

## بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری

مرتضی رستمی<sup>۱</sup>، سید احمد حبیب‌نژاد<sup>۲\*</sup>

۱. دانشجوی دکتری، حقوق عمومی، دانشگاه تهران، تهران، ایران

۲. استادیار، گروه حقوق، دانشکده حقوق، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۱۱/۱۶؛ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۶/۲۵)

### چکیده

صندوق‌های بازنشستگی به‌عنوان سرمایه‌گذاران نهادی، به‌موجب اسناد مصوب سازمان‌های بین‌المللی شامل اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی، سازمان توسعه و همکاری اقتصادی، بانک جهانی و سازمان بین‌المللی کار در سرمایه‌گذاری‌های خود باید از اصولی مانند داشتن اهداف مشخص، تعادل امنیت و سودآوری، استقلال از مداخلات دولت و مسئولانه‌بودن سرمایه‌گذاری، پیروی کنند. با توجه به آنکه تبعیت صندوق‌ها از این اصول، موجب تقویت منابع مالی و توانایی آن‌ها در ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان و در نهایت، تضمین حق بر تأمین اجتماعی اعضای صندوق خواهد شد، در نظام حقوقی بیشتر کشورها، پیروی صندوق‌ها از این اصول نظام‌مند شده است. این مقاله که با رویکرد تطبیقی به رشته تحریر درآمده است، پس از تبیین هر یک از اصول سرمایه‌گذاری، تأثیر مشکلات کنونی صندوق‌های بازنشستگی ایران بر تضعیف یا نقض این اصول را بررسی کرده است. یافته‌های این مقاله نشان داد صندوق‌های بازنشستگی ایران برای رهایی از بحران مالی یا دستیابی به سود بیشتر، در موارد متعدد با تخطی از برخی مقررات قانونی، این اصول را نقض کرده‌اند، به طوری که این امر موجب نادیده‌گرفته‌شدن برخی اصول حاکم بر بیمه‌های اجتماعی شده است.

### کلیدواژگان

اصول سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کم‌بازده، صندوق بازنشستگی.

## مقدمه

در عصر کنونی، بسیاری از اشخاص به منظور برخورداری از مزایای بازنشستگی، به موجب قانون یا قرارداد به عضویت یک صندوق بازنشستگی درمی آیند و مبلغی را به عنوان حق بیمه سهم شاغل به صندوق پرداخت می کنند تا در زمان بازنشستگی از مزایای آن بهره مند شوند. پرداخت حق بیمه سهم شاغل، حق مکتسبی را برای آنان ایجاد می کند که احترام به آن در اسناد بین المللی ضروری دانسته شده است (ILO, 1982, pp.2-3). احترام کامل به این حق و به تبع آن، بهره مندی شایسته از مزایای بازنشستگی در گرو عملکرد مطلوب صندوق های بازنشستگی است. در تعریف صندوق بازنشستگی گفته شده است، یک نهاد مالی یا یک شخصیت حقوقی است که به منظور سازمان دهی سرمایه های تأمین شده توسط کارکنان و کارفرمایان تشکیل، هدف آن، ایجاد رشد پایدار و بلندمدت در ارزش دارایی هاست و پس از رسیدن کارکنان به پایان سنوات کاری، طبق رویه مشخص به آنان مستمری بازنشستگی پرداخت می کند (اسکندری و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۹).

سازمان دهی مناسب سرمایه صندوق های بازنشستگی که منشأ آن، حق بیمه (یا کسورات) است با سرمایه گذاری مطلوب آن ها در ارتباط است، زیرا اگر حق بیمه های دریافتی از بیمه شدگان، راکد نگهداشته شود، تورم آن را مانند یخی در مقابل آفتاب ذوب می کند. برای جلوگیری از این رکود در ارزش حق بیمه ها، سرمایه گذاری آن ها به طوری که هم نرخ تورم واقعی را پوشش دهد و هم مازاد داشته باشد تا بتواند تعهدات زودرس مانند از کار افتادگی را جبران کند، ضرورت دارد (اسدی، ۱۳۸۰، ص ۲۲۵). این ضرورت موجب شده است امروزه صندوق های بازنشستگی به سرمایه گذاری به عنوان یکی از مهم ترین منابع درآمدی خود نگاه کنند. اهمیت این موضوع تا بدان اندازه است که اتحادیه بین المللی تأمین اجتماعی، سرمایه گذاری را در کنار برنامه ریزی راهبردی و محاسبات بیمه ای یکی از مهم ترین حوزه های مدیریت صندوق های بیمه ای دانسته (ISSA, 2017, pp.2-3) و در اسناد مصوب اصول سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی را ترسیم کرده است. در نظام حقوقی ایران نیز در قوانین و مقررات متعددی به سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی توجه نشان داده شده است. علاوه بر اینکه قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی

(۱۳۸۳)، یکی از موارد پایداری منابع مالی صندوق‌های بازنشستگی را درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت وجوه صندوق‌های فعال در قلمروهای مختلف نظام تأمین اجتماعی، دانسته است (بند ۱۱ ماده ۷)، سرمایه‌گذاری در اساس‌نامه بیشتر صندوق‌های بازنشستگی و قوانین مرتبط با آنها، پیش‌بینی شده است. برای مثال، به موجب ماده ۱ قانون تأمین اجتماعی (مصوب ۱۳۵۴ با اصلاحات بعدی) و ماده ۲ اساس‌نامه سازمان تأمین اجتماعی (۱۳۸۹)، «صندوق مکلف است تا با سرمایه‌گذاری از محل وجوه در اختیار در صدد افزایش توان مالی خود برآید».

با وجود این پیش‌بینی‌ها، صندوق‌های بازنشستگی ایران در حوزه سرمایه‌گذاری با مشکلات متعددی مواجهند که مجموع آن‌ها به بحران مالی کنونی صندوق‌ها دامن زده است. از آنجا که بحران مالی صندوق‌ها کم‌توجهی به حقوق بیمه‌شدگان را به دنبال دارد، بررسی و تحلیل چالش‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی با نگاه به اصولی که در اسناد سازمان‌های بین‌المللی مورد تأکید قرار گرفته است، ضروری به نظر می‌رسد. مقاله کنونی که در راستای بررسی این موضوع با رویکردی تطبیقی به رشته تحریر درآمده است در دو بخش مجزا، ابتدا به تبیین اصول بین‌المللی حاکم بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی می‌پردازد و پس از آن، مهم‌ترین چالش‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران را بررسی می‌کند.

### اصول بین‌المللی حاکم بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی

از آنجا که سرمایه‌گذاری نادرست منابع صندوق‌های بازنشستگی در نهایت، به زیان بیمه‌شدگان خواهد بود، برخی سازمان‌های بین‌المللی در اسناد متعدد، نظام سرمایه‌گذاری شایسته برای صندوق‌های بازنشستگی ترسیم کرده‌اند که از آن‌ها می‌توان با عنوان اصول سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی نام برد. در این بخش مفهوم و ویژگی‌های هر یک از این اصول تشریح می‌شود.

### اصل برخورداری از اهداف مشخص

صندوق‌های بازنشستگی با هدف افزایش دستیابی به سرمایه به‌منظور ایفای مزایای تعهدشده،

سرمایه‌گذاری می‌کنند (Tamagno, 2001, p.3). با این حال، در طول حیات صندوق، به دلایل مختلف، ممکن است اهداف ازپیش‌تعیین‌شده، دچار تعدد و آشفتگی شود. تجربه نشان داده است در این موارد، بیشتر صندوق‌ها، فقط به خروج از بحران می‌اندیشند و برای رهایی از آن، با کم‌توجهی به اهداف بلندمدت ازپیش‌تعیین‌شده، یعنی حفظ و تقویت منابع صندوق، همه تلاش خود را صرف جلوگیری از ورشکستگی می‌کنند. در چنین وضعیتی، معمولاً امنیت سرمایه‌گذاری‌ها که برای تحقق اهداف بلندمدت، ضروری است، قربانی اهداف کوتاه‌مدت می‌شود.

اهمیت پیش‌بینی هدف مشخص در سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، در اسناد بین‌المللی و داخلی مورد توجه قرار گرفته است، در میان اسناد بین‌المللی، نخستین سندی که می‌توان به آن اشاره کرد، دستورالعمل مدیریت دارایی صندوق بازنشستگی است که در سال ۲۰۰۶ به تصویب سازمان همکاری و توسعه اقتصادی رسیده است. به موجب این سند، در همه امور مربوط به سرمایه‌گذاری یک صندوق بازنشستگی، از جمله تعیین سیاست‌های سرمایه‌گذاری و ترسیم چارچوب قانونی برای آن، باید اهداف سرمایه‌گذاری روشن و مشخص باشد. در قسمتی از این سند بین‌المللی، مقرر شده است: مقررات مدیریت دارایی صندوق بازنشستگی باید مبتنی بر هدف پایه‌ای یک صندوق بازنشستگی باشد و سیاست سرمایه‌گذاری باید به وضوح، اهداف مالی صندوق بازنشستگی و رفتارهایی را که با آن، آن اهداف دست‌یافتنی خواهند شد، مورد توجه قرار دهد (OECD, 2006, p.10). سند بین‌المللی دیگری که به این اصل، توجه کرده است دستورالعمل سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی است که در سال ۲۰۱۳ به تصویب اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی رسیده است. این سند، یکی از ضرورت‌های تعیین هدف برای صندوق‌های بازنشستگی را تأثیر آن در تعیین راهبردهای سرمایه‌گذاری دانسته است، زیرا تخصیص راهبردی دارایی‌ها، ماهیتی بلندمدت دارد و باید متناسب با عواملی چون اهداف صندوق در سرمایه‌گذاری باشد (ISSA, 2013, p.53).

در بیشتر نظام‌های حقوقی داخلی نیز داشتن هدف مشخص از سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی شده

است، برای مثال، «قانون هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا»، هدف‌های مشخص برای سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی کرده است. براساس این سند و مقررات بعدی مرتبط با آن، اگر صندوق‌های بازنشستگی کانادا در طول حیات خود دچار بحران مالی شوند، مدیران صندوق نمی‌توانند اهداف بلندمدت از پیش تعیین‌شده را نادیده بگیرند و اهداف کوتاه‌مدت را جایگزین آن کنند (Justice Laws Website, 2017).

### اصل تعادل امنیت و سودآوری

یکی دیگر از اصول حاکم بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، توجه همزمان به دو مقوله امنیت و سودآوری است. این موضوع در دستورالعمل سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی (مصوب ۲۰۱۳ ایسا) مورد توجه قرار گرفته است. براساس این سند بین‌المللی، مدیریت عالی صندوق، مسئولیت آن را بر عهده دارد که اطمینان حاصل کند، دارایی‌های صندوق براساس اصل سودآوری و امنیت، سرمایه‌گذاری شده‌اند (ISSA, 2007, pp.2-3).

به زعم اقتصاددانان، معمولاً میان سودآوری و امنیت رابطه معکوس وجود دارد، یعنی، گرایش صندوق به سمت سرمایه‌گذاری در زمینه‌های بسیار سودآور، در مقابل، پرمخاطره است و امنیت سرمایه را به خطر می‌اندازد. برعکس این فرض، ممکن است توجه بیش‌ازاندازه به امنیت سرمایه و رویکرد محتاطانه، صندوق را از دستیابی به منافع متعددی محروم کند. البته گرایش صندوق به امنیت یا سودآوری، به مرحله‌ای که صندوق در آن به سر می‌برد، ارتباط زیادی دارد. با توجه به آنکه صندوق‌ها در سال‌های نخستین فعالیتشان بیشتر، دریافت‌کننده‌اند و مستمری‌بگیر چندانی ندارند از یک‌سو، دارای ذخایر روزافزونی می‌شوند و از طرف دیگر، نیاز چندانی به نقدینگی برای پرداخت مستمری‌ها ندارند. در این سال‌ها صندوق‌ها باید در زمینه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که سر رسید بلندمدت و سود بیشتری دارد، اما هنگامی که صندوق‌ها بالغ می‌شوند، نیاز آن‌ها به نقدینگی بیشتر است و در نتیجه، باید سرمایه‌گذاری خود را در زمینه‌هایی متمرکز کنند که دوره نقدشوندگی آن‌ها کوتاه‌تر است (کریمی، ۱۳۹۰، ص ۱۸).

توجه به امنیت سرمایه‌گذاری ایجاب می‌کند بازار سرمایه و گزینه‌هایی که برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌شوند، از نظر تضمین بازگشت اصل سرمایه و سود آن و نیز قابلیت نقدشوندگی

همواره ارزیابی شود. در مقابل، تمرکز بر سودآوری مستلزم پذیرش مخاطرات (ریسک‌پذیری) است که گاه ممکن است هدف نخست را به خطر اندازد. سرمایه‌گذار باید بتواند بین این دو هدف و الزامات آن یک تعادل و توازن منطقی برقرار کند (جلیلی، ۱۳۸۸، ص ۲۹)، زیرا تضمین بقای دارایی‌های سرمایه‌گذار و حفظ ارزش آن در گرو رعایت این موضوع است. به همین دلیل، گفته می‌شود صندوق‌های بازنشستگی همواره باید به ریسک‌های پیش‌بینی‌ناپذیر ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها توجه داشته باشند. به این منظور صندوق‌ها باید مبادرت به شناختن طیفی از پیامدهای منفی بالقوه در آینده‌ای نامعلوم کنند و ارزیابی‌های آینده‌نگرانه از شرایط بازار و انواع دارایی‌های خود داشته باشند (DiBartolomeo, 2012, pp.2-3). به‌منظور پرهیز از ریسک‌های نابه‌جا، صندوق‌ها (به‌ویژه در کشورهای دارای نرخ‌های بهره پایین و بازارهای متلاطم)، باید سبد دارایی خود را متنوع کرده و به دارایی‌های زیرساختی با ویژگی‌های بلندمدت و پابرجا بودن توجه بیشتری کنند (Inderst, 2014, p.40).

### اصل استقلال از مداخله‌های دولت

امروزه، اسناد بین‌المللی، دخالت‌های مالی و سیاسی دولت در امور سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی را منع می‌کنند. منظور از مداخله سیاسی، آن است که در فرایند اتخاذ تصمیم برای سرمایه‌گذاری، خواست‌های سیاسی به‌عنوان عامل تعیین‌کننده در نظر گرفته شود (Tamagno, 2001, pp.5-6). استقلال از مداخله‌های سیاسی اقتضا می‌کند دولت در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی دخالت نکنند و در راستای منافع ذی‌نفعان، استقلال مدیران سرمایه‌گذاری را رعایت کند (جلیلی و مسلمی، ۱۳۹۳، ص ۲۰۵).

امروزه، مداخلات غیرموجه دولت در امور نهادهای تأمین اجتماعی، امری ناپسند به شمار می‌آید که توسط بسیاری از اسناد بین‌المللی منع شده است. کمیته اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی سازمان ملل متحد در تفسیر عمومی شماره ۱۹ بیان می‌کند: دولت در زمینه حق بر تأمین اجتماعی، «تعهد به رعایت» دارد. براساس این تعهد، دولت باید از برخورد و مداخله خودسرانه یا غیرمعقول در امور مؤسساتی که برای عرضه خدمات تأمین اجتماعی تأسیس شده‌اند، اجتناب کند

(Committee on Economic, Social and Cultural Rights, 2007, p.44). همچنین، براساس گزارش کمیسیون کارشناسان سازمان بین‌المللی کار (۱۹۸۹)، اختیاری که برای دولت‌ها درباره نظارت و کنترل بر نهادهای تأمین اجتماعی در داخل کشور، شناخته شده است به هیچ وجه به معنای آن نیست که مقامات عمومی و دولت‌ها به خود اجازه دهند در منابع مالی نهادهای تأمین اجتماعی، دخالت کنند. هر نوع دخالت دولت در این منابع و به‌کارگیری آن‌ها به هر صورت که باشد، ممنوع است (ILO, 1989).

درباره علت مداخلات دولت باید گفت دولت‌ها در بیشتر موارد با هدف کسب منافع مادی برای خود در سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، دخالت می‌کنند. به همین دلیل، در نظام تأمین اجتماعی بسیاری از کشورها با وضع قوانین، سعی بر محدودکردن این مداخلات شده است، برای مثال در کشور هند، سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی دولتی در اوراق بهادار دولتی با محدودیت همراه است (OECD, 2014, p.41). این موضوع موجب می‌شود دولت نتواند با مداخله در صندوق بازنشستگی، این نهاد را به سمت خرید چنین اوراقی سوق دهد. همچنین، در برخی دیگر از کشورها به‌منظور اجتناب از این مداخلات، سازوکار جداسازی نهاد سرمایه‌گذار از نهاد یا سازمان مجری طرح صندوق بازنشستگی پیش‌بینی شده است، زیرا هنگامی که یک دستگاه دولتی، صندوق بازنشستگی جداگانه‌ای برای کارکنان خود دارد ایجاد یک سازمان سرمایه‌گذار مستقل از آن دستگاه، ممکن است حفاظت در برابر مداخله سیاسی در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را تا حد زیادی تضمین کند، این تفکیک در نظام تأمین اجتماعی ژاپن مشاهده‌شده است. در این کشور، «صندوق سرمایه‌گذاری بازنشستگی دولتی»<sup>۱</sup> که برای مدیریت وجوه بازنشستگی دولتی ایجاد شده، یک سازمان سرمایه‌گذاری مستقل از وزارتخانه‌ها است (<http://www.gpif.go.jp/en>).

### اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه

سرمایه‌گذاری مسئولانه<sup>۲</sup> صندوق‌های بازنشستگی به معنای سرمایه‌گذاری همراه با مسئولیت‌های

- 
1. Government Pension Investment Fund
  2. Responsible Investment

محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی (مطلوب) است که با توجه به اهمیت آن برای بازگشت سرمایه و اجرای تعهدات مالی بلندمدت صندوق‌های بازنشستگی به‌عنوان یک اصل، مورد توجه بانک جهانی قرار گرفته است (World Bank Group, 2015). در واقع، سرمایه‌گذاری مسئولانه، فرصت‌ها و مخاطرات فرامالی شامل عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی را لحاظ می‌کند. منظور از مخاطرات محیط زیستی، مواردی مانند تغییرات آب و هوایی، کاهش برخی از منابع طبیعی و محدودیت دسترسی به برخی منابع دیگر (مانند آب سالم) و کاهش جمعیت گونه‌های گیاهی و جانوری است. همچنین، منظور از مخاطرات حکمرانی، مواردی مانند عدم استقلال هیئت مدیره صندوق است. دربارهٔ مصادیق مخاطرات اجتماعی نیز می‌توان به حقوق بشر، حقوق استخدامی و سلامت اشاره کرد (UK National Association of Pension Funds, 2013, p.6). سرچشمه‌های سرمایه‌گذاری مسئولانه (اجتماعی) را باید در ایالات متحده آمریکا جست‌وجو کرد، یعنی زمانی که در این کشور، سرمایه‌گذاران بنا به دلایل مذهبی از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که به تولید تنباکو، الکل و مانند اینها می‌پرداختند، منع شدند (OECD, 2007, p.4). در راستای اعمال اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه، باید عوامل سه‌گانه یادشده، در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار، ارزیابی و مورد تحقیق و بررسی جامع قرار گیرند، در رویه‌ها و سیاست‌های مالکیت، گنجانده شوند و در تخصیص دارایی، انتخاب سهام و ساختار سبد سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارند. همچنین، شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیز باید به رعایت این موارد سه‌گانه متعهد شوند (Hierzig, 2015, pp.9-10).

سرمایه‌گذاری مسئولانهٔ صندوق‌های بازنشستگی، امروزه در نظام‌های حقوقی بیشتر کشورهای اروپایی پذیرفته شده است. در نظام تأمین اجتماعی انگلستان، سرمایه‌گذاری مسئولانه، به‌معنای تجمیع عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حکمرانی در فرایند تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری (بلندمدت) و ادارهٔ فعالیت‌های مربوط به آن است (Ingram, 2015, pp.1-2). در این کشور، براساس این اصل، مدیران صندوق بازنشستگی دربارهٔ چرایی خریدن سهام شرکت‌ها باید پاسخگو باشند. علاوه بر این، این حق مالکان سرمایه است که از اداره‌کنندگان صندوق بازنشستگی‌شان در



این زمینه سؤال کنند. در این زمینه مدیران صندوق، ملزم به ارائه گزارش درباره شیوه‌های سرمایه‌گذاری هستند (Newlands & Dines, 2015, p.9). در انگلستان ملاحظات اخلاقی در سرمایه‌گذاری نیز داخل در سرمایه‌گذاری اجتماعی مسئولانه قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاری مسئولانه اجتماعی در این کشور یعنی تلفیق اهداف مالی سرمایه‌گذاران با نگرانی‌شان درباره مسائل اخلاقی، محیط زیستی و اجتماعی (OECD, 2007, p.5). به منظور اجرای این اصل در بازار بورس لندن، شرکت‌های با فعالیت منفی نظیر تولید اسلحه، مواد مخدر یا نقض قواعد برابری اجتماعی، حذف و شرکت‌های با فعالیت مثبت مانند حفاظت از محیط زیست و حمایت از حقوق بشر، رتبه‌بندی می‌شوند (<http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>).

نمونه عملی دیگری از سرمایه‌گذاری مسئولانه را می‌توان در رویه صندوق بازنشستگی دولتی نیروژ که یکی از بزرگترین صندوق‌های بازنشستگی جهان است، مشاهده کرد. این صندوق در دهه اخیر، سرمایه خود را از شرکت‌های آسیایی نقض‌کننده حقوق محیط زیست، تولیدکننده دخانیات و تسلیحات و نیز شرکت‌های نقض‌کننده حقوق کار، خارج کرده است، برای مثال، این صندوق، بخش زیادی از سرمایه خود را از شرکت‌هایی که با سوخت فسیلی زغال‌سنگ کار می‌کنند، به دلیل آلوده کردن محیط زیست، خارج کرده است (Schücking, 2014, pp.10-11).

### مشکلات سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در نظام تأمین اجتماعی ایران

در حال حاضر صندوق‌های بازنشستگی ایران در حوزه سرمایه‌گذاری با مشکلات متعددی مواجه‌اند. مهم‌ترین این مشکلات عبارت‌اند از سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده، محدودیت بازار سرمایه در ایران، مداخله‌های دولت و بنگاه‌داری. در این بخش هر یک از این مشکلات در پرتو اصول حاکم بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، بررسی خواهد شد.

#### سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده

سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی ممکن است در زمینه‌ای باشد که سود ناچیزی را عاید آن کند یا به عبارت دیگر، کم‌بازده باشد. سرمایه‌گذاری کم‌بازده، ممکن است در دوران رشد صندوق یا در

دوران بلوغ آن انجام گیرد. در دوران رشد که صندوق، هزینه‌ای برای پرداخت مستمری صرف نمی‌کند، باید بتواند با برنامه‌ریزی صحیح، مبالغ ذخیره‌شده از محل وجوه بیمه را در زمینه‌های مطمئن سرمایه‌گذاری کند، زیرا زمانی که صندوق به مرحله بلوغ برسد بخش عمده منابع، صرف پرداخت مستمری بازنشستگی می‌شود و ممکن است دیگر چنین فرصتی برای سرمایه‌گذاری، فراهم نباشد. با وجود اهمیت سرمایه‌گذاری مناسب در این دوران، این موضوع از سوی برخی صندوق‌های بازنشستگی ایران مغفول مانده است، به طوری که می‌توان گفت سرمایه‌گذاری به شیوه‌های ناصحیح در زمان تأسیس، حتی چند سال پس از آن در کنار سرمایه‌گذاری‌های با سود بسیار کمتر از نرخ تورم، یکی از زمینه‌های پیدایش بحران مالی کنونی صندوق‌ها بوده است. این موضوع که در گزارش بانک جهانی با عنوان «نظام بازنشستگی در ایران؛ چالش‌ها و فرصت‌ها» اشاره شده است (World Bank, 2003)، به عوامل متعددی باز می‌گردد که برخی از آن‌ها عبارت‌اند از ۱. برخی صندوق‌ها (مانند صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری) طبق قوانین مربوط از هر گونه فعالیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری منع شده بودند؛ ۲. در ابتدای تأسیس برخی صندوق‌ها تصویری اقتصادی از آن‌ها مورد توجه نبوده است؛ زیرا در ابتدای امر که صندوق‌ها بازنشسته‌ای نداشته‌اند تصور می‌شد ضرورتی به انجام‌دادن کار اقتصادی وجود ندارد؛ به طوری که سرمایه‌گذاری‌ها به سپرده‌گذاری نزد بانک‌ها محدود بوده است (روغنی‌زاده، ۱۳۸۴، ص ۱۰۴)؛ برای مثال، با وجود پیش‌بینی سرمایه‌گذاری در قانون تأمین اجتماعی (ماده ۱) و تشکیل سازمان تأمین اجتماعی با تشکیلات کنونی از اوایل دهه ۱۳۵۰، بخش سرمایه‌گذاری‌های سازمان از سال ۱۳۶۵ و با تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی جنبه عملیاتی به خود گرفت و تا پیش از این تاریخ، عمده سرمایه‌گذاری‌های سازمان به صورت سپرده‌گذاری بوده است (ریاضی، ۱۳۹۴، ص ۳۳-۳۰)؛ ۳. صندوق‌های بازنشستگی ایران در دو دهه نخست پس از سال ۱۳۵۷ به دلیل شرایط جنگ تحمیلی و آثار اقتصادی و اجتماعی آن، عملاً امکان سرمایه‌گذاری مؤثر نداشته‌اند؛ ۴. برخی از صندوق‌ها مانند صندوق بازنشستگی کشوری تا سال ۱۳۷۹ به دلیل پایین بودن نرخ حق بیمه، مازاد ذخایر نداشته است تا بتواند سرمایه‌گذاری کند. این صندوق همچنین به دلیل تمرکز وجوه آن

در خزانه و ممنوعیت‌های قانونی در تصرف آن تا سال ۱۳۷۶ امکان مدیریت وجوه و ذخایر خود را نداشته است. از این سال همه حساب‌های دریافتی و پرداختی و وجوه صندوق در حساب‌های سازمان بازنشستگی کشوری متمرکز شد (سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۴، ص ۷۰-۶۷).

در زمینه سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده در دوران بلوغ صندوق، نخستین مورد قابل اشاره، صندوق حمایت وکلا و کارگشایان دادگستری است که درباره آن، این مشکل از زمان تشکیل صندوق تاکنون وجود دارد، زیرا ماده ۱۷ آیین‌نامه اجرایی ماده ۸ قانون تشکیل صندوق حمایت وکلا و کارگشایان دادگستری (مصوب ۱۳۷۷ هیئت وزیران)، سرمایه‌گذاری این صندوق را ممنوع می‌داند و مطابق با این ماده، صندوق فقط مجاز به تودیع وجه در نزد یکی از بانک‌های دولتی و یا خرید اوراق مشارکت است. مورد دیگر، صندوق بیمه اجتماعی روستاییان و عشایر است. اگرچه یکی از وظایف این صندوق، سرمایه‌گذاری و بهره‌برداری از وجوه جاری و ذخیره شده است، هیچ‌گونه ضوابطی برای نحوه این سرمایه‌گذاری مشخص نشده است (ورمزیاری، ۱۳۹۲، ص ۱۸)، این امر موجب شده، سبد سرمایه‌گذاری صندوق، در سال‌های پیش، سرمایه‌گذاری در زمینه‌های کم‌بازده را تجربه کنند (<http://roostaa.ir/fa/1152>). حال پرسش این است که آیا این آسیب موجب تضعیف یا نقض اصول حاکم بر سرمایه‌گذاری نیز می‌شود یا خیر؟

در پاسخ باید گفت، اصل نخست سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، مقرر می‌کند اهداف سرمایه‌گذاری صندوق باید کاملاً مشخص باشد. بی‌شک، صرف تعیین هدف، منظور نیست، بلکه این هدف باید موجه و در نهایت، به نفع اعضای صندوق باشد؛ «قانون هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا» مؤید این موضوع است. این قانون (در بخش اهداف و اختیارات)، ضمن آنکه هدف‌های روشنی را برای سرمایه‌گذاری تعیین کرده، مقرر می‌کند بر مبنای این اهداف، سرمایه‌گذاری باید هر گونه مبادله را برای کسب بهترین منافع برای شرکا و ذی‌نفعان مدیریت کند و دارایی‌ها را با نگاه کسب حداکثر نرخ بازدهی و پرهیز از ریسک بیش‌ازاندازه، سرمایه‌گذاری کند (Canada Pension Plan Investment Board Act, 1997). بنابراین، هرگونه سرمایه‌گذاری با اهداف ناموجه، مانند فقدان هدف مشخصی است که بیشتر صندوق‌های بازنشستگی به دنبال آن هستند. فقدان سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده برای مدت زمان طولانی را نیز باید از جمله

سرمایه‌گذاری‌های بدون هدف یا حداقل با اهداف ناموجه و موجب تضعیف اصل نخست دانست. علاوه بر این، به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاری کم‌بازده از موارد نقض اصل عدم تعادل میان امنیت و سودآوری در سرمایه‌گذاری‌ها نیز باشد، زیرا عدم سرمایه‌گذاری در سال‌های نخست پیدایش صندوق و حفظ حق بیمه‌ها در حساب‌های بانکی، اگرچه امنیت سرمایه را تضمین می‌کند، از آنجا که سود سپرده‌گذاری‌ها همگام با تورم سالانه نظام اقتصادی ایران نبوده است به معنای تضعیف جنبه سودآوری اصل تعادل امنیت و سودآوری است.

### محدودیت بازار سرمایه در ایران

به زعم بیشتر صاحب‌نظران اقتصادی، بازار سرمایه در ایران، کم‌عمق بوده و از تنوع کافی برای سرمایه‌گذاری برخوردار نیست (احمدزاده، ۱۳۹۳، ص ۱۳-۱۲). از آنجا که ناکارایی بازار سرمایه، ممکن است در هر نظام اقتصادی بروز پیدا کند، بیشتر کشورها برای کاهش آسیب ناشی از آن به سرمایه‌گذاران، اجازه سرمایه‌گذاری خارجی می‌دهند تا با متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری، ریسک‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. به همین دلیل، امروزه در بسیاری از کشورهای درحال توسعه که از بازار سرمایه مناسب و غنی برخوردار نیستند، صندوق‌های بازنشستگی، مبادرت به سرمایه‌گذاری خارجی در سهام شرکت‌های بین‌المللی حاضر در بازارهای بورس معتبر جهان نظیر ایالات متحده آمریکا و انگلستان می‌کنند (OECD, 2016, pp.18-20). البته بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته نیز از سرمایه‌گذاری خارجی به‌عنوان فرصتی برای متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند، زیرا همان‌طور که برخی از صاحب‌نظران تأمین اجتماعی بیان کرده‌اند، تنوع بخشیدن به سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی با دارایی‌های مالی بین‌المللی حتی اگر تغییری در بازده به وجود نیاورد، مخاطرات را تقریباً به نصف، کاهش می‌دهد (هالزمن، ۱۳۸۰، ص ۱۰۱). در همین زمینه، بیشتر صندوق‌های بازنشستگی اروپا مبادرت به سرمایه‌گذاری خارجی

در آمریکا و کشورهای اروپایی دیگر کرده‌اند. برای مثال، صندوق بازنشستگی دولت نروژ از جمله صندوق‌هایی است که از سال ۱۹۹۸، اجازه دارد تا ۴۰ درصد پرتفوی خود را در بازارهای بین‌المللی بورس سرمایه‌گذاری کند. همچنین، برخی کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، در سال ۲۰۱۴ بیش از پنجاه درصد سرمایه‌گذاری‌های خود را به سرمایه‌گذاری خارجی اختصاص داده‌اند (OECD, 2015, p.26).

در میان صندوق‌های بازنشستگی ایران، چنین رویه‌ای مشاهده نمی‌شود. چرایی این موضوع به چند عامل بازمی‌گردد؛ علت نخست که معمولاً در بیشتر کشورهای مخالف با سرمایه‌گذاری خارجی مشاهده می‌شود، آن است که سرمایه‌گذاری در خارج از مرزهای یک کشور، خطرات مربوط به تبدیل ارز و پرهزینه‌بودن آن را به دنبال دارد. علاوه بر این، کشورها به‌ویژه کشورهای در حال توسعه، معمولاً با خروج سرمایه از کشور چندان موافق نیستند، زیرا این امر موجب کم‌عمق‌تر شدن بازار سرمایه داخلی آنان می‌شود (World Bank Group, 2000, p.3). علت دیگر این است که سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی ایرانی در خارج با محدودیت بازگشایی حساب بانکی در بانک‌های بین‌المللی و نقل و انتقال سرمایه، همکاری نکردن مؤسسات بین‌المللی حسابرسی با سرمایه‌گذاران ایرانی، مسدود کردن دارایی‌های ایران در برخی کشورها به دلایل سیاسی، مواجه است (مؤسسه سیاست‌پژوهی صندوق بازنشستگی کشوری، ۱۳۹۵، ص ۵۶-۵۵).

حال با توجه به این توضیحات باید دید، محدودیت بازار سرمایه بر اجرای کدام یک از اصول سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی تأثیرگذار بوده است.

در پاسخ می‌توان گفت در حال حاضر، در نظام اقتصادی ایران، بسیاری از صنایع سودآور (مانند صنعت هواپیماسازی) فعالیت ندارند. علاوه بر این، بسیاری از شرکت‌های تجاری طی یک دهه اخیر ورشکسته شده یا در بحران مالی به سر می‌برند، به طوری که سرمایه‌گذاران ایرانی، تمایلی به خرید سهام آن‌ها ندارند. در کنار اینها، امکان سرمایه‌گذاری خارجی نیز با توجه به محدودیت‌های بیان‌شده برای صندوق‌ها وجود ندارد. این عوامل، موجب شده است صندوق‌های بازنشستگی ایران در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری، دچار محدودیت شوند. در نتیجه، تنوع دارایی‌های سبد سرمایه‌گذاری آن‌ها بسیار محدود شود. از آنجا که اصل تعادل امنیت و سودآوری،

بر متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری برای کاهش مخاطرات تأکید می‌کند، محدودیت بازار سرمایه را می‌توان از نظر تضعیف امنیت سرمایه‌گذاری، موجب خدشه به اصل تعادل امنیت و سودآوری دانست. علاوه بر این، محدودیت بازار سرمایه و عدم امکان سرمایه‌گذاری خارجی، خدشه به سودآوری صندوق‌های بازنشستگی نیز می‌باشد، زیرا صندوق‌ها را از سرمایه‌گذاری در بسیاری از کشورها که رشد اقتصادی بالایی دارند، محروم می‌کند.

### مداخله‌های دولت

در نظام تأمین اجتماعی ایران مداخله دولت در امور صندوق بازنشستگی، سرمایه‌گذاری این نهادها مالی را به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم، تحت تأثیر قرار داده است. مداخله‌های سیاسی دولت و تأثیر نظرهای مقامات دولتی بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان در بیشتر صندوق‌ها مشاهده کرد. این مداخله‌ها با فلسفه شکل‌گیری بیشتر صندوق‌های بازنشستگی که از نظر ماهیت قانونی جزء مؤسسات عمومی غیردولتی‌اند، تعارض دارد. زیرا مؤسسات عمومی غیردولتی در راستای تمرکززدایی به‌منظور انجام‌دادن وظایف اجرایی و عمومی تخصصی که نیازمند استقلال و دوربودن از مسائل سیاسی است، ایجاد شده‌اند (رستمی و حسینی‌پور، ۱۳۸۸، ص ۱۹۳).

یکی از جنبه‌های دخالت دولت، دخالت در انتصاب مدیران صندوق‌ها است. امروزه، مدیران برخی صندوق‌های بازنشستگی به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم توسط دولت (وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی)، انتخاب می‌شوند و به همین دلیل، خود را در بیشتر موارد، وام‌دار دولت می‌دانند تا بدنه تحت پوشش صندوق (شاه‌شرقی، ۱۳۹۵، ص ۸). این موضوع، حتی درباره سازمان تأمین اجتماعی نیز به چشم می‌خورد، زیرا انتخاب هیئت مدیره و مدیر عامل این سازمان با دولت است (کاویانی، ۱۳۸۴، ص ۲۴۵). این امر موجب شده، تغییر دولت‌ها در بیشتر موارد، تغییرات مکرر مدیران را به دنبال داشته باشد که در نتیجه، موجب بی‌ثباتی در سیاست‌ها و فعالیت‌های بسیاری از صندوق‌ها شده است. بی‌شک، مدت کوتاه مدیریت (به‌ویژه برای مدیرانی که پیش از آن، تجربه اشتغال در صندوق‌ها را نداشته‌اند)، مانع از اشراف کافی بر حوزه‌های وسیع مأموریت‌های صندوق از جمله حوزه سرمایه‌گذاری شده است (نوربخش، ۱۳۹۳، ص ۴). در نظام تأمین اجتماعی ایران،

این موضوع، علاوه بر خود صندوق‌ها به شرکت‌های تابعه آن‌ها نیز تسری یافته است، به طوری که دولت در انتخاب مدیران شرکت‌های زیرمجموعه نیز همواره نقش مؤثری دارد. به عقیده برخی کارشناسان اقتصادی، چنین انتخابی، یکی از عوامل بازدهی نامناسب سرمایه‌گذاری بسیاری از این شرکت‌ها بوده است. زیرا موفقیت سرمایه‌گذاری، به شدت متأثر از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران صندوق است (Dobra & Lubich, 2013, p.84). یکی از عواملی که به این آسیب، دامن زده، ناکافی بودن مسئولیت مدیران در فرض تقصیر و مسامحه در شیوه سرمایه‌گذاری‌هاست. در حالی که در نظام حقوقی انگلستان، مقامات اداره‌کننده صندوق باید تضمین کنند که تصمیم‌هایی که توسط اشخاص یا سازمان‌ها در ارتباط با صندوق اتخاذ می‌شود، همراه با مهارت، دانش، صلاحدید و منابع ضروری برای مؤثرکردن آن‌ها و نظارت بر اجرای آن‌ها همراه است. این موضوع که به‌عنوان یک اصل محسوب می‌شود، نقض آن، مسئولیت مدیران را به دنبال دارد (Investment Committee, 2015, p.18).

با توجه به آنچه بیان شد، روشن است مداخله دولت در امور صندوق‌های بازنشستگی در تعارض با اصل استقلال صندوق‌های بازنشستگی از دولت است. علاوه بر این، می‌توان این آسیب را تهدیدی برای اصل برخورداری از اهداف مشخص نیز دانست، زیرا تغییر مکرر مدیران صندوق، موجب تغییر مکرر در سیاست‌های سرمایه‌گذاری‌های صندوق خواهد شد. با توجه به ارتباط تنگاتنگ اهداف و سیاست‌های هر نهاد مالی با یکدیگر، تغییر مکرر در سیاست‌ها بی‌شک بر اهداف صندوق نیز تأثیر می‌گذارد و چه‌بسا ممکن است صندوق را از اهداف مشخص اولیه تعیین‌شده برای آن، دور کند.

### بنگاه‌داری

یکی از شیوه‌های سرمایه‌گذاری که در دهه‌های اخیر صندوق‌های بازنشستگی ایران گرایش فراوانی به آن داشته‌اند، تملک سهام شرکت‌های تجاری بوده است، به طوری که سرمایه‌گذاری گسترده در سهام، آن‌ها را به سمت بنگاه‌داری سوق داده است. منظور از بنگاه‌داری یا به تعبیر برخی، شرکت‌داری، داشتن آن میزان از سهام یک شرکت تجاری است که با آن بتوان در مدیریت

و کنترل شرکت، ایفای نقش کرد. البته به دست گرفتن مدیریت شرکت همواره مستلزم تملک سهام به میزان بیش از ۵۰ درصد نیست، زیرا چه بسا در یک شرکت تجاری تعداد سهامداران (خرد)، بسیار زیاد و پراکنده باشد و (به دلیل عدم انسجام آن‌ها) یک شخص با دراختیارداشتن ۳۰ درصد سهام آن شرکت، همه یا اکثر اعضای هیئت مدیره را انتخاب کند (نصیری اقدم و فاتحی‌زاده، ۱۳۹۰، ص ۲۹). بنگاه‌داری صندوق‌ها که در قانون برنامه پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی (۱۳۸۹)، منع شده (بند «الف» ماده ۲۶)، موجب شده است بخش زیادی از سرمایه صندوق با هدف کسب سود به سهام شرکت‌ها اختصاص یابد و صندوق نیز بر مدیریت شرکت‌های زیرمجموعه متمرکز شود. این امر در برخی موارد، عدم ایفای کامل تعهدات صندوق در برابر بیمه‌شدگان با رعایت اصول حاکم بر تأمین اجتماعی (اصول کفایت مزایا و جامعیت مزایا) را به دنبال داشته است، در حالی که صندوق‌ها در سرمایه‌گذاری‌ها باید همواره به اهداف اجتماعی خود توجه داشته باشند (World Bank, 2003, p.54).

بنگاه‌داری صندوق‌ها، موجب نقض برخی اصول سرمایه‌گذاری شده است، زیرا اصولاً سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، پرریسک و دارای بازدهی بالا محسوب می‌شود که معمولاً صندوق‌های بازنشستگی در دوران رشد خود، مبادرت به آن می‌کنند. با این حال، با آنکه صندوق‌های بازنشستگی ایران در دوران بلوغ خود به سر می‌برند، با هدف دستیابی به سود بیشتر، با تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌های تخصصی، به طور افراطی به بنگاهداری روی می‌آورند و موجب درخطرآوردن سرمایه‌های صندوق شده‌اند. اساس‌نامه شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (مصوب ۱۳۶۴ شورای اقتصاد)، مؤید این ادعاست که بیان می‌کند: در انتخاب موارد سرمایه‌گذاری باید ضابطه سودآوری نسبت به سایر ضوابط (مانند امنیت سرمایه‌گذاری) در اولویت قرار گیرد. بر این اساس، می‌توان بنگاهداری را با توجه به گرایش بیش‌ازاندازه به سودآوری، موجب نقض اصل تعادل میان امنیت و سودآوری دانست. البته در سودآوری همیشگی بنگاهداری صندوق‌های بازنشستگی نیز تردید وجود دارد؛ زیرا سودآوری سهام شرکت‌ها در برخی دوره‌های زمانی، حتی از سود سپرده بانکی نیز کمتر بوده است (صندوق بازنشستگی کشوری،



۱۳۹۴، ص ۱۴). علاوه بر این، به نظر می‌رسد بنگاه‌داری در برخی موارد، اصل مسئولانه‌بودن سرمایه‌گذاری را نیز نقض کند، زیرا طی دو دهه اخیر، در ازای دیونی که دولت به برخی صندوق‌های بازنشستگی داشته است، بسیاری از شرکت‌های خود (یا به تعبیر دیگر، همه سهام آن‌ها) را در راستای خصوصی‌سازی و در قالب رد دیون به صندوق‌ها واگذار کرده است، با توجه به آنکه برخی از این شرکت‌ها در زمینه‌هایی فعالیت دارند که سلامت جامعه را به خطر می‌اندازد و برخی دیگر، به شدت موجب آلودگی محیط زیست شده‌اند، می‌توان مالکیت سهام این شرکت‌ها را از موارد نقض اصل مسئولانه‌بودن سرمایه‌گذاری دانست. البته صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران، نه تنها مالکان برخی از شرکت‌هایی هستند که ناقض حقوق محیط زیست، سلامت و حقوق اجتماعی جامعه می‌باشند، بلکه در زمان تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها نیز فقط به معیار سوددهی توجه می‌کنند و توجهی به مسئولانه‌بودن سرمایه‌گذاری‌ها ندارند.

### نتیجه

صندوق‌های بازنشستگی در برابر اعضای خود، تعهدات مالی دارند و حسن انجام‌دادن آن، مستلزم سرمایه‌گذاری مناسب و جوهی است که از اعضای خود دریافت کرده‌اند. از آنجا که، سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در راستای حفظ حقوق بیمه‌شدگان، از اصول خاصی تبعیت می‌کند که توسط سازمان‌های بین‌المللی و دولت‌های توسعه‌یافته، پذیرفته شده است، این پژوهش با نگاه به مهم‌ترین اصول به آسیب‌شناسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در ایران پرداخته است. بررسی‌ها نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده، محدودیت‌های بازار سرمایه در ایران، مداخله‌های دولت و بنگاه‌داری، مهم‌ترین مشکلات کنونی صندوق‌های بازنشستگی ایران در زمینه سرمایه‌گذاری هستند. مهم‌ترین انتقاد وارده به عملکرد کنونی صندوق‌ها، توجه بیش‌ازاندازه به سودآوری و کم‌توجهی به مخاطرات سرمایه‌گذاری‌ها به دلایلی مانند زیاده‌خواهی یا خروج از بحران اقتصادی است. از آنجا که سرمایه‌ی صندوق علاوه بر نسل کنونی به نسل‌های آینده نیز تعلق دارد، به‌خطرافتادن سرمایه، نادیده‌گرفته‌شدن تعهدات بین‌نسلی صندوق را به دنبال دارد. حال آنکه، سرمایه‌گذاری خود یک هدف نیست، بلکه وسیله‌ای برای دستیابی به هدف یا همان تضمین حقوق

بیمه‌شدگان است. بسیاری از مشکلات حوزه سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی نیز به عملکرد دولت بازمی‌گردد، زیرا صندوق‌های بازنشستگی، عضوی از نظام اقتصادی کشور بوده که دولت سیاستگذار آن است. بر این اساس، درباره محدودیت و کم‌عمق بودن بازار سرمایه در ایران و فقدان سازوکارهای قانونی (مانند سرمایه‌گذاری خارجی)، برای برون‌رفت از آن، باید انتقاد را متوجه دولت دانست. تجربه نظام تأمین اجتماعی ایران نشان داده است دولت نه تنها بسترهای مناسبی برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی فراهم نکرده است، بلکه در دوره‌های مختلف با دخالت‌های مالی و سیاسی متعدد در امور صندوق، از مطلوبیت سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها کاسته است.

برای برون‌رفت از مشکلات کنونی، چند راهکار به اجمال، پیشنهاد می‌شود، درباره مشکل نخست، یعنی سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده، به نظر می‌رسد وضع قوانینی که به موجب آن، صندوق‌ها مکلف شوند در هر مورد از سرمایه‌گذاری، حداقل بازدهی را که کمتر از نرخ تورم نباشد، تضمین کرده بتواند این مشکل را برطرف کند. همچنین، محدودیت بازار سرمایه در گرو برطرف شدن مشکلات نظام اقتصادی ایران است، به نظر می‌رسد تا آن زمان می‌توان با وضع قوانینی که به صندوق‌های بازنشستگی تا سقف معینی اجازه سرمایه‌گذاری خارجی بدهد، سبب دارایی صندوق‌ها را متنوع‌تر کرد و از مشکلات مربوط به محدودیت و کم‌عمق بودن بازار سرمایه کاست. درباره مشکل مداخله‌های دولت باید گفت تا زمانی که صندوق‌های بازنشستگی به دولت وابستگی مالی دارند دخالت‌نکردن آن‌ها در امور صندوق‌ها دور از انتظار است. به نظر می‌رسد واگذاری مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌ها به بخش خصوصی تا حد زیادی بتواند از این مشکل بکاهد. در نهایت، راه‌حلی که برای مشکل بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی می‌توان بیان کرد، وضع قوانینی است که برای تملک صندوق‌ها در سهام شرکت‌ها سقف تعیین کند.

## منابع و مأخذ

۱. احمدزاده، عزیز، یآوری، کاظم، عیسایی تفرشی، محمد، و صالح آبادی، علی (۱۳۹۳). *تحلیلی بر روش‌های ارزیابی کارایی بازار سرمایه در ایران. فصل‌نامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، شماره ۱۷، صفحات ۱-۲۸.
۲. اسدی، محمدرضا (۱۳۸۰). *بررسی نظام حاکم بر بازنشستگی در حقوق ایران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حقوق عمومی، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
۳. اسکندری، حمید، پیرایش، حسین، و باطبی، سولماز (۱۳۹۴). *مطالعه سازوکار صندوق‌های بازنشستگی اختیاری*. چاپ نخست، زیر نظر بورس اوراق بهادار تهران؛ مدیریت تحقیق و توسعه، تهران.
۴. جلیلی، طیبه (۱۳۸۸). *سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی؛ الزامات-تجارب جهانی*. تهران: سازمان بازنشستگی کشوری.
۵. جلیلی، طیبه، و مسلمی، رضا (۱۳۹۳). *شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تسهیل اجرای سیستم بازنشستگی چندلایه*. *فصل‌نامه پژوهش‌نامه بیمه*، شماره ۲، صفحات ۱۸۳-۲۰۹.
۶. رستمی، ولی، و حسینی‌پور، مجتبی (۱۳۸۸). *نظارت مالی بر مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی*. *فصل‌نامه حقوق*، شماره ۴، صفحات ۲۱۲-۱۹۱.
۷. روغنی‌زاده، مصطفی (۱۳۸۴). *تحلیل ریاضی بر وضعیت صندوق‌های بازنشستگی ایران و طراحی سیستم بهینه برای صندوق‌های یادشده*. قم: صحفی.
۸. ریاضی، محسن (۱۳۹۴). *پله‌پله تا سرمایه‌گذاری*. قلمرو رفاه، شماره ۶، صفحات ۳۳-۳۰.
۹. شاه‌شرقی، محسن (۱۳۹۵). *ورشکستگی صندوق‌های بازنشستگی؛ آتش زیر خاکستر اقتصاد ایران*. *هفته‌نامه دولت و ملت*، شماره ۱۰، صفحات ۱۲-۱۰.
۱۰. صندوق بازنشستگی کشوری (۱۳۹۴). *گزارش وضعیت صندوق بازنشستگی کشوری*. تهران: دفتر برنامه‌ریزی و توسعه سیستم‌ها.

۱۱. کاویانی، کوروش (۱۳۸۴). تحلیل حقوقی واگذاری بیمه اجتماعی به بخش خصوصی. فصلنامه تأمین اجتماعی، شماره ۲۳، صفحات ۲۵۰-۲۳۳.
۱۲. کریمی، مظفر (۱۳۹۰). تنظیم فعالیت‌های اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در راستای قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
۱۳. مؤسسه سیاست‌پژوهی صندوق بازنشستگی کشوری (۱۳۹۵). مدیریت اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی؛ رهیافت‌هایی از تجارب جهانی. تهران: آهنگ آتیه.
۱۴. نصیری اقدم، علی، و فاتحی‌زاده، محسن (۱۳۹۰). سهم بخش خصوصی و بخش عمومی از واگذاری شرکت‌های دولتی. فصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۶، صفحات ۴۸-۹.
۱۵. نوربخش، سیدتقی (۱۳۹۳). تأمین اجتماعی جولانگاه جناح‌های سیاسی و باندهای اقتصادی نیست. ماهنامه قلمرو رفاه، شماره ۲، صفحات ۱۸-۱۷.
۱۶. ورمزیاری، حجت (۱۳۹۲). تحلیل نظام تأمین اجتماعی کشاورزان، روستاییان و عشایر ایران با تأکید بر بیمه اجتماعی. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (دفتر مطالعات زیربنایی).
۱۷. هالزمن، رابرت (۱۳۸۰). رویکرد بانک جهانی در مورد اصلاح نظام بازنشستگی. ترجمه محمدرضا صالح‌پور، فصلنامه تأمین اجتماعی، شماره ۸، صفحات ۱۰۲-۶۹.
18. DiBartolomeo, D. (2012). The ten fundamentals of pension fund risk management. *Northfield Research*, 3, 1-6.
19. Hierzig, S. (2015). Swiss pension funds and responsible investment. Available at: <https://shareaction.org/wp-content/uploads/2016/05/WWFEnglishReport.pdf>, (12/01/2017)
20. Dobra, M., & H. Lubich, B. (2013). Public pension governance and asset allocation. *The Business and Economics Research Journal*, 6, 1-19.
21. ILO (1982). Convention No. 157; Convention concerning the Establishment of an International System for the Maintenance of Rights in Social Security.
22. ILO (1989). Report of Committee of Experts on the Application of Conventions and Recommendations. Available at: <http://www.ilo.org/>, (11/01/2017)
23. Inderst, G. (2014). Pension fund investment in infrastructure: lessons from Australia and Canada. *Rotman International Journal of Pension Management*, 7(1), 31-59.

24. Ingram, D. (2015). A guide to responsible investment reporting in public equity, Version 1.
25. ISSA (2013). ISSA good governance guidelines for social security institutions, 2013.
26. ----- (2017). *Guidelines on investment of social security funds*. Turin.
27. Newlands, Ch., & Dines, T. (2015). Large UK pension funds push asset managers to invest responsibly. *Financial Times*, 126, 23-33.
28. OECD (2014). *Annual survey of investment regulation of pension funds*. Published by Secretary-General of the OECD.
29. ----- (2016). *Annual survey of large pension funds and public pension reserve funds; report on pension funds long-term investments 2015*. Ed. by: Joel Paula & Others, published by Secretary-General of the OECD.
30. ----- (2006). OECD guidelines on pension fund asset management, insurance and private pensions committee and working party on private pensions.
31. ----- (2015). *Pension markets in focus*. Published by Secretary-General.
32. ----- (2007). Recent trends and regulatory implications of socially responsible investment for pension funds.
33. Royal Borough of Kensington and Chelsea (2015). *Investment committee report; pension fund statement of investment principles*. London.
34. Schücking, H. (2014). *Dirty & Dangerous; The Norwegian Government Pension Fund's Coa Investmmts*. Published by urgewald, Framtiden i våre hender and Greenpeace Norway.
35. Tamagno, E. (2001). Investing social security funds: principles and considerations. *Twelfth Regional Conference for Asia and the Pacific of the International Social Security Association*.
36. UK National Association of Pension Funds (2013). Responsible investment guide 2013, Available at: <http://www.plsa.co.uk/>, (11/01/2017).
37. World Bank Group (2000). Portfolio limits: Pension investment restrictions compromise fund performance. World Bank Pension Reform Primer.
38. World Bank (2003). Islamic republic of Iran the pension system in Iran: challenges and opportunities (Report No. 25174-IR).
39. ----- (2015). World Bank Group pension plan signs on to principles for responsible investment, Available at: <http://beta.worldbank.org/>, (11/01/2017)