

## چالش حکمرانی در صندوق های بازنشستگی

علی ابراهیم نژاد<sup>۱</sup>، مهتاب کریمی<sup>۲</sup>

### چکیده

در سال های اخیر، صندوق های بازنشستگی به یکی از مهم ترین چالش های اقتصادی کشور تبدیل شده اند، به گونه ای که گسترده تر شدن ابعاد این چالش از طریق فشار بر بودجه دولت و در مواردی و نیز ایجاد پیامدهای امنیتی و اجتماعی چاره جویی برای حل بحران را به یکی از دغدغه های اصلی سیاست گذاران و کارشناسان تبدیل کرده است. این مقاله صندوق های بازنشستگی را با تکیه بر ادبیات اقتصاد مالی و نظریه نمایندگی<sup>۲</sup> آسیب شناسی می کند و ابعاد مختلف چالش حکمرانی در صندوق های بازنشستگی را می کاود. در واقع حضور نمایندگانی از اعضای صندوق ها در هیئت امنای می تواند از اتخاذ تصمیمات سیاسی و سرمایه گذاری غیربهبینه منابع صندوق ها جلوگیری کند. افزون بر این، نمایندگان اعضای صندوق ها می توانند کانال ارتباطی و اطلاع رسانی اعضای صندوق ها شوند. با این وجود حضور نمایندگان اعضا در هیئت امنای مخاطراتی نیز در پی دارد، از جمله تخصص پایین نمایندگان، تمایل آنان به افزایش مزایای برای اعضا بدون توجه به پیامدهای مالی آن برای صندوق و تعلق و وابستگی سازمانی شان به دولت و تأثیر آن بر تصمیمات شان زیر فشار مقامات دولتی. افزون بر آن، با توجه به آسیب شناسی انجام شده، برخی تجارب و راهکارهای بالقوه برای اصلاح ساختار حکمرانی در صندوق های بازنشستگی ارائه می گردد. افزایش استقلال اعضای هیئت امنای از طریق کاهش قدرت دولت در انتخاب اعضای هیئت امنای و عزل طبق سازوکاری مشخص و شفاف، انتشار اطلاعات، بهبود امکان نظارت بر فعالیت های صندوق ها، انتشار عملکرد سالیانه و تصمیمات هیئت امنای، از جمله راهکارها برای اصلاح ساختار حکمرانی در صندوق های بازنشستگی می باشد.

**کلیدواژه ها:** صندوق های بازنشستگی، حاکمیت شرکتی، هیئت امنای، مسئله نمایندگی

صندوق‌های بازنشستگی مسئولیت سرمایه‌گذاری کسورات و پس‌اندازهای افراد در دوره اشتغال و ارائه مزایا و خدمات در زمان بازنشستگی را به عهده دارند. در یک نگاه ساده، می‌توان چالش اصلی در بازدهی و عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی را چالش حکمرانی<sup>۱</sup> دانست، به این معنا که عده‌ای (مدیران صندوق) قدرت تصمیم‌گیری درباره نحوه سرمایه‌گذاری و هزینه‌کرد پس‌انداز و سرمایه عده‌ای دیگر (اعضای صندوق شامل شاغلان و بازنشستگان) را دارند و لازم است با ایجاد سازوکارهای مختلف - که تحت عنوان حکمرانی شرکتی شناخته می‌شوند (اشلايفر و ویشنی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷: ۲) - اطمینان حاصل شود که تصمیمات آنها تأمین‌کننده منافع اعضای صندوق باشد.

طراحی نظامی با حکمرانی مناسب برای صندوق‌های بازنشستگی - به خصوص صندوق‌های بازنشستگی عمومی<sup>۳</sup> - از دو جهت حائز اهمیت است: اول آنکه این صندوق‌ها وظیفه مدیریت حجم عظیمی از سرمایه افرادی را به عهده دارند که هیچ‌کدام به تنهایی از حق مالکیت چشم‌گیری در صندوق برخوردار نیستند (عدم وجود سهامدار عمده)<sup>۴</sup>. ثانیاً، از آنجا که توانایی صندوق در عمل به تعهدات خود در آینده و میزان مالیات پرداختی توسط نسل‌های بعدی در گرو عملکرد فعلی صندوق است، وجود شفافیت در عملکرد صندوق‌ها می‌تواند از ائتلاف منابع در زمان حال جلوگیری کند. (سوتو و موسالم<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲: ۱۰)

اگرچه چالش تصمیم‌گیری عده‌ای درباره سرمایه عده‌ای دیگر مختص صندوق‌های بازنشستگی نیست و در بسیاری موارد همچون رابطه بانک و سپرده‌گذار، مدیران شرکت‌های بورسی و سهامداران، و دولت و مالیات‌دهندگان نیز وجود دارد، به دلایل مختلف، در صندوق‌های بازنشستگی این چالش به مراتب شدیدتر و راهکارهای مواجهه با آن نیز پیچیده‌تر و دشوارتر است. مثلاً بخش عمده سازوکارهای بیرونی حکمرانی مانند رقابت در بازار محصول، تهدید قبضه مالکیت<sup>۶</sup> و وجود سهامدار عمده در خصوص صندوق‌های بازنشستگی قابل تعریف نیست، از این‌رو ابزارهای حکمرانی عمدتاً محدود به ابزارهای درونی مانند هیئت امنا است. بدین ترتیب، اهمیت این سازوکارهای درونی دوچندان است و طراحی آنها نیازمند دقت بیشتر و در نظر گرفتن ملاحظه‌های ناشی از تعارض منافع میان ذی‌نفعان اصلی در صندوق‌ها خواهد بود.

1- governance  
2- Shleifer and Vishny  
3- Public pension funds

5- Souto and Musalem  
6- take over

۴- توضیح بیشتر واژه در سطور آتی

این ابزارهای کلیدی در حکمرانی شرکتی را مرور می‌کند. سپس در این موضوع را بررسی می‌کند که چرا ابزارهای رایج حکمرانی شرکتی در صندوق‌های بازنشستگی، آنگونه که درباره سایر شرکت‌ها و نهادها عمل می‌کنند، اثربخش نیستند و بنابراین حکمرانی در صندوق‌ها چالش‌برانگیزتر از سایر شرکت‌ها و نهادها است. در با توجه به ویژگی‌های صندوق‌های بازنشستگی مهم‌ترین ابزارهای حکمرانی در این صندوق‌ها تحلیل و بررسی می‌شود. سپس ابعاد مختلف تعارض منافع میان ذی‌نفعان اصلی و نیز تأثیر آن بر ساختار بهینه هیئت امنای صندوق بررسی می‌شود و با تکیه بر ادبیات اقتصادی و تجربه‌های موفق بین‌المللی راهکارهایی جهت کاهش آسیب‌های ناشی از این تعارض منافع ارائه می‌شود. همچنین اهمیت استفاده از شفافیت به مثابه یکی از راهکارهای کلیدی کاهش تضاد منافع میان ارکان مختلف صندوق تبیین می‌گردد. در نهایت، نتیجه‌گیری و جمع‌بندی ارائه می‌شود.

### ◀ ابزارهای حکمرانی شرکتی

همان‌طور که پیشتر گفته شد، تفکیک مالکیت از مدیریت<sup>۱</sup> یک دارایی - به این معنا که فرد یا افرادی که مدیر هستند امکان تصمیم‌گیری در مورد نحوه هزینه‌کرد و سرمایه‌گذاری دارایی‌های متعلق به گروهی دیگر، یعنی سرمایه‌گذاران، را داشته باشند - ایجاد می‌کند سازوکارهایی ایجاد شود که مدیران را به حفظ منافع ذی‌نفعان اصلی یا همان صاحبان سرمایه وادار کند. به مجموعه این سازوکارها حکمرانی شرکتی گفته می‌شود.

به طور کلی، ابزارهای حکمرانی شرکتی در بنگاه‌های اقتصادی در دو دسته ابزارهای کنترلی بیرونی و درونی جای می‌گیرند. رقابت در بازار محصول، بازار<sup>۲</sup> و وجود سهامدار عمده مهم‌ترین ابزارهای بیرونی و وجود هیئت مدیره<sup>۳</sup> جهت نظارت بر رفتار مدیران به نمایندگی از صاحبان سرمایه نمونه‌ای از ابزارهای کنترلی درونی هستند. در ابزارهای بیرونی یک عامل خارج از شرکت - مثلاً فشار رقابت در بازار محصول توسط رقبا - مدیران را وادار به عملکرد بهتر می‌کند، در حالی که در ابزارهای درونی تلاش می‌شود با ایجاد سازوکارهایی در داخل یک شرکت بر عملکرد مدیران و تصمیم‌گیران نظارت شود و از هم‌راستا بودن آنها با منافع ذی‌نفعان اصلی اطمینان حاصل گردد. (موسالم و پالاسیو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴: ۵۰، ایمپاویدو<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸: ۲)

در یک شرکت سهامی مجموعه‌ای از ابزارهای حکمرانی بیرونی و درونی به هم‌راستا شدن منافع مدیران و ذی‌نفعان اصلی، یعنی سهامداران کمک می‌کنند. مثلاً در بازار محصول مشتریان با ارزیابی

1- Separation of ownership and control

۲- قیضه مالکیت

۳- در این مقاله، از اصطلاح «هیئت امناء» برای صندوق‌های بازنشستگی و «هیئت مدیره» برای شرکت‌های سهامی استفاده می‌شود.

4- Musalem and Palacios

5- Impavido

کیفی محصول و مقایسه آن با رقبا به طور غیرمستقیم بر عملکرد مدیران نظارت می کنند و در صورتی که مدیران هدفی غیر از خلق ارزش و بهبود کیفیت محصول را دنبال کرده باشند، با کاهش سهم بازار و فروش شرکت عملاً مدیران را تنبیه خواهند کرد. در بازار قبضه مالکیت نیز در صورت عملکرد ضعیف مدیران و عدم استفاده بهینه از منابع شرکت برای خلق ارزش رقبا بالقوه با قبضه مالکیت کنترل شرکت را در دست می گیرند و تبعاً مدیران با از دست دادن موقعیت شغلی خود تنبیه می شوند. وجود سهامداران عمده نیز یک ابزار کنترلی بیرونی است، زیرا سهامداران عمده بر خلاف سهامداران خرد که انگیزه کافی برای نظارت و پایش رفتار مدیران ندارند، به دلیل منافع قابل توجه مادی در شرکت از انگیزه کافی برخوردارند و بر رفتار آنها نظارت خواهند کرد. در حوزه ابزارهای حکمرانی درونی نیز هیئت مدیره به مثابه نماینده سهامداران برای نظارت بر تصمیمات مدیران اجرایی مهم ترین رکن حکمرانی شرکتی است و در کنار مجموعه ای از سازوکارهای درونی همچون وجود حسابرس مستقل، کمیته های زیرمجموعه هیئت مدیره و سازوکارهای مربوط به حقوق و پاداش مدیران<sup>۱</sup> از منافع سهامداران محافظت می کند.

لازم به ذکر است اثربخشی ابزارهای حکمرانی درونی و بیرونی مستلزم وجود یک بستر قانونی مناسب و الزام آور جهت اعمال قوانین، به خصوص قوانین مربوط به حمایت از حقوق مالکان اصلی دارایی است. به عبارت دیگر، در صورت عدم وجود زیرساخت های قانونی، ابزارهای حکمرانی یا اصولاً شکل نمی گیرند و یا حتی در صورت شکل گیری، کارکرد مناسب خود را نخواهند داشت. مثلاً، وجود تهدید قبضه مالکیت منوط به وجود قوانین مدرن و روزآمد در خصوص قبضه مالکیت است که اجازه مقاومت مدیران کنونی در برابر قبضه مالکیت توسط خریداران بالقوه را ندهد و امکان عملی شدن این تهدید را فراهم کند. به طور مشابه، وجود هیئت مدیره به تنهایی نمی تواند متضمن یک ساختار حکمرانی موثر باشد. در صورت عدم وجود قوانین الزام آور، اعضای هیئت مدیره به جای محافظت از منافع سهامداران و مالکان دارایی با مدیران شرکت همراه می شوند و منافع خود را دنبال می کنند.<sup>۲</sup> در واقع حکمرانی خوب با یک زیرساخت قانونی خوب آغاز می شود که برای مدیریت ریسک، کنترل هزینه ها و دستیابی به بازده بلندمدت الزامی است. (راجکومار و درفمن<sup>۳</sup>، ۱۱: ۲۰۷)

در مجموع، در شرکت ها و بنگاه های اقتصادی مجموعه ای از ابزارهای کنترلی بیرونی و درونی ساختار حکمرانی شرکتی را تشکیل می دهند و از منافع مالکان در برابر مدیران محافظت می کنند.

1- Executive compensation

۲- برای نمونه مراجعه کنید به لاپورتا، اشلايفر و ويشني (۲۰۰۰) و لاپورتا، اشلايفر و ويشني (۱۹۹۷)

3- Rajkumar and Dorfman

## ◀ ناکارآمدی سازوکارهای رایج حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی

در بسیاری از شرکت‌ها و بازارها، سازوکارهای بالا تا حد زیادی مشکل تعارض منافع میان ذی‌نفعان اصلی و مدیران را حل می‌کند. با این حال، صندوق‌های بازنشستگی از این قاعده مستثنا هستند و به دلایل زیر، عملاً ابزارهای کنترل بیرونی کارکرد مورد انتظار خود را نخواهند داشت (موسالم و پالاسیو، ۲۰۰۴: ۶۶):

اولاً، در صندوق‌های بازنشستگی - به خصوص صندوق‌های بازنشستگی عمومی - معمولاً جابجایی پس‌اندازها و انتقال حساب‌های بازنشستگی اعضای یک صندوق به سایر صندوق‌ها به سادگی امکان‌پذیر نیست. بنابراین، اگر اعضای صندوق را به عنوان مشتریان آن در نظر بگیریم، کیفیت محصول ارائه‌شده به مشتریان عامل تعیین‌کننده در سهم بازار صندوق‌ها نیست و لذا عملکرد ضعیف مدیران پیامد خاصی از نظر کاهش سهم بازار و از دست دادن مشتریان برای آنها نخواهد داشت. افزون بر آن، بر خلاف اکثر کالاها و خدمات، ارزیابی کیفیت محصول ارائه‌شده توسط صندوق‌های بازنشستگی که همان کسب بازده سرمایه‌گذاری مناسب برای پس‌اندازهای بازنشستگی افراد و اطمینان از توانایی صندوق در تأمین تعهدات خود است، کاری دشوار است و در صورت وجود عیب و ایراد در محصول به سرعت و سهولت قابل شناسایی نیست و بروز مشکلات ناشی از آن ممکن است سال‌ها طول بکشد. پیچیدگی و عدم شفافیت در ترکیب سبد دارایی‌های صندوق‌ها این مشکل را دوچندان می‌کند. به عنوان نمونه، ترکیب دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی و نیز بازده سرمایه‌گذاری آنها و حتی صورت‌های مالی این صندوق‌ها در ایران در دسترس عموم نیست که تحلیل و ارزیابی عملکرد آنها را ناممکن می‌کند.

ثانیاً، بازار قبضه مالکیت در مورد صندوق‌های بازنشستگی معنادار نیست، زیرا برخلاف شرکت‌های سهامی که سهامداران می‌توانند مالکیت خود را در بازار ثانویه<sup>۱</sup> معامله کنند و امکان قبضه مالکیت وجود دارد، ذی‌نفعان اصلی صندوق یعنی اعضای آن شامل بیمه‌پردازان و بازنشستگان، معمولاً سهمی در مالکیت خود صندوق ندارند و از این‌رو، امکان معامله آن را ندارند. بنابراین در صورت عملکرد نامناسب مدیران سازوکاری برای قبضه مالکیت صندوق وجود ندارد. افزون بر این، سایر سازوکارهای تشویقی مبتنی بر مالکیت همچون اعطای سهام یا اختیار سهام<sup>۲</sup> به مدیران و اعضای هیئت مدیره که معمولاً با هدف گره زدن منافع آنها به عملکرد شرکت اجرا می‌شود، در مورد صندوق‌های بازنشستگی به دلیل ساختار حقوقی متفاوت آنها با شرکت‌ها قابل اجرا نمی‌باشد.

1- Secondary market

2- Stock option

ثالثاً، وجود سهامدار عمده به عنوان یکی از ابزارهای کنترل بیرونی در مورد صندوق‌های بازنشستگی امکان‌پذیر نیست، زیرا برخلاف شرکت‌های سهامی که هر سهامدار بسته به تعداد سهام تحت تملک خود حق رأی دارد، در صندوق‌های بازنشستگی میزان مشارکت هر فرد در سبد دارایی‌ها به اندازه پس‌انداز بازنشستگی وی است و از این‌رو مفهوم سهامدار عمده قابل تعریف نیست. بنابراین در یک جمع‌بندی می‌توان گفت هیچ یک از ابزارهای بیرونی حکمرانی صندوق‌ها، کارکرد مشابه آنچه به صورت معمول در شرکت‌های سهامی دارند را نخواهند داشت. لذا چارچوب حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی متفاوت از چارچوب و ادبیات رایج حکمرانی شرکتی در شرکت‌های تجاری است.

با توجه به ناکارایی ابزارهای کنترل بیرونی، از منظر بیرونی قوانین و مقررات نظارتی نقش کلیدی در حکمرانی صندوق‌ها ایفا می‌کنند که شامل ابعاد مختلفی همچون سرمایه‌گذاری، خدمات ارائه‌شده به اعضا و غیره می‌شود.<sup>۱</sup> از منظر درونی نیز، نقش ابزارهای کنترلی درونی و در رأس آنها هیئت امنای صندوق به عنوان رکن اصلی حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی نسبت به سایر نهادها و شرکت‌ها پررنگ‌تر خواهد بود. با این حال، طراحی مناسب این ابزارها نیز به دلیل ساختار منحصر به فرد صندوق‌های بازنشستگی نیازمند رعایت ملاحظات است که در بخش بعد به آنها پرداخته می‌شود.

## ابزارهای حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی

### هیئت امنا

همان‌طور که گفته شد، مهم‌ترین ابزارهای بیرونی حکمرانی شرکتی در مورد صندوق‌های بازنشستگی قابل تعریف و اجرا نیستند. بنابراین، نقش ابزارهای کنترلی درونی و در رأس آنها هیئت امنا در حکمرانی مناسب صندوق‌ها بسیار کلیدی است. (کلارک و مانک<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸: ۵) برای ایفای نقش موثر هیئت امنا در حکمرانی صندوق‌های بازنشستگی لازم است نحوه طراحی و چینش هیئت امنا و حوزه اختیارات آن و نیز نحوه تعامل آن با ذی‌نفعان صندوق باید به گونه‌ای باشد که تعارض منافع میان ذی‌نفعان اصلی یعنی اعضای صندوق، دولت<sup>۳</sup> و مدیران اجرایی صندوق را به حداقل برساند.

### عزل و نصب اعضای هیئت امنا

یکی از مهم‌ترین چالش‌های حکمرانی از طریق هیئت امنا در صندوق‌های بازنشستگی - به خصوص صندوق‌های عمومی - تمایل دولت‌ها برای اعمال قدرت سیاسی و استفاده از منابع صندوق در راستای اهداف سیاسی خود است. بنابراین، در طراحی ساختار هیئت امنا لازم است سازوکارهایی به منظور از

۱- بررسی قوانین و مقررات نظارتی بر صندوق‌های بازنشستگی حوزه بسیار گسترده‌ای است که در چارچوب مقاله حاضر نمی‌گنجد.  
2- Clark and Monk

۳- با توجه به اینکه بخش عمده نظام بازنشستگی کشورمان را صندوق‌های بازنشستگی عمومی تشکیل می‌دهند، این مقاله عمدتاً متمرکز بر این نوع صندوق بوده و لذا دولت نیز به عنوان یک ذی‌نفع اصلی در صندوق‌ها به حساب می‌آید.

بین بردن تعارض منافع میان دولت و هیئت امانا تعبیه شوند که اساساً هدف استقلال اعضای هیئت امانا و کاهش فشار سیاسی دولت بر آنها را دنبال می‌کنند. مهم‌ترین سازوکار کاهش فشار سیاسی دولت، ترکیب اعضای هیئت امانا و نحوه‌ی انتصاب و عزل آنها است.<sup>۱</sup>

در حالت ایده‌آل بهترین روش برای کاهش فشارهای سیاسی دولت بر صندوق‌های بازنشستگی انتخاب مستقیم بخشی از اعضای هیئت امانا توسط ذی‌نفعان اصلی صندوق؛ یعنی بیمه‌پردازان و بازنشستگان است. در صندوق‌های بازنشستگی که متعلق به یک نهاد یا سازمان خاص هستند - مثلاً صندوق بازنشستگی کارکنان شهرداری یا فرهنگیان - انتخاب مستقیم اعضای هیئت امانا توسط اعضای صندوق تا حدی امکان‌پذیر است. در مقابل، در صندوق‌هایی که در سطح ملی ارائه خدمت کرده و مختص یک سازمان یا صنف خاص نیستند، با توجه به گستردگی و پراکندگی اعضای صندوق انتخاب مستقیم هیئت امانا توسط اعضای صندوق عملی نیست. در چنین مواردی معمولاً سازوکاری برای انتخاب بخشی از اعضای هیئت امانا به نمایندگی اتحادیه‌های کارگری به عنوان نماینده اعضای صندوق طراحی می‌شود و سایر اعضا نیز نمایندگانی از دولت هستند. بدین ترتیب، در صندوق‌های بازنشستگی عمومی، اعضای هیئت امانا معمولاً ترکیبی از سه گروه زیر هستند: نمایندگان اعضای صندوق، منتخبان دولت<sup>۲</sup>، و مدیران دولتی که به سبب جایگاه خود در دولت به عنوان کارفرما عضو هیئت امنای صندوق هستند.<sup>۳</sup>

همان‌طور که گفته شد، حضور نمایندگانی از اعضای صندوق در ساختار هیئت امانا می‌تواند از اتخاذ تصمیمات سیاسی و سرمایه‌گذاری غیربهبینه منابع صندوق جلوگیری کند. افزون بر آن، این نمایندگان در جایگاه کانال ارتباطی و اطلاع‌رسانی میان اعضای صندوق و مدیران ایفای نقش می‌کنند که به عملکرد بهتر صندوق کمک می‌کند. با این حال، حضور این نمایندگان مشکلاتی را نیز به دنبال دارد. اولاً، نمایندگان منتخب از سوی اعضای صندوق معمولاً دانش تخصصی بالایی ندارند. از این رو مشارکت آنها در تصمیمات تخصصی هیئت امانا ممکن است ارزش افزوده بالایی نداشته باشد و مثلاً، جسارت لازم برای به چالش کشیدن تصمیمات مدیران سرمایه‌گذاری را نداشته باشند. ثانیاً، نمایندگان اعضای صندوق در صندوق‌هایی با مزایای معین<sup>۴</sup> به دلیل نمایندگی کردن اعضا علاقمندند که مزایای بازنشستگی صندوق را بدون توجه به پیامدهای مالی آن، هرچه بیشتر برای اعضا افزایش دهند، در حالی که بار مالی ناشی از آن بر عهده کارفرما (دولت در صندوق‌های عمومی و شرکت

۱- در صندوق‌های بازنشستگی ایران نیز، اصلی‌ترین چالش را می‌توان فشارهای سیاسی و مداخلات دولت در امور اجرایی، سرمایه‌گذاری و انتصابات صندوق‌ها دانست که حاکی از لزوم بازنگری در ساختار هیئت امنای صندوق‌ها است.

۲- منظور از منتخبان دولت، افراد و متخصصانی هستند که از طرف دولت به عضویت هیئت امانا منصوب می‌شوند.

3- ex officio member

4- Defined Benefit

کارفرما در صندوق‌های خصوصی) خواهد بود (آنزیا و مو، ۱۷: ۲۰: ۳). ثالثاً، با توجه به اینکه ساز و کار انتخاب نمایندگان اعضای صندوق در هیئت امنای معمولاً توسط دولت اجرا می‌شود، همواره این نگرانی وجود دارد که اعضای منتخب، با وجود آنکه رسماً نماینده گروهی از ذی‌نفعان، مثلاً کارکنان یا بازنشستگان هستند، در عمل به دلیل عزل و نصب آنها توسط دولت، خود را وام‌دار دولت بدانند و در راستای منافع وی عمل کنند. این مسئله درست مشابه اعضای هیئت مدیره غیرموظفی است که توسط مدیرعامل شرکت پیشنهاد یا انتخاب شوند. طبعاً این اعضا اگرچه ظاهراً مستقل هستند و قرار است نماینده منافع سهامداران باشند، اما در عمل به دلیل نقش مدیرعامل در انتخاب آنها احتمالاً تمایل چندانی به نظارت بر عملکرد وی نداشته باشند و همچنین معمولاً از نظر دیدگاه‌های فکری و حرفه‌ای نیز به وی نزدیک هستند (هس، ۵: ۲۰: ۱۰).

برای جلوگیری از بروز چنین مشکلی در شرکت‌های سهامی فرآیند انتخاب نامزدهای عضویت غیرموظف (مستقل) در هیئت مدیره به کمیته‌ای تفویض می‌گردد که صرفاً از اعضای غیرموظف هیئت مدیره تشکیل شده باشد. افزون بر آن، این کمیته‌ها معیارهای انتخاب نامزدهای منتخب را به صورت مکتوب و شفاف تعیین و اعلام می‌کنند تا میزان دخالت سلیق و منافع شخصی افراد به حداقل برسد. در صندوق‌های بازنشستگی نیز به منظور کاهش تأثیر فشارهای سیاسی بر انتخاب اعضای هیئت امنای تمهیدات خاصی جهت انتخاب هیئت امنای اجرا شده است. سیاست‌زدایی به خصوص در حوزه تصمیمات سرمایه‌گذاری اهمیت ویژه‌ای دارد، زیرا معمولاً جذابیت مداخله‌های سیاسی برای دولت‌ها معطوف به سرمایه‌گذاری و هزینه‌کرد دارایی تحت مدیریت صندوق‌ها است. برای مثال در شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کانادا (CPPIB) وزیر امور مالی و دارایی دولت فدرال به همراه وزرای امور مالی و دارایی ۹ استان این کشور، اعضای کمیته‌ای را منصوب می‌کنند که مسئولیت شناسایی و پیشنهاد کاندیداهای مناسب برای اعضای مستقل هیئت مدیره را برعهده دارد. در این فرآیند هر استان یک عضو کمیته را معرفی و وزیر امور مالی و دارایی دولت فدرال نیز رئیس این کمیته را انتخاب می‌کند. این کمیته سپس لیستی از افراد حائز صلاحیت را تعیین و به وزیر معرفی می‌کند تا وی با مشورت وزرای استانی، از میان لیست معرفی‌شده، اعضای مستقل را انتخاب نماید. در واقع، ایجاد کمیته و افزودن لایه‌های موثر در انتخاب این اعضا، با هدف پرهزینه‌تر کردن و کمرنگ نمودن مداخلات سیاسی صورت می‌گیرد.

علاوه بر نحوه انتصاب، فرآیند عزل اعضای هیئت امنای نیز یکی از عوامل موثر در استقلال عملکرد

1- Anzia and Moe

۲- این موضوع معمولاً به دلیل تعداد زیاد اعضای صندوق و عدم امکان هماهنگی میان آنها است.

3- Hess

4- Canada Pension Plan Investment Board



آنها است. دو اقدامی که می‌تواند در استقلال این اعضا تأثیر قابل توجهی داشته باشد، یکی تعیین معیارهای مشخص و قابل ارزیابی برای عزل است و دیگری اینکه در صورت عزل هریک از اعضا به دلیل عدم احراز یکی از این معیارها مراتب به صورت شفاف و عمومی به کلیه ذی‌نفعان به خصوص اعضای صندوق اطلاع‌رسانی شود. این دو اقدام می‌تواند در راستای جلوگیری از اعمال نفوذ و دخالت دادن منافع شخصی و سیاسی دولت در عزل اعضای هیئت مدیره نقش بسزایی داشته باشد. برای نمونه، در CPIOB هریک از اعضا به مدت سه سال در هیئت مدیره عضویت خواهند داشت که این دوره تا دو بار (مجموعاً نه سال) قابل تمدید خواهد بود. نکته قابل توجه اینکه امکان عزل اعضای هیئت مدیره پیش از اتمام دوره عضویت آنها به هیچ وجه وجود ندارد و تنها در صورت احراز ارتکاب جرائم قانونی یا اخلاقی امکان عزل آنها توسط دادگاه وجود دارد (موسالم و پالاسیو، ۲۰۰۴: ۷۵).

### تعیین ذی‌نفعان اصلی

یکی از موضوعات چالش‌برانگیز در هیئت امنای صندوق‌های بازنشستگی این است که این اعضا در برابر کدام یک از ذی‌نفعان صندوق بایستی پاسخ‌گو باشند. بر خلاف شرکت‌های سهامی که هیئت مدیره صرفاً خود را در برابر سهامداران شرکت پاسخ‌گو می‌داند و (در صورت رعایت قوانین جاری کشور) در برابر سایر ذی‌نفعان نیازی به پاسخ‌گویی نیست، در صندوق‌های بازنشستگی این موضوع پیچیدگی بیشتری دارد. برای مثال، در صندوق‌های بازنشستگی عمومی که در صورت ورشکستگی صندوق، معمولاً دولت مسئول جبران خسارت وارده از طریق درآمد‌های مالیاتی است، آحاد جامعه به مثابه مالیت‌دهندگان یکی از ذی‌نفعان اصلی هستند و از این‌رو هیئت امنای صندوق ممکن است خود را در برابر آنها مسئول بدانند. در مقابل، ممکن است هیئت امنای صندوق خود را در برابر اعضای صندوق شامل بیمه‌پردازان و مستمری‌بگیران مسئول و پاسخ‌گو بدانند. برای حل این چالش لازم است قوانین حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی به صورت شفاف و روشن به این سوال پاسخ دهند که هیئت امنای صندوق باید در برابر کدامیک از ذی‌نفعان مسئول و پاسخ‌گو باشد. برای مثال، در امریکا قوانین مربوطه<sup>۱</sup> صراحتاً اعضای هیئت امنای صندوق‌های خصوصی را تنها در برابر اعضای صندوق مسئول می‌داند و هیئت امنای را ملزم می‌کند کلیه تصمیمات خود را منحصراً در راستای منافع اعضای صندوق اتخاذ کند. در کانادا این الزام در صندوق‌های بازنشستگی عمومی نیز وجود دارد و افزون بر صندوق‌های خصوصی، هیئت امنای این صندوق‌ها نیز باید صرفاً در راستای منافع اعضای صندوق عمل کنند.

پژوهش‌ها نشان می‌دهد نامشخص بودن ذی‌نفع اصلی در نهادهای غیرانتفاعی از جمله صندوق‌های بازنشستگی عمومی می‌تواند تأثیر منفی زیادی بر عملکرد هیئت امنای آنها داشته باشد و باعث شود

اعضای هیئت امنا نتوانند ارزیابی درستی از تصمیم‌ها و عملکرد مدیران اجرایی داشته باشند (میلر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). برای مثال، ممکن است مدیران اجرایی تصمیم به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی بگیرند که از نظر سودآوری اقتصادی توجیه نداشته باشد، اما از نظر اثرات اجتماعی مانند اشتغال و توسعه محلی قابل دفاع باشد. در چنین حالتی، اگر هیئت امنا خود را منحصرأ در برابر اعضای صندوق مسئول بدانند به دلیل عدم توجیه اقتصادی چنین پروژه‌های گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذاری نخواهد بود. در مقابل، در صورتی که هیئت امنا سایر ذی‌نفعان، همچون جامعه را نیز در تصمیمات خود در نظر بگیرد، ممکن است تصمیم به سرمایه‌گذاری در چنین پروژه‌های توجیه‌پذیر باشد. بنابراین، تعیین ذی‌نفع اصلی در صندوق‌های بازنشستگی که هیئت امنا ملزم است کلیه تصمیمات خود را در راستای منافع آنها بگیرد، یکی از پیش‌شرط‌های موفقیت ساختار حاکمیت در صندوق‌ها است.

### شفافیت

یکی دیگر از مهم‌ترین ابزارهای حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی، شفافیت و افشای اطلاعات است. دسترسی به اطلاعات مهم‌ترین پیش‌نیاز برای نظارت هیئت امنا بر عملکرد مدیران صندوق و نیز مهم‌ترین ابزار برای ذی‌نفعان اصلی، به خصوص اعضای صندوق، برای نظارت بر عملکرد هیئت امنا است (راجکومار و درفمن، ۲۰۱۱: ۲۷).

به مثابه یک قاعده کلی، مادامی که افشای اطلاعات اثر منفی اثبات‌شده‌ای بر عملکرد صندوق و منافع اعضای آن ندارد، بایستی در اختیار عموم قرار گیرد. به عبارت دیگر، تنها زمانی جلوگیری از افشای اطلاعات قابل توجیه است که زیان مشخص و اثبات‌شده‌ای را متوجه صندوق نماید و در غیر این صورت، اصل بر افشای آن برای عموم است. اگرچه کانال‌های مختلفی برای تولید و انتشار اطلاعات وجود دارد، اما دو کانال اصلی اطلاعاتی شامل گزارش‌های عملکرد سالانه و گزارش‌های حسابرسی هستند. گزارش‌های حسابرسی که توسط یک حسابرس مستقل تهیه شده باشند، یکی از مهم‌ترین ابزارهای هیئت امنا برای نظارت بر عملکرد مدیران هستند و افزون بر آن، به ناظران بیرونی نیز توانایی ارزیابی عملکرد را خواهند داد. به طور مشابه، گزارش عملکرد سالانه که شامل مواردی همچون ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری و مقایسه بازده صندوق با شاخص‌های عملکرد، و نیز حقوق و مزایای مدیران و اعضای هیئت امنای صندوق هستند از جمله مهم‌ترین ابزارهای افشای اطلاعات و ایجاد شفافیت هستند.

علاوه بر این دو مورد، انتشار سیاست سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> صندوق نیز یکی از موارد مهم افشای اطلاعات است که نحوه سرمایه‌گذاری دارایی‌ها و موضع رسمی صندوق در برابر پروژه‌های فاقد توجیه اقتصادی، اما دارای توجیهات اجتماعی را در اختیار عموم قرار می‌دهد. حتی در صورتی که صندوق دلایل

1- Miller

2- Investment policy

اجتماعی و غیراقتصادی را نیز در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود لحاظ کند، لازم است این دلایل به صورت شفاف بیان و تخمین دقیقی از اثرات مالی این تصمیم‌ها بر بازده صندوق محاسبه و اعلام شود. بدین ترتیب، امکان اعمال سلیقه و دنبال کردن منافع شخصی توسط اعضای هیئت امناء یا مدیران صندوق به حداقل خواهد رسید. برای نمونه، اگر صندوق در سیاست سرمایه‌گذاری خود اشتغال را یکی از اهداف مدنظر خود اعلام می‌کند، هر تصمیمی که صرفاً بر اساس هزینه و فایده اقتصادی اتخاذ نشده و ملاحظات اشتغال نیز در نظر گرفته شده است، لازم است پیامدهای مالی این ملاحظات به دقت محاسبه و به عموم اعلام شود. بدین ترتیب، اعضای صندوق در جریان پیامدهای مالی دنبال کردن اهداف غیراقتصادی قرار می‌گیرند.

علاوه بر موارد بالا، یکی از مواردی که افشای آن مورد تأکید صاحب‌نظران دانشگاهی و حرفه‌ای در حوزه صندوق‌های بازنشستگی است، اطلاعات مربوط به قواعد حکمرانی در هر صندوق است. به عبارت دیگر، لازم است صندوق‌های بازنشستگی کلیه ساز و کارها، رویه‌ها و دستورالعمل‌های خود که شکل‌دهنده نظام حکمرانی آن صندوق هستند را به صورت عمومی انتشار دهد. برای مثال، سیاست صندوق در مواجهه با تعارض منافع مدیران و اعضای هیئت امناء که حاوی کلیه ملاحظه‌ها و دستورالعمل‌های مرتبط برای نحوه مدیریت تعارض منافع است بایستی در دسترس عموم باشد (کلپمن<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷).

به طور مشابه، افشای محتوا و صورت جلسه‌های هیئت امناء و نیز جزئیات رأی‌دهی صندوق در مجامع شرکت‌هایی که سهامدار آنها است نیز از مواردی است که صندوق‌های بازنشستگی پیشرو در جهان به توجه کرده‌اند. برای مثال، صندوق بازنشستگی عمومی کالیفرنیا<sup>۲</sup> در امریکا که یکی از پیشروترین صندوق‌ها در حوزه حکمرانی است، فیلم جلسات هیئت امناء و مجامع سالانه صندوق را از طریق اینترنت در دسترس عموم قرار می‌دهد.

یکی از عوامل موثر بر تعیین میزان شفافیت لازم برای حکمرانی مناسب صندوق، ترکیب دارایی‌های آن است. به مثابه یک قاعده کلی، هرچه نسبت سهام و به خصوص سهام شرکت‌های غیربورسی در ترکیب دارایی‌های صندوق بالاتر و درصد مالکیت صندوق در این شرکت‌ها به صورت مدیریتی و کنترلی باشد، نیاز به شفافیت بیشتر و ضروری‌تر است، زیرا زمینه سوء استفاده و در نتیجه، نیاز به نظارت بر عملکرد شدیدتر است. در مقابل، هرچه ترکیب دارایی‌های صندوق به سمت اوراق با درآمد ثابت<sup>۳</sup> و سایر دارایی‌های شفاف و کم‌ریسک و سرمایه‌گذاری غیرفعال<sup>۴</sup> باشد، میزان اثرات سوء ناشی از تعارض منافع و حکمرانی نامناسب کمتر خواهد بود. بنابراین، هرچه ترکیب دارایی‌های صندوق از اوراق با درآمد ثابت به سمت سرمایه‌گذاری فعال در سهام و داشتن سهام مدیریتی و کنترلی متمایل

1- Clapman

2- CalPERS

3- Fixed income

4- Passive investment

شود، موضوع تعارض منافع مدیران و اعضای هیئت امنای جدی تر خواهد بود و از این رو، تدوین آیین نامه جامعی برای کنترل آن ضروری تر است. ممنوعیت دریافت هرگونه هدایا از افراد یا شرکت‌هایی که احتمال می‌رود به نوعی ذی‌نفع باشند و به دنبال سهم‌خواهی از منابع صندوق هستند نیز باید در آیین‌نامه تعارض منافع و یا منشور اخلاقی گنجانیده شود.

افزون بر راهکارهای ذکر شده در بالا، سازوکارهای نظارتی دیگری نیز در درون صندوق‌ها می‌توانند استقرار یابند. برای مثال، مقررات حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی هلند آنها را الزام می‌کند که سازوکاری برای نظارت داخلی در صندوق ایجاد کنند که به گروهی از متخصصان مستقل امکان نظارت بر عملکرد صندوق و مدیران آن را بدهد. سه سازوکار پیشنهاد شده عبارتند از: ۱) تشکیل یک کمیسیون سرکشی<sup>۱</sup> متشکل از حداقل دو فرد متخصص و باتجربه که قبلاً در تهیه و تأیید گزارشات مالی صندوق نقشی ندارند و حداقل هر سه سال یک بار عملکرد صندوق را ارزیابی می‌کنند. ۲) تشکیل یک گروه مستقل و دائمی که حداقل سه عضو مستقل دارد. ۳) تشکیل کمیته حسابرسی در کنار هیئت امنای که متشکل از مدیران صندوق و نمایندگان کارفرمایان و اعضای صندوق باشد. در اکثر صندوق‌های بازنشستگی هلند سازوکار اول، یعنی کمیسیون سرکشی، سازوکار نظارت داخلی انتخاب شده است. در مقابل، صندوق PGGM که دومین صندوق بازنشستگی بزرگ این کشور است، کمیته حسابرسی خود متشکل از سه عضو مستقل هیئت امنای، دو نماینده از کارفرمایان (شرکت‌هایی که کارکنانشان عضو صندوق هستند)، و دو نماینده از اعضای صندوق را به عنوان کمیته نظارتی داخلی خود مأمور کرده است. (استوارت و یرمو، ۲۰۰۸: ۲۳)

## جمع‌بندی

طراحی نظام بهینه حکمرانی شرکتی - به معنای مجموعه سازوکارهایی که تصمیمات مدیران را هم‌راستا با منافع ذی‌نفعان اصلی می‌کنند - یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در صندوق‌های بازنشستگی است. به دلیل ویژگی‌های متفاوت و کارکرد خاص صندوق‌های بازنشستگی، استفاده از راهکارهای معمول حاکمیت شرکتی مانند استفاده از بازار محصول، بازار قبضه مالکیت و سهامدار عمده به منظور حل تعارض منافع میان ارکان مختلف صندوق امکان‌پذیر نیست. بنابراین، به جز قوانین و مقررات نظارتی، بخش عمده سازوکارهای حکمرانی در صندوق‌ها متمرکز بر ابزارهای درونی همچون هیئت امنای صندوق و نحوه ارتباط آن با دولت و اعضای صندوق است. به بیان دیگر، نیاز است در صندوق‌های بازنشستگی روابط میان ارکان صندوق به گونه‌ای تعریف شود که هیئت امنای اختیار لازم را برای تصمیم‌گیری مستقل در راستای منافع صندوق داشته باشد و تا حد امکان از فشارهای سیاسی

1- Visitation commission  
2- Stewart and Yermo

مصون باشد. به همین منظور، فرایند عزل و نصب اعضای هیئت امنا باید در چارچوبی کاملاً مشخص و با کمترین آسیب به استقلال اعضای هیئت امنا انجام شود. استفاده از کمیته‌های مستقل انتصابات در راستای کاهش قدرت دولت در انتخاب اعضای هیئت امنا و عزل اعضا طبق سازوکاری مشخص و شفاف، نمونه‌هایی از راهکارهای پیشنهادی به منظور افزایش استقلال اعضای هیئت امنا است. همچنین، شفافیت و افشای اطلاعات یکی از مؤثرترین ابزارهای مقابله با تعارض منافع است که به اعضا امکان نظارت بر فعالیت‌های صندوق را می‌دهد. انتشار گزارش‌های عملکرد سالانه و تصمیم‌های اعضای هیئت امنا، استفاده از منشور اخلاقی جهت مدیریت کردن تعارض منافع و افشای منافع مدیران در رأی‌گیری‌های مربوط به صندوق نمونه‌هایی از فعالیت‌های منجر به افزایش شفافیت و بهبود عملکرد نهایی صندوق هستند.



- Anzia, S. F. & Moe, T. M. (2017), Interest groups on the inside: The governance of public pension funds.
- Clapman, P. (2007), Committee on Fund Governance – Best Practice Principles. Discussion Paper at the Stanford Institutional Investors’ Forum.
- Clark, G. L. and Monk, A. H. B. (2008), Conceptualizing the Defined Benefit Pension Promise: Implications from a Survey of Expert Opinion, *Benefits Quarterly*, 24, 7–18.
- Employee Retirement Income Security Act of 1974.
- Hess, D. (2005), Protecting and politicizing public pension fund assets: Empirical evidence on the effects of governance structures and practices. *UC Davis L. Rev*, 39, 187.
- Impavido, G. (2008), Governance of public pension plans: the importance of residual claimants.
- La Porta, Rafael, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny (1997). Legal Determinants of External Finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny (2000), Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Miller, Judith L. (2002), “The Board as a Monitor of Organizational Activity: The Applicability of Agency Theory to Nonprofit Boards.” *Nonprofit Management and Leadership*. 12(4): 429–450.
- Musalem, Alberto R, and Robert J. Palacios (2004), *Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies*. Washington, DC: World Bank.
- Rajkumar, S, & Dorfman, M. C. (Eds.). (2010), *Governance and investment of public pension assets: practitioners’ perspectives*. Washington, DC: The World Bank.
- Shleifer, Andrei, & Robert W. Vishny (1997), A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Souto, P, & Musalem, A. R. (2012), Assessing the governance and transparency of national public pension funds. *Review of European Studies*, 4(2), 148.
- Stewart, Fiona, & Juan Yermo (2008), *Pension fund governance: Challenges and potential solutions*. OECD.