‌گذاری مبتنی بر بدهی (LDI) است. استراتژی LDI برای صندوق‌های بازنشستگی انگلستان در اوایل ۲۰۰۰ اختراع شد و به شدت از آن زمان به بعد مورد بحث واقع شده است و پیش‌بینی می‌شود که به مهم‌ترین استراتژی سرمایه‌گذاری تبدیل شود. موسسه مدیریت سرمایه‌گذاری (IMA)^۲ پیش‌بینی نموده است که تعداد طرح‌های استفاده از LDI بسیار بالاتر رود و همچنین صندوق‌های بازنشستگی خصوصی کوچک‌تر به استفاده از این استراتژی سرمایه‌گذاری علاقه‌مندتر شوند. به‌طور کلی صندوق‌های بازنشستگی انگلستان نسبت به گذشته نسبت به ریسک‌ها آگاه‌تر شده‌اند و مقررات طوری طبقه‌بندی شده‌اند که نسبت به استراتژی سرمایه‌گذاری بی‌طرف باشند.

▲ ۳-۵. هلند

به‌طور کلی، تخصیص دارایی در صندوق‌های بازنشستگی هلندی از اوایل دهه ۲۰۰۰ به‌طور قابل ملاحظه‌ای ثابت مانده است. سهم سهام از پورتفولیو بین ۳۵ درصد و ۴۱ درصد در نوسان بوده است.

1- National Association of Pension Funds (NAPF)

2- Investment Management Association (IMA)

یک مطالعه در زمینه بررسی مالی رفتاری^۱ از صندوق‌های بازنشستگی هلندی تأیید می‌کند که از سال ۲۰۰۲ به بعد صندوق‌های بازنشستگی این کشور ریسک پورتفولیو خود را پس از بدتر شدن موقعیت مالی خود کاهش نداده‌اند. (Kakes ۲۰۰۶) رفتار ایجاد توازن^۲، به عنوان مثال بازسازی یک استراتژی تخصیص دارایی بوسیله یک خرید یا فروش خالص برای ایجاد تعادل در حرکت‌های قیمتی - بیشتر برای صندوق‌های بازنشستگی کشوری مورد استفاده قرار گرفته است در حالی که صندوق‌های بازنشستگی شرکتی - که به النسبه کوچک‌تر هستند - استراتژی خود را بیشتر چابکی در معاملات قرار داده‌اند. این یافته قابل انتظار بود زیرا شرکت‌هایی که صندوق‌های بازنشستگی مختص خود را دارند نسبت به صندوق‌های بازنشستگی کشوری که به شرکت‌های بیشتری تعهد دارند، قادر به نفوذ راحت‌تر در فرآیند تصمیم‌گیری در نحوه سرمایه‌گذاری هستند.

به طور متوسط صندوق‌های بازنشستگی هلند حدود دو سوم از دارایی‌های خود را در خارج از کشور سرمایه‌گذاری می‌کنند. تفاوت در ترکیب دارایی با اندازه صندوق رابطه مستقیم دارد، هر چند صندوق‌های بازنشستگی بزرگ دارایی‌های خارجی بیشتری از صندوق‌های بازنشستگی کوچک در ترکیب خود نگه می‌دارند، اما تمایل به بین‌المللی‌تر شدن^۳ صندوق‌های بازنشستگی شرکتی بیشتر است. این تمایل به بین‌المللی شدن در طول دهه ۱۹۹۰ بیشتر اتفاق افتاد در جایی که تخصیص دارایی صندوق‌های بازنشستگی هلندی از وام‌های خصوصی، که عمدتاً به دولت هلند داده می‌شد، به سمت سهام، املاک و مستغلات و اوراق قرضه تمایل پیدا کرد.

بر اساس یک نظرسنجی که توسط مدیریت دارایی جی پی مورگان در سال ۲۰۰۶ انجام شده است، استراتژی‌های^۴ LDI در حال حاضر در هلند بسیار محبوب شده‌اند، اما درک از LDI در هلند به نظر می‌رسد متفاوت از انگلستان باشد. در درک از مفهوم روش سرمایه‌گذاری مبتنی بر بدهی، به جای یک

1- financial behaviour

2- Rebalancing behavior

3- internationally orientated

4- Liability-Driven-Investment (LDI)

استراتژی ایمن‌سازی ریسک، دیدگاه هلندی تمرکز بیشتری بر روی استفاده از بدهی به عنوان معیاری برای مدیریت دارایی دارد، دیدگاهی که بیشتر با تخصیص دارایی واقعی سازگار است. مطالعه‌ای که در سال ۲۰۰۶ بر روی بازار هلند انجام شده نشان‌دهنده آن است که علیرغم اینکه مقررات آنها را مجبور کرده که در مورد ریسک نرخ بهره و تورم مصون‌سازی مناسبی انجام دهند اما بسیاری از صندوق‌ها از این قانون طفره رفته‌اند. به نظر می‌رسد که با اجرای واقعی از قانون جدید - که به وسیله سهم نسبتاً بالایی از مشتقات مالی در دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی شاخص شده‌اند - این قضیه تغییر کند. به گفته فعالان بازار، کاهش مدت زمان عدم تطابق^۱ نرخ بهره بین مدت زمان دارایی‌های صندوق بازنشستگی و مدت زمان بدهی‌های صندوق بازنشستگی - که معمولاً بسیار طولانی‌تر از مدت زمان دارایی‌هاست - بیشتر شده است. این گفته فعالان در تحقیقات اخیر^۲ DNB، نیز تأیید شده است که نشان می‌دهد که در سال‌های اخیر، بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی، متوسط سررسید دارایی‌های با درآمد ثابت خود را گسترش داده‌اند.

از روش‌های دیگری که برای کاهش مدت زمان عدم تطابق در صندوق‌های بازنشستگی هلندی برای مصون‌سازی از تورم مورد استفاده قرار می‌گرفتند می‌توان از اوراق بهادار وابسته به تورم^۳ نام برد.

جهت پوشش کامل عدم تطابق نرخ بهره نیز معاوضه‌های نرخ تورم^۴ به طور فزاینده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرند. زیرا که سوآپ‌ها سیالیت بسیار بیشتری از اوراق بهادار وابسته به تورم دارند و همچنین در بازارهای ابزار مشتقه شناخته شده‌تر هستند.

به‌طور کلی، صندوق‌های بازنشستگی هلندی بیشتر «صندوق بر»^۵ شده‌اند و هدف سیاست‌های سرمایه‌گذاری به حفظ یک سطح خاص توانگری در صندوق تبدیل شده است. یکی از دلایل این تغییر در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری به

1- the interest-rate mismatch

2- De Nederlandsche Bank, Financial information on pension funds, <http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=uk&todo=PenFinGeg>

3- inflation-linked bonds

4- Inflation-rate swaps

5- funding orientated

تغییر قوانین حسابداری جدید (IAS 19)^۱ مربوط می‌شود. مدیریت دارایی در صندوق‌های هلندی بیشتر داخلی است به خصوص صندوق‌های بازنشستگی بزرگ به طور گسترده اقدام به استخدام تیم‌های بسیار حرفه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند. این سرمایه‌گذاران تأکید خود را در صرف ریسک جدا از حقوق صاحبان سهام می‌کنند که در نتیجه هم باعث کاهش و هم بهتر شدن تنوع در سرمایه‌گذاری می‌شود. تعداد فرآیندهای از صندوق‌های بازنشستگی هم اقدام به برون سپاری فرآیند سرمایه‌گذاری تحت ساختار «مدیریت امانتی»^۲ می‌کنند که اساساً یک همکاری بین صندوق بازنشستگی و کارگزاری است که به وکالت از صندوق اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.

هر چند که این روش فعالیت عمدتاً توسط صندوق‌های بازنشستگی کوچکتر انجام می‌شود. اما صندوق‌های بازنشستگی بزرگتر، که ساختار حقوقی خود را حفظ کرده باشند، نیز تحت شرایط خاصی مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی خود را به شرکت‌های مدیریت صندوق بازنشستگی حرفه‌ای‌تر انتقال می‌دهند.

▲ ۴-۵. آمریکا

دو هدف اصلی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی افزایش بازده و حفظ ارزش دارایی‌های ذینفعان صندوق است. استراتژی سرمایه‌گذاری سنتی صندوق‌های بازنشستگی آمریکا یک استراتژی متوازن^۳ است، که شامل ۶۰ درصد سرمایه‌گذاری در سهام و ۴۰ درصد در اوراق بهادار با درآمد ثابت است.

اما آنچه که از بازار قابل مشاهده است این است که صندوق‌های بازنشستگی در ورود به هزاره سوم سعی در به روز کردن متدهای خود نموده‌اند. به طور اسمی سهم سهام از پورتفولیو حدود ۶۰ درصد بدون تغییر باقی مانده است، اما سرمایه‌گذاری در بورس‌های داخلی کاهش یافته و جای خود را به سرمایه‌گذاری در سهام بین‌المللی داده است، در نتیجه تا حدودی باعث

1- International Accounting Standard Nineteen (IAS19)

2- fiduciary management

3- balanced strategy

کاهش ریسک داخلی در سرمایه‌گذاران نهادی ایالات متحده شده است. همچنین سرمایه‌گذاری در درآمد ثابت به زیر ۳۰ درصد کاهش یافته، در عوض، صندوق‌های بازنشستگی خصوصی و دولتی دارایی‌هایشان را به سرمایه‌گذاری‌های جایگزین نظیر سهام خصوصی و املاک و مستغلات سوق داده‌اند.

نه مقررات خارجی و نه قوانین داخلی صندوق‌های بازنشستگی نمی‌تواند از افزایش ریسک سرمایه‌گذاری صندوق‌ها به‌هنگام مواجهه با کسری صندوق جلوگیری کند. با توجه به اینکه قوانین حسابداری ایالات متحده اجازهٔ تنزیل بدهی با نرخ بازده مورد انتظار را می‌دهد، این سیاست با افزایش پورتفولیو از دارایی‌های پر ریسک‌تر و افزایش بازده باعث کاهش کسری و همزمان کاهش بدهی شده است. از سال ۲۰۰۷ یک پارادایم سرمایه‌گذاری جدید آغاز شد و محصولات جدیدی به سید سرمایه‌گذاری صندوق‌ها معرفی شد که به دنبال بحران سال ۲۰۰۸ مشخص شد که باید سریع‌تر بدین سمت حرکت نمود. طبق گزارش گرینویچ^۱ محصولات کاربردی جدید سرمایه‌گذاری و استراتژی شروع به کار نمود. طبق این گزارش این محصولات زاینده یک جهان کاملاً جدید است. این جهان مبتنی بر بازده مطلق^۲، آلفا متحرک^۳ و سرمایه‌گذاری بدهی محور^۴ است. همه این اتفاقات بزرگ به طور ناگهانی، در یک دوره بسیار کوتاه از زمان و در صنعتی کند به لحاظ تغییرات پارادایمی اتفاق افتاده است. یکی از دلایل مهم این تغییرات در رفتار سرمایه‌گذاری را می‌توان به قوانین حسابداری جدید و تغییر مقررات نسبت داد. استراتژی LDI به درب خانهٔ صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده رسیده است. در سال‌های اخیر برون سپاری فرآیند سرمایه‌گذاری تبدیل به یک روند برای صندوق‌های بازنشستگی کوچک و متوسط شده است و روش اجرایی آن به صورت یک رویکرد مدیر به مدیر^۵ است که در آن یک شرکت سرمایه‌گذاری بزرگ فرآیند سرمایه‌گذاری را با توافق بخش‌های برون‌سپار تکه‌بندی و مدیریت

1- Greenwich

2- absolute return

3- portable alpha

4- Liability driven investment

5- manager-of-manager approach

می‌کند. صندوق بازنشستگی ممکن است استراتژی تخصیص دارایی را خود تصمیم‌گیری کند و وظایف دیگر از جمله انتخاب جزییات سهام و پورتفولیو بندی را به شرکت سرمایه‌گذاری تفویض نماید.

این رویکرد شباهت بسیاری با مدیریت امانتی هلندی دارد، تنها با این تفاوت که اجزای مهم فرآیند سرمایه‌گذاری برون سپاری نشده است. مهمترین دلیل برون سپاری به طور عمده کاهش هزینه، و فرآیند پیچیده سرمایه‌گذاری در زمینه تنظیم مقررات و اصول حسابداری بوده است. اگر قراردادهای برون سپاری به خوبی نوشته شده و بتواند به درستی رابطه ذاتی مدیر-کارگزار^۱ را مدیریت نماید، این اتفاق می‌تواند به حرفه‌ای‌تر شدن سرمایه‌گذاری دارایی‌ها و مدیریت صندوق بازنشستگی در ایالات متحده منجر شود.

▲ ۵-۵. عربستان سعودی

تأمین اجتماعی عربستان فعالیت خود را از سال ۱۹۷۳ یعنی تقریباً ۴۰ سال پیش در دو بخش عمده سرمایه‌گذاری آغاز نمود: بخش سرمایه‌گذاری مالی و بخش سرمایه‌گذاری اموال حقیقی

سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین اجتماعی عربستان در ابتدا شامل اموال حقیقی، سپرده‌گذاری و شرکت در تأسیس شرکت‌های داخلی از جمله سیمان، بانک‌ها و خدمات صنعتی بود. همچنین، بخشی از صندوق‌های این سازمان بر روی اوراق قرضه خارجی سرمایه‌گذاری شد.

پس از مدتی سیاست تأمین اجتماعی عربستان به دلیل سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تبدیل به یک سرمایه‌گذار بلندمدت شد که هر ساله مقادیر زیادی از این سرمایه‌گذاری را به صندوق خودش باز می‌گرداند و پس از یک دوره زمانی این سازمان دارای مقادیر زیادی از موجودی اوراق بهادار با قیمت ۶ برابر قیمت روز و بازدهی بیش از ۱۰ درصد شد. سرمایه‌گذاری این سازمان بر روی بخش اموال حقیقی نیز متفاوت بود. این سازمان موجودی اوراق بهادار گوناگونی دارد که قابلیت بازگشت سرمایه‌ای قابل ملاحظه‌ای داشته و قیمت آن به روز است.

1- principal-agent relationship

این سازمان، ۱۴ سال پیش از تأسیس شرکت سرمایه‌گذاری خود، سرمایه‌گذاری خود را در بخش خارجی در سال ۱۹۸۷ آغاز نمود و هر سال بر بودجه این بخش افزوده شد. تأمین اجتماعی عربستان پس از تأخیر بسیار طولانی اولین راهکار بلند مدت تخصیص منابع خود را در سال ۲۰۰۲ اتخاذ نمود. در این طرح تغییرات عمده‌ای در خصوص مشارکت‌ها و منابع صورت گرفت.

در تأمین اجتماعی عربستان در حال حاضر و بر اساس تخصیص منابع بلندمدت صورت گرفته به‌طور متوسط در بخش سپرده‌گذاری ۱۵ درصد، در بخش سهام داخلی ۱۶ درصد، در بخش سهام بین‌المللی ۱۷ درصد، در بخش بورس اوراق بهادار داخلی ۲۶ درصد، در بخش بورس اوراق بهادار بین‌المللی ۲۱ درصد و در بخش اموال حقیقی ۵ درصد از کل میزان سرمایه اختصاص داده شده سرمایه‌گذاری صورت گرفته است که بر اساس محاسبات دقیق علمی و بیمه‌ای پاره‌ای از این اعداد با اعداد مطلوب فاصله دارند.

▲ ۵-۶. روسیه

روسیه برای اینکه از منابع موجود در صندوق به بهترین شکل استفاده کند در بخش‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌نماید. اما در جهت استحصال بهترین نتیجه از سرمایه‌گذاری باید سه نکته مد نظر قرار گیرد؛ نخست مساله امنیت سرمایه‌گذاری است. مساله دیگر توجه به سرمایه‌گذاری بلندمدت و در نهایت هم حفظ سرمایه در مقابل تغییرات تورمی است. بی‌توجهی به هر یک از این مسائل می‌تواند مشکلات زیادی برای صندوق‌ها ایجاد کند و باعث شود تا منابع مالی در گذر زمان از بین برود.

به گزارش دولت روسیه منابع صندوق باید در بخش اوراق قرضه مرتبط با شاخص قیمت کالاها مصرفی سرمایه‌گذاری شود. در ماه ژوئن سال ۲۰۱۵ میلادی وزارت دارایی این کشور اولین اوراق قرضه مرتبط با شاخص قیمت کالاها مصرفی را صادر کرد که ۳۰ درصد از این اوراق از سوی صندوق‌ها خریداری شد. قیمت این اوراق هم بر مبنای شاخص قیمت کالاها مصرفی و طبق فرمول تأییدشده توسط وزارت دارایی تعیین شده است، همچنین صندوق‌های بازنشستگی می‌توانند اوراق قرضه پروژه‌های زیرساختی را در

کشور خریداری کنند و از این طریق در تسریع اجرای این پروژه‌ها همکاری داشته باشند. مثلاً خرید اوراق قرضه بلندمدتی که توسط وزارت دارایی و برای پروژه‌های زیرساختی بزرگ صادر شده است، می‌تواند نمونه‌ای از سرمایه‌گذاری‌های موفق باشد. خرید اوراق قرضه‌ای که پشتوانه وام‌های رهنی است هم یکی دیگر از محل‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی محسوب می‌شود.

به‌طور کلی معمولاً دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در روسیه در پنج بخش سرمایه‌گذاری می‌شود که اولین و ساده‌ترین آنها پس‌انداز در بانک‌ها و دریافت سود به ازای این پس‌انداز است. از طرف دیگر منابع مالی این صندوق در بخش درآمدهای ثابت سرمایه‌گذاری می‌شود که نسبت به بانک پیچیدگی بیشتری دارد ولی به‌همان نسبت هم درآمد بالاتری ایجاد می‌کند. سومین محل سرمایه‌گذاری دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در بازار سهام است و چهارمین حوزه سرمایه‌گذاری در مشتقات بازار سهام و درآمدهای ثابت است. سهام خصوصی پنجمین حوزه سرمایه‌گذاری دارایی‌های این صندوق‌هاست. در سال‌های اخیر، روسیه میلیاردها دلار از منابع مالی صندوق را در بازار سهام سرمایه‌گذاری کرده است. این سرمایه‌گذاری‌ها در بازار سهام و اوراق قرضه دولتی سبب شد تا سود این فعالیت اقتصادی بیشتر شود. اما مهم‌ترین مسأله در مورد صندوق‌های بازنشستگی در روسیه این است که به‌رغم سرمایه‌گذاری زیاد صندوق‌های دولتی در بازار سهام، صندوق‌های خصوصی تمایلی به فعالیت در این بازار ندارند و به همین دلیل هم نمی‌توانند رشد قابل قبولی در ارزش دارایی‌های خود داشته باشند. در سال ۲۰۱۳ میلادی سهم پول نقد و درآمدهای ثابت به ۸۷ درصد رسید و سهم سرمایه‌گذاری در بازار سهام به شش درصد تنزل یافت. مقایسه این وضعیت با صندوق‌های خصوصی در کشور آفریقای جنوبی نشان‌دهنده سطح تفاوت است. در سال ۲۰۰۰ تنها ۴۲ درصد از دارایی‌های صندوق بازنشستگی خصوصی در آفریقای جنوبی به صورت پول نقد و درآمدهای ثابت بود و ۴۷ درصد در بازار سهام سرمایه‌گذاری شده بود و در سال ۲۰۱۴ میلادی سهم سرمایه‌گذاری شده در بازار سهام به ۵۵ درصد و سهم سرمایه‌گذاری شده در بخش دارایی‌های ثابت و پول نقد به ۳۸ درصد رسید. در سال‌های اخیر تلاش شد سهم صندوق‌های

سرمایه‌گذاری روسی در بازار سهام افزایش یابد تا بتواند جایگزین صندوق‌های سرمایه‌گذاری خارجی شود.

۶- تجزیه و تحلیل رهنمودهای سازمان‌های بین‌المللی

تجربه سازمان‌های عضو اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی (ISSA) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری صندوق‌های مذکور در صورتی که منطقی و حساب شده باشند می‌تواند به نحو بارزی به پایداری مالی سیستم‌های تأمین اجتماعی آنها کمک کند و در صورتیکه فاقد دوراندیشی یا ریسکی سرمایه‌گذاری کنند نرخ‌های بازده منفی را به دست داده و یا حتی به‌طور کلی می‌تواند کل منابع را مضمحل کند.

این حساسیت بالا، اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی را به سوی ایجاد یک گروه مطالعه بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی رهنمون ساخت. گروه مطالعاتی مذکور پیش‌نویس رهنمودهای اخذ شده از منابع گوناگون را مورد بررسی قرارداد و آنها را با شرایط ویژه تأمین اجتماعی سازگار نمود. رهنمودهای حاضر نتیجه اندیشه گروه مطالعه یاد شده و نقطه نظرانی هستند که بعدها از چندین عضو خود دریافت داشت.

این رهنمودها در راستای تدارک اصول و ملاحظات کلی فرآیند سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی برای مؤسسات تأمین اجتماعی قرار دارند.

رهنمودهای مذکور برای توجه به دو وضعیت متمایز تنظیم شده‌اند. در نخستین وضعیت ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی در زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی مسئولیت دارد و در دومین وضعیت ارگان مسئول سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی از طرح تأمین اجتماعی جدا است.^۱ در بخش اول حداقل پیش‌شرط‌های ساختاری مدیریت و نظارت ارائه شده

۱- مدل‌های متفاوت بسیاری از طرح‌های تأمین اجتماعی در کشورهای در حال توسعه و صنعتی جهان وجود دارند. بازارهای مالی، چارچوب‌های قانونی و ساختارهای انتظامی و نظارتی از یک کشور تا یک کشور دیگر تفاوت دارند. در هر حال یک پیامد عینی آن است که این رهنمودها نمی‌توانند هر وضعیت ممکن را پوشش دهند. بنابراین، در هنگام کاربرد رهنمودهای یاد شده، آنها بایستی به‌طور مقتضی با وضعیت ویژه هر طرح و هر کشور وفق داده شوند.

به طوری تأکید می‌شود که ساختار مذکور باید تقسیم درست مسئولیت‌های اجرایی، نظارتی، شایستگی و پاسخگویی این موارد را تضمین کند. در بخش دوم ساز و کارهای مدیریت و نظارت تحلیل و ساز و کار مناسب پیشنهاد شده و در بخش سوم سرمایه‌گذاری‌های و اصول بهینه سرمایه‌گذاری یک صندوق بازنستگی پیشنهاد شده است.

▲ ۱-۶. رهنمود در زمینه ساختار مدیریت و نظارت

۱-۱-۶. شناخت مسئولیت‌ها

در مدیریت و نظارت بر یک طرح تأمین اجتماعی باید یک تصویر شفاف و روشن از مسئولیت‌های اجرایی و نظارتی وجود داشته باشد، خواه طرح تأمین اجتماعی توسط یک وزارتخانه دولتی و یا توسط یک ارگان دیگر اداره شود. مانند یک ارگان قانونی نظیر یک مؤسسه مستقل که برای این منظور ایجاد شده است. در حالت دوم (حالی که طرح تأمین اجتماعی توسط یک ارگان دیگر اداره شود)، قانون ایجاد ارگان مذکور باید جایگاه قانونی، اهداف عمده و ساختار مدیریت و نظارت داخلی آن را مشخص سازد.

۱-۲-۶. ارگان مدیریت و نظارت

الف - اگر ارگانی غیر از یک وزارتخانه دولتی برای اداره یک طرح تأمین اجتماعی ایجاد شود بخش مدیریت و نظارت^۱ آن ارگان باید برای انجام اقدامات لازم در جهت انجام وظیفه قانونی خود جهت اجرای طرح تأمین اجتماعی از اختیار کافی برخوردار شود. ارگان مذکور باید در معرض کمترین مداخله یا نفوذ سیاسی ممکن قرار داشته و مسئولیت تضمین این امر را پذیرا شود که مقررات مربوط به ایجاد طرح تأمین اجتماعی زیربط رعایت شده و منافع اعضای طرح^۲ مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع^۳ محفوظ بماند. ارگان مدیریت و نظارت نباید قادر باشد با تفویض انجام وظیفه خود به ارائه‌کنندگان خدمات در بیرون طرح کارگزار خود را به‌طور کامل از انجام مسئولیت‌هایش معاف کند بلکه باید مسئولیت پیگیری و نظارت بر

1- Governing body

2- Scheme members

3- Stakeholders

ارائه‌کنندگان خدمات را ادامه دهد.^۱

ب- مسئولیت‌های ارگان مدیریت و نظارت باید با هدف عمده طرح تأمین اجتماعی یعنی پرداخت حمایت‌ها و ارائه خدمات مورد تعهد هماهنگ باشد. این ارگان باید از طریق نظارت و کنترل بر همه خطرات همراه با طرح تأمین اجتماعی به ویژه خطرات جمعیتی، مالی و اقتصادی بکوشد تا پایداری مالی طرح را حفظ کند در چهارچوب نظام تأمین مالی طرح^۲، میزان حق بیمه مقرر و درآمد سرمایه‌گذاری باید برای تأمین مالی حمایت‌ها و خدمات کافی باشند و مدیریت کنترل خطر باید در ارزیابی پایداری بلندمدت طرح ذریبط اعمال شود.

۶-۱-۳. مؤسسه سرمایه‌گذار و کمیته سرمایه‌گذاری

الف- براساس قانون، ایجاد یک طرح تأمین اجتماعی و یا تصمیم ارگان مدیریت و نظارت یک طرح، مؤسسه سرمایه‌گذار^۳ ممکن است همان ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی و یا یک ارگان ایجاد شده ویژه برای سرمایه‌گذاری وجوه طرح مذکور باشد. در حالت دوم باید شرح روشنی از جایگاه قانونی مؤسسه سرمایه‌گذاری، اهداف عمده و ساختار مدیریت و نظارت داخلی آن ارائه شود.^۴

ب- ارگان و یا ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی یا

۱- استقلال از مداخله یا نفوذ سیاسی به این معنی نیست که ارگان مدیریت و نظارت باید بدون ارجاع به چارچوب قانونی مقرر از طرف مجلس ملی یا خط مشی‌های دولت عمل کند همینطور نباید از مشورت مقتضی با مقامات مجلس و دولت یا سایر کارگزاری‌های دولتی احتراز نماید. در هر صورت، این به آن معنی است که در تصمیمات متخذه توسط ارگان مدیریت و نظارت در چارچوب وظیفه قانونی محوله به آن نباید مداخله سیاسی انجام گیرد. بسیاری از کشورها در ایجاد یک ارگان مدیریت و نظارت برای یک طرح تأمین اجتماعی حضور نمایندگان کارگران، کارفرمایان و دولت را ضروری می‌دانند. سازمان بین‌المللی کار، صرفنظر از موارد دیگر از دیر باز از حضور سه جانبه مذکور بعنوان ابزاری محافظ در برابر مداخله سیاسی بی‌جهت و تضمین طرح تأمین اجتماعی دفاع کرده است.

2- Financial System

3- investing institution

۴- در برخی موارد، ایجاد یک مؤسسه سرمایه‌گذاری که از ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی جدا است ممکن است مزایایی را به همراه داشته باشد. برای نمونه، هنگامی که یک وزارتخانه دولتی مسئولیت اجرای یک طرح تأمین اجتماعی را بر عهده دارد ایجاد یک مؤسسه سرمایه‌گذاری جدا از آن وزارتخانه ممکن است حفاظت در برابر مداخله سیاسی و تصور مداخله سیاسی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری را تضمین نماید.

مؤسسه سرمایه‌گذار باید برای گسترش خط‌مشی سرمایه‌گذاری^۱ و راهبرد سرمایه‌گذاری^۲ توصیه این موارد به ارگان و یا ارگان‌های مدیریت و نظارت، رسیدگی به اجرای این موارد و ارزیابی اثر بخش این موارد، یک کمیته سرمایه‌گذاری مسئول را منصوب کنند. این کمیته سرمایه‌گذاری باید به‌طور منظم تشکیل جلسه داده و فعالیت‌هایش را به ارگان و یا ارگان‌های مدیریتی و نظارتی گزارش دهد. در جلسات متعدد کمیته مذکور، مسئولیت‌ها و وظائف محوله به آن باید مدنظر قرار گیرند.^۳

۶-۱-۴. مسئولیت پاسخگویی

الف- ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذار باید در برابر اعضاء، مستمری‌گیران و سایر افراد ذینفع در طرح تأمین اجتماعی پاسخگو باشند. به منظور اطمینان از پاسخگویی ارگان‌های مدیریت و نظارت در این زمینه، اعضاء آنها باید در قبال اقدامات و قصور خود مسئول باشند.^۴

1- Investment policy

2- Investment strategy

۳- این نکته باید تأکید شود که کمیته سرمایه‌گذاری، همان مؤسسه سرمایه‌گذاری و یا ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی نیست، کمیته سرمایه‌گذاری به ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و یا ارگان مدیریت و نظارت بر مؤسسه سرمایه‌گذاری گزارش داده و وظیفه توصیه، نظارت و ارزیابی کاربرد خط‌مشی سرمایه‌گذاری و راهبرد سرمایه‌گذاری را بر عهده دارد. در برخی موارد، رئیس ارگان مدیریت و نظارت بر مؤسسه سرمایه‌گذاری، ریاست کمیته سرمایه‌گذاری را برعهده می‌گیرد. مسئول ارشد اجرایی ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی ممکن است یکی از اعضای کمیته سرمایه‌گذاری باشد. سایر اعضاء کمیته یاد شده باید از میان اعضاء ارگان و یا ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و یا اعضاء مؤسسه سرمایه‌گذار براساس تخصص و تجربه در عرصه‌های کلیدی گوناگون مدیریت سرمایه‌گذاری انتخاب شوند. اگر در میان اعضاء ارگان و یا ارگان‌های مدیریت و نظارت تخصص لازم وجود نداشته باشد از متخصصان بیرون باید درخواست شود تا در کمیته سرمایه‌گذاری به خدمت پردازند.

۴- یک روش برای تعیین اینکه آیا یک عضو ارگان مدیریت و نظارت مسئولیت‌هایش را بدرستی انجام داده است بکارگیری اصل «وظیفه مراقبت» می‌باشد. بموجب این اصل یک عضو ارگان مذکور در اعمال اختیارات اداری و ایفای وظائف باید با در نظر داشتن بیشترین منافع طرح تأمین اجتماعی و اعضاء آن بدرستی و با حسن نیت فعالیت کند. همینطور عنصر یاد شده باید مراقبت، پشتکار و مهارتی را بکار برد که یک فرد منطقی دور اندیش در شرایط مشابه اعمال می‌نماید (یعنی اصول فرد دوراندیش اگر عضو مذکور بواسطه حرفه یا کارش از دانش یا مهارت ویژه‌ای در ارتباط با وظائف اداری خود برخوردار باشد از او انتظار می‌رود تا آن دانش یا مهارت را در انجام آن وظائف بکار گیرد.

ب - مسئولیت پاسخگویی ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذاری مستلزم آن است برای انتخاب اعضا و اتخاذ تصمیمات و نیز تشکیل جلسات منظم و افشای تصمیمات و اطلاعات برای اعضا، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع در طرح مذکور از جمله اطلاعات مربوط به چگونگی تأمین مالی و وضعیت مالی آن فرآیندهای شفاف وجود داشته باشند.^۱

۶-۱-۵. حداقل استانداردهای شایستگی مدیران

به منظور اطمینان کامل از به کارگیری افراد حرفه‌ای در مدیریت و نظارت و اداره طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذار، عضویت در ارگان‌های مدیریت و نظارت بر یک طرح تأمین و مؤسسه سرمایه‌گذار و نیز هرگونه کمیته ویژه سرمایه‌گذاری باید مشمول حداقل استانداردهای شایستگی باشد.

۶-۱-۶. مشورت با متخصصان

ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذار در صورت فقدان تخصص کافی برای اتخاذ تصمیمات کاملاً آگاهانه و ایفای مسئولیت‌های خود، برای انجام کارکردهای ویژه باید از مشورت با متخصص بهره‌مند شده و یا افراد حرفه‌ای را به کار گیرند. قراردادهای پیش بینی مشورت با متخصص در هر زمینه مورد نیاز باید به روش رقابتی منعقد شوند. متخصصان باید در ارتباط با کیفیت تخصصشان و نه صرفاً بر مبنای برخورداری از پائین‌ترین هزینه منصوب شوند.^۲

۱- در هنگام انتصاب یک ارگان مدیریت و نظارت، یک عضو باید همه منافع اقتصادی و وابستگی‌هایی را افشا کند که ممکن است در عمل یا به ظاهر به یک تضاد منافع با ابقای و وظایف در ارگان مدیریت و نظارت منجر شوند. از این عضو انتظار می‌رود که به افشای هرگونه منافع اقتصادی یا وابستگی بپردازد که پس از انتصاب و در حین کار وی در ارگان مذکور به وجود می‌آیند. اگر ارگان مدیریت و نظارت موردی را بررسی می‌کند که در آن عضوی از آن دارای منافع اقتصادی است و یا به ظاهر می‌تواند از چنین منافعی برخوردار شود عضو مذکور باید در آن بخش از جلسه که در آن این مسأله مورد بحث قرار می‌گیرد شرکت نموده و در این مورد رای ندهد. این نکته باید در صورت جلسه درج شود که عضو یاد شده در زمینه مسأله مذکور اظهار نظر نکرده است.

۲- ارگان یا ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی در به کارگیری مشاوران بیرونی باید مطمئن شوند که مشاوران مذکور برای تعریف نیازهای سرمایه‌گذاری آنها، درک پیچیدگی‌های

۶-۱-۷. حسابرس

الف - یک حسابرس مستقل از دولت، ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی، ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذار باید به منظور انجام حسابرسی‌های سالیانه از طرح تأمین اجتماعی از طرف دولت یا ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی منصوب شود. این حسابرس باید از مداخله سیاسی رها باشد. اگر مؤسسه سرمایه‌گذار از ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی جدا باشد، هریک از این دو نهاد باید مورد حسابرسی‌های جداگانه قرار گیرند.

ب - اگر حسابرس مذکور در نتیجه انجام وظائف حرفه‌ای یا قانونی خود از اطلاعاتی آگاه شود که می‌توانند بر روی وضعیت مالی یا اداری و حسابداری سازمان طرح ذیربط تاثیر منفی چشمگیری داشته و یا به نقاط ضعف مهمی در سیستم‌های کنترل پی ببرد باید این‌گونه موارد را به دولت و یا ارگان مدیریت و نظارت گزارش کند. اگر حسابرس یاد شده به ارگان مدیریت و نظارت گزارش داد و ارگان مذکور در طی یک مدت مقرر هیچ‌گونه اقدام چاره‌جویانه مناسب را به‌عمل نیاورد باید این موارد را نیز به دولت گزارش کند.

ج - اظهار نظر حسابرس مذکور باید در صورت‌های مالی سالیانه طرح تأمین اجتماعی ذیربط که باید دسترس همگان قرار گیرند درج شود.

۶-۱-۸. متخصص محاسبات بیمه

الف - برای انجام بازنگری‌های ادواری محاسبات بیمه طرح تأمین اجتماعی یک متخصص محاسبات بیمه باید از طرف دولت و یا ارگان مدیریت و نظارت بر طرح مذکور منصوب شود این متخصص باید از مداخله سیاسی رها باشد.^۱

پیشنهاد‌های ارائه شده و ارزیابی پیشنهادها در چارچوب اهداف کل تأمین اجتماعی ذیربط از دانش کافی برخوردارند. اگر ارگان یا ارگان‌های مدیریت و نظارت در مورد برخورداری آنها از دانش لازمه اطمینان ندارند باید از مشورت جداگانه متخصصانی بهره‌مند شوند که از نتیجه تصمیمات اتخاذ شده هیچگونه سود چشمگیری برای آنها متصور نیست. →

۱- اگر متخصص محاسبات بیمه یک کارمند وزارتخانه دولتی ناظر بر طرح تأمین اجتماعی و یا ارگان مدیریت و نظارت و یا ارگان مجری طرح یاد شده باشد کار او باید مورد بازنگری دقیق و جداگانه یا ←

ب- اگر متخصص مذکور در نتیجه انجام وظایف حرفه‌ای و یا قانونی خود مشخص کند که پایداری مالی طرح تأمین اجتماعی به‌طور محسوس تا آنجا در معرض خطر قرار دارد که طرح نامبرده احتمالاً به اجراء در نمی‌آید یا توان ایفای تعهداتش را ندارد یا قادر نخواهد بود مقررات قانونی خود را رعایت کند یا با احتمال کمبودهای چشمگیر مالی در زمینه درآمد مربوط به‌هزینه خود در آینده روبرو است که از محل ذخائر پوشش داده نخواهند شد باید اینگونه موارد را به دولت یا ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی گزارش کند. اگر متخصص یاد شده به ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی گزارش داد و ارگان مذکور در طی یک مدت مقرر هیچگونه اقدام چاره‌جویانه مناسب را به‌عمل نیاورد باید آن موارد را به دولت یا مستقیماً به پارلمان گزارش کند.^۱

ج- گزارش متخصص محاسبات بیمه در بازنگری محاسبات بیمه باید فوراً در دسترس همگان قرار گیرد.

۶-۱-۹. حافظ دارائی‌ها

نگهداری از دارائی‌های طرح تأمین اجتماعی می‌تواند توسط ارگان مجری طرح یاد شده، مؤسسه سرمایه‌گذار، یک ارگان دولتی نظیر بانک مرکزی یا خزانه‌داری یا یک حافظ مستقل^۲ انجام شود. اگر برای نگهداری و تضمین حفاظت از دارائی‌های طرح تأمین اجتماعی یک حافظ مستقل از طرف ارگان مدیریت و نظارت بر طرح مذکور منصوب شود. دارائی‌های آن طرح باید قانوناً از دارائی‌های دیگر حافظ نامبرده جدا باشد.

حافظ دارائی‌ها نباید قادر باشد با سپردن همه یا مقداری از دارائی‌های مورد حفاظت خود به یک شخص ثالث خود را از انجام مسئولیتش معاف کند.^۳

حسابرس محاسبات بیمه قرار گیرد. →

۱- فرآیند تعیین مفروضات اساسی بازنگری محاسبات بیمه باید شفاف و بر مبنای ملاحظات عینی قرار داشته باشد.

2- Custodian

۳- حافظ دارائی‌ها باید به داد و ستد مستقل مبادرت نموده و در فواصل مقرر وضعیت دارائی‌ها را اعلام کند.

در بخش دوم- پیش شرطها و مدیریت ساز و کارهای مدیریت و نظارت بیان شده است.

علاوه بر وجود یک ساختار کارآمد مدیریت و نظارت، ساز و کارهای مناسب نیز ضرورت دارند. طرح‌های تأمین اجتماعی باید از کنترل و ارتباط مناسب و ساز و کارهای مؤثری برخوردار باشند که تصمیم‌گیری مطلوب، اجرای درست و به موقع، شفافیت و بازنگری و ارزیابی منظم را موجب می‌شوند.

۲-۶. رهنمود در زمینه ساز و کارهای مدیریت و نظارت

۲-۶-۱. سیستم‌های کنترل

برای حصول به این اطمینان که همه افراد و یا ارگان‌های اجرایی و نظارتی مسئول همگام با اهداف مقرر در قانون ایجاد ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی یا مؤسسه سرمایه‌گذار، در صورت جدایی مؤسسه سرمایه‌گذار از ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی، به فعالیت می‌پردازند باید سیستم‌های کنترل مناسب به مورد اجرا گذاشته شوند. این سیستم‌های کنترل باید تمام راهکارهای اساسی سازمانی و اداری از جمله ارزیابی عملکرد، ساز و کارهای حقوق و مزایا، سیستم‌ها و فرآیندهای اطلاعات، راهکارهای مدیریت کنترل خطر و بازنگری‌های منظم مشاوران متخصص و هرگونه معاهدات قراردادی را پوشش دهند.

۲-۶-۲. گزارشگری داخلی

برای اطمینان از انتقال مفید و به موقع اطلاعات ذیربط و صحیح باید بین ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی، ارگان مدیریت و نظارت بر آن طرح، مؤسسه سرمایه‌گذار، دولت و سایر افراد دخیل در اجرای طرح مذکور مسیرهای گزارشگری ایجاد شوند.

۲-۶-۳. افشاء برای عامه

ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذار

باید اطلاعات مناسب را برای همه طرف‌های ذیربط از جمله اعضای طرح، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع به‌طور شفاف، درست و به موقع افشاء کنند.^۱

- کمیته‌های ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و نیز ساختار احکام قانونی و فعالیت‌هایشان؛

- صورت مالی طرح در سال پیش شامل اطلاعات مربوط به درآمد، هزینه‌ها، دارائی‌ها و بدهی‌ها؛

- اظهار نظر حسابرس ذیربط در مورد صورت مالی.

- گزارش متخصص محاسبات بیمه در مورد بازنگری محاسبات بیمه (اگر پس از افشای قبلی اطلاعات، گزارش تهیه شده باشد) نباید اطلاعاتی را شامل شود که مسئولیت‌های مربوط به وجوه امانی را مورد مصالحه قرارداده و یا به داد و ستدهای سرمایه‌گذاری لطمه وارد کند.

جبران خسارت اعضای طرح، مستمری بگیران و سایر افراد ذینفع باید از دسترسی فوری به ساز و کارهای قانونی جبران خسارت از طریق یک ارگان مقرر برای این منظور یا از طریق دادگاه‌ها برخوردار باشند.

۳-۶. رهنمود در زمینه سرمایه‌گذاری

۱-۳-۶. اهداف

الف- در سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی دو هدف عمده وجود دارد:

۱. ایمنی یعنی سرمایه‌گذاری‌ها باید به طرح تأمین اجتماعی کمک کنند تا بتواند به روشی مقرون به صرفه^۲ تعهداتش را به انجام رساند.

۲. سودآوری یعنی سرمایه‌گذاری‌ها باید با پذیرش خطر قابل قبول به



۱- اطلاعاتی که باید به‌طور سالیانه افشاء شوند باید حداقل موارد زیر را در بر گیرند. وظایف، اهداف و حکم قانونی ارگان مجری طرح تأمین اجتماعی، ارگان مدیریت و نظارت بر آن طرح و مؤسسه سرمایه‌گذار اگر با هر یک از دو ارگان مذکور متفاوت باشد.

2- Cost-effectiv

حداکثر بازده دست یابند.

سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های تأمین اجتماعی باید با دیدگاه حصول به یک توازن منطقی بین دو هدف توأمان یاد شده صورت گیرند.^۱

ب - مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی سرمایه‌گذاری‌ها نیز می‌توانند مدنظر باشد. در هر حال، این‌مورد باید در زیر سایه 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 سرمایه‌گذاری در یک زمینه ویژه دارای مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی از طرف دولت و یا ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی مفید تلقی می‌شود در حالیکه بازده‌های احتمالی حاصله در زیر نرم‌های بازار قراردارند سرمایه‌گذاری مذکور باید به گونه‌ای ساماندهی شود که برای اجتناب از مصالحه مسئولیت‌های طرح تأمین اجتماعی در مورد وجوه امانی، از محل سایر منابع دولت یارانه‌ای مربوطه اختصاص داده شود.

نمونه‌هایی از سرمایه‌گذاری‌های دارای مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی عبارتند از ابتکارات بخش خصوصی، بنگاه‌های اقتصادی دولتی، وام‌های دانشجویی و تهیه مسکن ارزان قیمت. تسهیلات رفاه سالمندان، زیرساخت‌های بهداشتی، گردشگری و طرح‌های افزایش منابع انسانی. در بسیاری از کشورها، این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها ممکن است به نرخ‌های بلندمدت رشد ملی کمک شایان به عمل آورند حتی اگر نرخ‌های غیرمستقیم بازده احتمالاً نتوانند به‌طور مستمر در نرخ‌های پولی بازده کاملاً انعکاس پیداکنند. سرمایه‌گذاری‌های مذکور با کمک به رشد بلندمدت اقتصاد ملی می‌توانند جایگاه مالی طرح تأمین اجتماعی از نظر تعداد اعضاء، میزان درآمد مشمول کسر حق بیمه آنها و نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌های طرح یاد شده را ارتقاء دهند. سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی باید به‌طور مداوم مورد کنترل قرار گیرند. در صورت انجام یک سرمایه‌گذاری چشمگیر از وجوه تأمین اجتماعی در این زمینه، طرح تأمین اجتماعی ذیربط

۱- اهمیت دارائی‌ها و بازده ناشی از دارائی‌ها برای تداوم پایداری مالی طرح تأمین اجتماعی همسو با سیستم تأمین مالی آن همواره باید در اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها مد نظر قرار گیرند. مسئولین طرح تأمین اجتماعی باید الزامات موعد پرداخت و نقدینگی طرح را مورد توجه قرار دهند.

به منظور امکان انجام این کنترل باید در هیئت مدیره طرح‌های مذکور عضویت داشته باشد.

۶-۳-۲. رهیافت جامع سرمایه‌گذاری

وجوه یک طرح تأمین اجتماعی باید با توجه به سیستم تأمین مالی، طرح یاد شده به فعالیت پردازد و همینطور باید با اهداف کوتاه، میان و بلندمدت مالی طرح مذکور هماهنگ باشد. تعهدات مقرر از طرف قانون برای طرح، چشم داشت به جریان‌ات پول نقد در آینده و مناسبت انواع گوناگون سرمایه‌گذاری‌های در راستای تحقق اهداف سرمایه‌گذاری طرح یاد شده باید مدنظر قرار گیرند.

۶-۳-۳. خط‌مشی و راهبرد سرمایه‌گذاری

الف- خط‌مشی سرمایه‌گذاری یک طرح تأمین اجتماعی باید براساس اصول فرد دوراندیش و محدودیت‌های مقداری^۱ مناسب تدوین شده و مفاهیم زیر را مورد توجه قرار دهد:

- مدیریت کنترل خطر
- توزیع و پراکندگی^۲
- مقایسه دارائی‌ها و بدهی‌ها شامل ملاحظات مربوط به مدت و موعد سر رسید
- انطباق ارزش
- انجام سنجش و نظارت

ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذار در تدوین خط‌مشی و راهبرد سرمایه‌گذاری باید میزان خطر و تحمل خطر را که طرح قادر است متحمل شود تعیین کنند. عواملی نظیر گریز حق بیمه‌ها و دارائی‌ها باید همسو با اهداف مالی مدنظر قرار گیرند. ارگان‌های مذکور باید از تعهدات طرح، هدف سرمایه‌گذاری‌ها و مجموعه مناسبی از

1- Quantitative restrictions

2- diversification & dispersion

دارائی‌های لازم برای اطمینان از پایداری مالی طرح برداشت درستی داشته باشند.

ب- خط‌مشی سرمایه‌گذاری و راهبرد سرمایه‌گذاری باید با هدف تأمین مالی طرح تأمین اجتماعی و الزامات جریان پول نقد آن هماهنگ باشند. خط‌مشی مذکور باید مؤسسه سرمایه‌گذار را ملزم سازد تا برای اطمینان از رعایت کامل پنج مفهوم مندرج در بند (الف) از سیستم‌های مناسبی برای کنترل برخوردار باشد.

ج- اقتصاد ملی، اهمیت اجتماعی و اقتصادی سرمایه‌گذاری صندوق تأمین اجتماعی در چهارچوب مفاد رهنمودهای حاضر ایجاب می‌کند که خط‌مشی سرمایه‌گذاری یک طرح تأمین اجتماعی با امعان نظر به خط‌مشی‌های اقتصادی ارگان‌های مالی در سطح ملی نظیر وزارت دارائی یا بانک مرکزی اتخاذ شود.^۱

سرانجام پایداری طرح تأمین اجتماعی به رشد اقتصاد ملی بستگی دارد درحالی‌که دیدگاه‌های ارگان‌های مالی در سطح ملی در تداوم خط‌مشی و راهبردهای سرمایه‌گذاری یک مورد قانونی به شمار می‌رود اما نباید در اجرای راهبرد مذکور دخالتی داشته باشند و به ویژه نباید اجازه به آنها داده شود تا انجام سرمایه‌گذاری‌های خاصی را به طرح تأمین اجتماعی و یا مؤسسه سرمایه‌گذاری آن دیکته کنند.

د- بیانیه خط‌مشی و راهبرد سرمایه‌گذاری باید توسط ارگان‌های مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و مؤسسه سرمایه‌گذار انتشار یافته و در دسترس همگان قرار گیرد.^۲

۱- در بسیاری از کشورها، صندوق‌های تأمین اجتماعی بخش بزرگی از بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند. از این نظر، سرمایه‌گذاری صندوق‌های یاد شده باید اهداف بلندمدتی را در سطح ملی مد نظر قرار دهد که در هنگام اجرای یک راهبرد صرفاً مبتنی بر دستیابی به حداکثر بازده‌ها نمی‌تواند به‌طور کامل تحقق پیدا کنند.

۲- خط‌مشی سرمایه‌گذاری باید از طرف ارگان مدیریت و نظارت بر مؤسسه سرمایه‌گذار به‌طور منظم (حداقل هر سه سال یکبار) مورد بازنگری واقع شود و راهبرد سرمایه‌گذاری نیز باید در معرض بازنگری و ارزیابی مستمر قرار گیرد.

۶-۳-۴. تنگناهای سرمایه گذاری

الف- برای هر نوع سرمایه گذاری، جز بر یک مبنای ویژه و موقت و به خاطر دلایل موجه دوراندیشی، هیچ سطح حداقلی از سرمایه گذاری نباید مقرر شود.^۱

ب- سطوح حداقل سرمایه گذاری برحسب نوع باید با ارجاع به مقررات دوراندیشی^۲ تعیین شود، مؤسسه سرمایه گذار باید اجازه داشته باشد در شرایط خاص (مثلاً محدودیت‌های زمانی) و احتمالاً با مجوز قبلی ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی یا دولت سطوح مذکور را ارتقاء دهد.

ج- سرمایه گذاری در یک دارایی و یا اوراق بهادار مشخص یا دارائی‌ها یا اوراق بهادار یک صنعت خاص و ارگانی غیر از خود دولت باید به عنوان بخشی از کل مجموعه سرمایه گذاری یک طرح تأمین اجتماعی محدود باشد. مؤسسه سرمایه گذار نباید بیشتر از نسبت مشخصی از کل ارزش بازار^۳ نوع خاصی از دارایی یا دارائی‌های یک صنعت یا ارگان خاصی را در اختیار داشته باشد.

د- فهرستی از دارائی‌های مورد پذیرش یا توصیه می‌تواند توسط دولت یا ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی تهیه شود. این فهرست می‌تواند کامل و اجباری یا اختیاری باشد که در صورت اخیر مؤسسه سرمایه گذار باید هرگونه انحراف چشم‌گیری را از آن توجیه کند.^۴

۱- تجویز سطوح حداقلی از سرمایه گذاری‌های مشخص به مقرراتی اشاره دارد که از بیرون به یک طرح تأمین اجتماعی و یا به مؤسسه سرمایه گذار تحمیل می‌شوند و این فرآیند به ویژه در ارتباط با بدهی دولت صورت می‌گیرد صندوق‌های تأمین اجتماعی نباید به وسیله‌ای برای دولت‌ها در تأمین مالی کسورات و بدهی تبدیل شود. در هر حال، تجویز یاد شده ارگان مدیریت و نظارت بر یک طرح تأمین اجتماعی و یا مؤسسه سرمایه گذار را از اتخاذ سطوح حداقلی از سرمایه گذاری‌ها بعنوان بخشی از خط‌مشی سرمایه گذاری خود باز نمی‌دارد. برای سطح حداقل پول نقد یا اوراق بهادار کوتاه مدت بازار پولی لازم برای پرداخت مزایای فوری و انجام سایر تعهدات جاری در موعود رسید باید پیش‌بینی ویژه‌ای صورت گیرد.

2- Prudential rules

3- Market value

۴- پیش از پذیرش فهرستی که بر روی تخصیص راهبردی دارایی، محدودیت‌های شدیدی اعمال می‌کند احتیاط کافی باید صورت گیرد. اگر يك فهرست بکار گرفته می‌شود يك قلم از دارائی‌های ←

و- سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی معمولاً باید به اوراق بهادار واجد سرمایه‌گذاری محدود باشند که برای یک طرح تأمین اجتماعی مناسب هستند کنترل خطرات متوجه ارز باید دقیقاً به انجام برسد.

ز- بکارگیری مشتقات مالی^۱ به عنوان یک ابزار مدیریت سرمایه‌گذاری احتمالاً در صورتی مفید و ثمر بخش است که از نظر کنترل و مصونیت در برابر خطرات (مثلاً کاهش ابتلا به نوسانات ارز) به شیوه احتیاط‌آمیز صورت گیرد. با این حال وجود حالات غیر معمول در مشتقات می‌تواند مؤسسه سرمایه‌گذاری را در معرض خطر جدی قرار دهد. ساختارهای مناسب مدیریت کنترل خطر برای نظارت بر کاربرد مشتقات باید وجود داشته و رعایت ساختارهای مذکور باید دقیقاً پیگیری شود.

ه- سرمایه‌گذاری در انواع خاصی از سرمایه‌گذاری‌ها باید محدود یا ممنوع باشد. برای نمونه وام‌های فاقد تضمین کافی یا با شرایط غیر قابل پذیرش از طرف بازار، سهام بدون قیمت مظنه بازار و یا سرمایه‌گذاری‌های مولد خطرات بزرگ، سرمایه‌گذاری‌های انفرادی و فاقد قیمت مظنه بازار باید همراه با ضرورت اثبات اینکه شرایط سرمایه‌گذاری رضایت بخش بوده و تحت تاثیر یا کنترل نادرست قرار ندارند باید در معرض افشای بسیار دقیق و ساز و کارهای تصویب واقع شوند. برای پیشگیری از تخصیص غیرقانونی وجوه، اقداماتی باید مدنظر باشند.

۶-۳-۵. اصول فرد دوراندیش

الف- اجرای اصول فرد دوراندیش یا دیدگاه متخصص دوراندیش^۲ می‌تواند کاهش محدودیت‌های مقداری در سرمایه‌گذاری‌ها را امکان‌پذیر سازد. با این حال، ضروری است ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و دولت به سیستم‌های داخلی مؤسسه سرمایه‌گذاری برای مدیریت و کنترل مجموعه سرمایه‌گذاری آن اعتماد نمایند. اگر اصول فرد دوراندیش برای کنترل سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی به کار برده شوند باید با

مورد پذیرش نسبت به فهرستی از دارائی‌های مورد توصیه، کمتر مشکل‌آفرین است. →

1- Derivatives

2- Prudent-expert

حداقل مقررات به وسیله ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و یا دولت به مورد اجرا درآیند.^۱

ب- مؤسسه سرمایه‌گذار هر اصولی را بپذیرد وجود مدیران شایسته و درستکار برای اجرای آن اصول ضرورت دارد. از این نظر، اطمینان از شایستگی و کمال مدیران لازم است. ارگان مدیریت و نظارت بر طرح تأمین اجتماعی و یا مؤسسه سرمایه‌گذار باید در مورد تخصص لازم برای مدیران سرمایه‌گذاری و سایر مشاوران مربوط به خط مشی و راهبرد سرمایه‌گذاری و کارکرد آنها ضوابطی را اتخاذ کنند.

ج- چنانچه اصول فرد دوراندیش بکار برده شود و محدودیت‌های مقداری کاهش یابد به منظور اطمینان از مسئولیت پاسخگویی هر فرد سوء استفاده‌کننده از استقلال ناشی از کاربرد این اصول باید مسئولیت بیشتری در مورد وجوه امانی به مسئولان مؤسسه سرمایه‌گذاری و اعضای ارگان مدیریت و نظارت آن سپرده شود. طرح تأمین اجتماعی برای کنترل تصمیمات اتخاذ شده بر مبنای اصول فرد دوراندیش (مثلاً از طریق معرفی سایر افراد واجد شرایط به کمیته سرمایه‌گذاری و ارگان مدیریت نظارت مؤسسه سرمایه‌گذار و یا از طریق یک سیستم بازنگری بیرونی و مستقل) از یک ساختار مناسب برخوردار باشد.

۶-۳-۶. ارزش‌گذاری

دارائی‌ها باید طبق اصل پذیرفته شده حسابداری ارزش‌گذاری شوند هدف از این کار باید حصول به این اطمینان باشد که اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها تا حد ممکن شفاف باشند. برای تحقق این دیدگاه همین‌طور نتایجی باید افشا شوند که از به‌کارگیری روش‌های مختلف عمده حاصل شده‌اند برای نمونه ارزش بازار یا ارزش متعارف، هنگامی که دارائی‌ها برحسب ارزش پیشینه به نمایش گذاشته می‌شوند.

۱- جز در صورتی که شرایط بکارگیری اصول فرد دوراندیش بقدر کافی صریح هستند رویکردهای غیر دوراندیشانه ممکن است گسترش پیدا کنند. اصول مذکور و یا لااقل تغییر آنها ممکن است از یک کشور به کشور دیگر به‌طور چشمگیری تفاوت داشته باشند.

با بالغ شدن صندوق‌های تأمین اجتماعی، شمار بازنشستگان در حال افزایش است و نسبت تعداد شاغلین به بازنشستگان به شدت در حال کاهش بوده و کهنسالی و پیری سبب تغییرات اساسی در وضعیت صندوق‌های بازنشستگی شده است. دیگر صندوق‌های بازنشستگی قادر به پرداخت به روش پرداخت از محل ورودی‌های جاری حق بیمه شاغلین نیستند و نقش و جایگاه سرمایه‌گذاری‌ها در جریان نقدی صندوق‌های بازنشستگی حائز اهمیت است. در نتیجه بایستی استراتژی مشخص و مدونی منطبق بر وضعیت و کارکردهای صندوق‌های بازنشستگی تعریف شود.

به‌طور کلی رویکرد سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی با سرمایه‌گذاری افراد به قصد کسب ثروت تفاوت‌های اساسی دارد. در حالی که افراد، به سرمایه‌گذاری عادی با هدف کسب بیشترین بازده و افزایش ثروت اقدام می‌کنند و ارزیابی عملکردشان براساس شاخص‌هایی مانند شاخص کل بورس است، اما سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی، رویکردهای خاص خود را دارد. در این زمینه می‌توان به رویکردهایی نظیر رویکرد استراتژی سرمایه‌گذاری مبتنی بر تعهدات (LDI) اشاره کرد که در بسیاری از کشورها نظیر هلند و انگلستان مورد استفاده قرار می‌گیرد، به‌طور کلی در این رویکرد صندوق‌های بازنشستگی بیش از آن که از طریق بررسی عملکرد پورتفولیو ارزیابی شوند، از لحاظ ایفای تعهدات بررسی و ارزیابی می‌گردند. لزوم این موضوع با توجه به نیازمندی‌های بازنشستگان و مخاطبان منطقی است، زیرا صندوق‌ها بایستی پرداخت‌های مشخص و منظمی به بازنشستگان داشته باشند. از سوی دیگر ارزیابی پرداختی‌ها و تعهدات آتی با دقت مناسبی صورت می‌گیرد. با این حال سرمایه‌گذاری مبتنی بر تعهدات یک فلسفه سرمایه‌گذاری است نه یک روش یا فرمول مشخص. سرمایه‌گذاری مبتنی بر تعهدات (LDI) توسعه استراتژی‌های متعارف سرمایه‌گذاری با هدف کسب ریسک و بازده موردنظر مربوط به بدهی‌هاست.

مسئله اساسی این است که بدهی‌ها و دارایی‌ها تحت تاثیر متغیرهای مهمی از جمله نرخ بهره و تورم قرار دارند که بایستی در رویکرد سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گیرد. استراتژی سرمایه‌گذاری مبتنی بر تعهدات روش‌های مختلفی دارد. یکی از مهمترین روش‌ها در جهان، تطبیق سررسیدهای تعهدات با اوراق قرضه بدون کوپن است، هر چند این استراتژی به دلیل کوتاه بودن عمر اوراق در جهان (حداکثر ۳۰ سال) کارایی کمی دارد، اما در ایران مسئله حادتر است و عمر اوراق حداکثر ۵ سال بوده و اوراق بدون کوپن وجود ندارد و از این جهت این رویکرد فاقد کارایی است. در نتیجه مسئله سرمایه‌گذاری در ایران، تنها از محل سرمایه‌گذاری در سهام و شرکت‌ها میسر است. این موضوع سبب کاهش تنوع و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کاهش قابلیت پوشش تعهدات می‌شود.

در رویکرد بین‌المللی به منظور پوشش تعهدات شامل ریسک تورم و نرخ بهره، عمدتاً در پورتفولیو متنوعی از سهام با رویکرد استراتژیک سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد. با این حال، با توجه به افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، راهکار اساسی سرمایه‌گذاری در سهام با رویکرد استراتژیک و بلندمدت است و با توجه به تجارب صندوق‌های بازنشستگی در کشور، شرکت‌داری در سطح خرد و متوسط و بدون توجه به مزیت‌های نسبی در اقتصاد کشور، راهکاری آزموده و شکست خورده است به خصوص آن که در حالی که افق سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی ۲۰، ۳۰ یا حتی ۴۰ ساله است، اما تغییرات تکنولوژی و بازار سریع‌تر از آن است و در نتیجه سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی در بلندمدت فاقد بازدهی کافی بوده و حتی در برخی از موارد زیان‌ده می‌شوند.

از سوی دیگر با توجه به عمق کم بازارهای مالی در ایران، سرمایه‌گذاری براساس استراتژی پویا نیز تنها برای بخش اندکی از پورتفولیو امکان‌پذیر است و در عمل امکان‌پذیر نیست. از سوی دیگر، یکی از مهمترین ریسک‌هایی که بایستی پوشش داده شود، رشد افزایش هزینه‌های تنظیم زندگی (COLA)^۱ است که عمدتاً با تورم قابل بیان است. در نتیجه بایستی رویکرد سرمایه‌گذاری متنوع‌سازی مبتنی بر پوشش ریسک تورم باشد.^۲

1- Cost of Living Adjustment (COLA)

۲- هزینه تنظیم زندگی، تنظیم سالانه دستمزد برای جبران تغییرات (معمولاً از دست دادن) در ←

در پایان باید بیان داشت که در شرایط فعلی که صندوق‌های بازنشستگی با کسری مواجه هستند، بایستی استراتژی سرمایه‌گذاری مبتنی بر اصلاح ساختار مالی، چابک‌سازی و خروج از سرمایه‌گذاری‌های کم بازده را در دستور کار خود داشته باشند و از سوی دیگر با سرمایه‌گذاری در طرح‌های مبتنی بر اهرم بالا و پوششی نسبت به تورم، بتوانند بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را بهبود بخشند. از سوی دیگر بایستی نقدشوندگی بالای دارایی‌ها در اولویت قرار گیرد که ضمن فراهم‌سازی قابلیت ایجاد جریان نقدی از طریق واگذاری بخشی از دارایی‌ها، بتواند فروش را تسهیل نماید.

قدرت خرید می‌باشد، که توسط شاخص قیمت مصرف‌کننده اندازه‌گیری می‌شود. به دلیل اینکه هدف جبران تورم مصرف‌کننده است نه تولیدکننده به جای شاخص قیمت تولیدکننده شاخص قیمت مصرف‌کننده استفاده می‌شود. →



منابع فارسی:

۱. تامپسن، لارنس (۱۳۷۹)، سالمندی و خردمندی (ابعاد اقتصادی بازنشستگی در بخش عمومی). مترجم: زهره کسای، تهران: مؤسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی.
۲. جلیلی، طیبه و ایراندخت عطاریان (۱۳۹۰) نقش طرح‌های بازنشستگی خصوصی در تأمین درآمد بازنشستگی، واحد تحقیقات و مطالعات بیم‌های مؤسسه حسابرسی.
۳. جلیلی، طیبه (۱۳۸۸) سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی «الزامات - تجارب جهانی»، واحد تحقیقات و مطالعات بیم‌های مؤسسه حسابرسی.
۴. شیبانی، صابر (۱۳۸۱)، اصلاحات بازنشستگی و دیدگاه بانک جهانی. تهران: سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور.
۵. روغنی‌زاده، مصطفی (۱۳۸۲)، سامانه‌های رایج بازنشستگی و روش‌های بهسازی. تهران: معاونت اداری و مالی سازمان بازنشستگی کشور.
۶. مجله اقتصاد فردا، (۱۳۹۵) صندوق‌های بازنشستگی روسیه در چه بخش‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند؟، مهر ۱۳۹۵، مجله اقتصاد فردا، شماره ویژه‌نامه بازنشستگی.
۷. مؤسسه حسابرسی صندوق بازنشستگی کشوری (۱۳۸۸)، تحولات نظام‌های بازنشستگی در جهان. تهران: سازمان بازنشستگی کشوری.
۸. میر، سید جواد، مهدی گنجیان و غلامرضا فروزش تهرانی (۱۳۹۳) چالش‌ها و راهکارهای صندوق‌های بازنشستگی در ایران: مطالعه موردی صندوق بازنشستگی ج‌هاد کشاورزی، دوره ۲، شماره ۷، پاییز ۱۳۹۳، صفحه ۱۱۱-۱۳۹.
۹. نوروز طالقانی، ابوالقاسم (۱۳۸۵) رهنمودهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی تأمین اجتماعی ۲۰۰۴، ISSA، واحد تحقیقات و مطالعات بیمه‌ای مؤسسه حسابرسی.



منابع لاتین:

1. Bernstein, P. L. (1999). Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street. New York, London, Free Press.
2. Campbell JY, Viceira LM.(2002) Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors. Oxford University Press.
3. Embrechts, P., UBS Warburg Ltd., (2000). Extremes and integrated risk management. London, Risk Books.
4. Fore, D. (2005). Changes in Accounting Practices Will Drive Pension Paradigm Shifts. Reinventing the Retirement Paradigm. R. L. a. O. S. M. Clark. Oxford, New York, Oxford University Press: 173-187.
5. Franzen, D. (2010), "Managing Investment Risk in Defined Benefit Pension Funds", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 38, OECD Publishing.
6. <http://www.oecd.org/dataoecd/26/53/40194872.pdf>
7. http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2008/05/12/000158349_20080512143923/Rendered/PDF/wps4499.pdf
8. Stewart, F. and J. Yermo (2010), "Options to Improve the Governance and Investment of Japan's Government Pension Investment Fund", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 6, OECD Publishing.
9. Vittas, D. Impavido, G., O'Connor, R., (2008), 'Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds'
10. Yermo, J. (2008), 'Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries', OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No.15