

بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی در نظام تامین اجتماعی ایران

مرتضی رستمی^۱ - حسن بادینی^۲

دریافت: ۱۳۹۶/۳/۱۹ - پذیرش: ۱۳۹۸/۲/۲

چکیده

یکی از رایج‌ترین شیوه‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، تملک سهام شرکت‌های تجاری است. گرایش فراوان صندوق‌های بازنشستگی ایران به این نوع سرمایه‌گذاری، آنها را به سمت بنگاه‌داری سوق داده است. بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی (به معنای در اختیار داشتن سهام مدیریتی) بعنوان موضوعی نوظهور در ادبیات حقوقی کشور ایران، با سیاست‌های تقنینی متفاوتی مواجه شده است. برخی قوانین آن را تجویز و برخی دیگر آن را محدود یا منع کرده‌اند. با وجود آنکه آخرین اراده مقنن، ممنوعیت بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی ایران بوده است اما بیشتر صندوق‌ها با تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری آنچنان راه افراط در پیش گرفته‌اند که در حال فاصله گرفتن از اهداف اجتماعی خود می‌باشند. مقاله کنونی پس از تبیین مفاهیم و جایگاه قانونی بنگاه‌داری با روش مطالعات کتابخانه‌ای و رویکردی تطبیقی به تحلیل مهمترین علت‌های بنگاه‌داری صندوق‌ها شامل رد دیون دولت به صندوق‌ها، محدودیت بازار سرمایه در ایران و سودآوری بنگاه‌داری پرداخته و یافته‌های آن نشان می‌دهد صندوق‌های بازنشستگی برای توجه بیشتر به حقوق اعضای خود، لازم است با متنوع‌سازی پرتفوی خود یا کاهش سهام تحت تملک در هر شرکت تجاری، میان سرمایه‌گذاری از طریق تملک سهام شرکت‌ها و سایر شیوه‌های سرمایه‌گذاری، تعادل برقرار نمایند.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری، بنگاه‌داری، سبد دارایی، خصوصی‌سازی، صندوق بازنشستگی.

مقدمه

نظام تامین اجتماعی عرصه فعالیت نهادهای متعددی است که هر یک عهده‌دار تحقق رسالتی می‌باشند. یکی از این نهادها صندوق بازنشستگی است که در تحقق وظایف حوزه بیمه‌ای، نقش اساسی دارد. حفظ حیات و توانایی ایفای تعهدات این نهاد مالی، در گرو برقرار ماندن مستمر تعادل بین منابع و مصارف آن است (کریمی، ۱۳۹۰: ۹) و این جز در پرتو سرمایه‌گذاری نظام‌مند برآورده نمی‌شود. امروزه، صندوق‌های بازنشستگی اهمیت سرمایه‌گذاری را درک کرده و شیوه‌های مختلفی برای آن در پیش گرفته‌اند. یکی از این شیوه‌ها که در دو دهه اخیر بیشتر صندوق‌های بازنشستگی موجود در ایران، گرایش فراوانی به آن داشته‌اند، تملک سهام شرکت‌های تجاری بوده است. جذابیت این نوع از سرمایه‌گذاری برای این صندوق‌ها تا بدان حد بوده است که بخش زیادی از سبد سرمایه‌گذاری (پرتفوی) خود را به آن اختصاص داده‌اند؛ به گونه‌ای که امروزه در نظام تامین اجتماعی ایران، از «شرکت‌داری» یا «بنگاه‌داری» صندوق‌های بازنشستگی سخن گفته می‌شود.

بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی، از نظر متخصصان تامین اجتماعی، به‌عنوان یک آسیب محسوب می‌شود؛ چرا که آنها را بشدت درگیر و متمرکز در مسایل اقتصادی نموده و موجب کمرنگ شدن رسالت اجتماعی و اهداف اصلی آنها یعنی ارایه حمایت‌های بیمه‌ای مطلوب (توام با رعایت اصول تامین اجتماعی)، به بیمه‌شدگان می‌شود. با این حال با وجود، هشدارهای مکرر متخصصان در کنار محدودیت‌ها و ممنوعیت‌های مقرر در قوانین، صندوق‌های بازنشستگی بنا به دلایلی همچنان بنگاه‌داری می‌کنند. سبد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران، بیانگر آن است که سازمان تامین اجتماعی و صندوق بازنشستگی کشوری، در این زمینه نسبت به سایر صندوق‌ها پیشروتر هستند؛ به گونه‌ای که در دو دهه اخیر با ایجاد شرکت سرمایه‌گذاری و هولدینگ‌های مختلف قسمت زیادی از سهام شرکت‌های متعدد را تملک نموده‌اند. با توجه به اینکه در زمینه سرمایه‌گذاری، صندوق‌های کوچکتر از عملکرد صندوق‌های بزرگتر به‌عنوان معیار استفاده می‌کنند (کرباسیان، ۱۳۸۴: ۳۴) این شیوه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های وابسته به سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی نیز مشاهده می‌شود. این موضوع که در حال حاضر به یکی از چالش‌برانگیزترین مباحث مرتبط با صندوق‌های بازنشستگی تبدیل شده است، زمینه سوال‌ها و بحث‌های فراوانی را فراهم ساخته است که

پاسخ به آنها ضروری به نظر می‌رسد. مقاله کنونی که با هدف بررسی چالش‌های بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی به رشته تحریر در آمده، به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی، در وضعیت کنونی نظام تامین اجتماعی ایران، یک شیوه سرمایه‌گذاری مطلوب محسوب می‌شود؟ فرضیه‌ای که در این خصوص می‌توان ارائه داد آن است: گرایش فراوان صندوق‌ها به تملک سهام شرکت‌ها به گونه‌ای که به بنگاه‌داری آنها منجر شود در بلندمدت به زیان صندوق و اعضای آن است.

در راستای دستیابی به پاسخ سوال مذکور، مقاله کنونی با رویکرد توصیفی و تحلیلی، ابتدا به بررسی و تبیین مفهوم و منابع حقوقی بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی می‌پردازد و پس از آن، زمینه‌ها و علت‌های بنگاه‌داری این نهاد‌های مالی را مورد بررسی و تحلیل قرار خواهد داد.

۱. مفهوم و منابع حقوقی بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی

۱-۱. مفهوم و انواع صندوق‌های بازنشستگی

در خصوص مفهوم صندوق بازنشستگی می‌توان گفت: از صندوق بازنشستگی، تعاریف متعددی ارائه شده است؛ یکی از تعاریف که رویکرد اقتصادی دارد، بیان می‌دارد؛ صندوق بازنشستگی، «یک سرمایه‌گذار نهادی است که سرمایه‌های داده شده توسط حامیان و ذینفعان را جمع، متمرکز و سرمایه‌گذاری می‌کند تا مستمری استحقاقی آینده ذینفعان را تامین نماید» (Davis, 2000: 230-231).

در نظام تامین اجتماعی ایران صندوق‌های بازنشستگی متعددی فعالیت دارند که در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان همه آنها را در دو دسته، شامل: صندوق‌های بازنشستگی باز و صندوق‌های بازنشستگی بسته، جای داد.^۲ در حال حاضر دو صندوق بازنشستگی، یعنی سازمان تامین اجتماعی و صندوق بیمه اجتماعی کشاورزان، روستاییان و عشایر را می‌توان از نوع صندوق بازنشستگی باز دانست اما سایر صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران از نوع بسته

1 . Institutional Investor.

۲. صندوق‌های بازنشستگی از لحاظ امکان عضویت اشخاص به صندوق‌های باز و بسته تقسیم می‌شوند. صندوق‌های باز، صندوق‌هایی هستند که طرح‌های بازنشستگی ارائه شده توسط آنها محدودیتی در عضویت افراد جدید نداشته باشد. در مقابل، صندوق‌های بسته، صندوق‌هایی هستند که تنها مستخدمان مشخص و محدودی را تحت پوشش قرار می‌دهند.

هستند؛ این صندوق‌ها عبارتند از: الف- صندوق بازنشستگی کشوری؛ ب- سازمان تامین اجتماعی نیروهای مسلح؛ پ- صندوق بازنشستگی، وظیفه و از کارافتادگی کارکنان بانک‌ها؛ ت- صندوق بازنشستگی بانک مرکزی؛ ث- صندوق بازنشستگی پس‌انداز و رفاه کارکنان صنعت نفت؛ ج- موسسه صندوق بازنشستگی، ذخیره و رفاه «هما»؛ چ- صندوق بازنشستگی فولاد ایران؛ ح- صندوق بازنشستگی شرکت مخابرات؛ خ- موسسه صندوق بازنشستگی شرکت ملی صنایع مس ایران؛ د- صندوق بازنشستگی مستخدمین بیمه مرکزی ایران؛ ذ- صندوق بازنشستگی کارکنان بیمه ایران؛ ر- صندوق بازنشستگی صدا و سیما جمهوری اسلامی ایران؛ ز- صندوق بازنشستگی و وظیفه مستخدمین سازمان بنادر و کشتیرانی؛ ژ- سازمان بازنشستگی شهرداری تهران؛ س- صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز؛ ش- صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری؛ ص- صندوق بیمه و بازنشستگی کانون سردفتران و دفتریاران اسناد رسمی و ض- صندوق مستخدمان وزارت اطلاعات.

نظام حقوقی حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی با توجه به ماهیت قانونی آنها متفاوت است؛ با این حال در یک تقسیم‌بندی کلی همه آنها به موسسه عمومی غیردولتی، موسسه دولتی و موسسه خصوصی قابل تقسیم هستند. در مورد ماهیت قانونی صندوق‌های بازنشستگی باز (سازمان تامین اجتماعی و صندوق بیمه اجتماعی روستاییان و عشایر)، ابهام چندانی وجود ندارد؛ زیرا قانون فهرست نهادها و موسسات عمومی غیردولتی (مصوب ۱۳۷۳ با اصلاحات بعدی) آنها را جزء موسسات عمومی غیردولتی دانسته است؛ اما ماهیت قانونی برخی صندوق‌های بازنشستگی بسته، مبهم است؛ چنانچه وضعیت حقوقی این صندوق‌ها بر اساس مواد ۲ و ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری (مصوب ۱۳۸۶ با اصلاحات بعدی)^۱ و نیز آرای صادره از دیوان عدالت اداری، سنجیده شود، می‌توان گفت: صندوق بازنشستگی کشوری و سازمان تامین اجتماعی نیروهای مسلح که در سال‌های اخیر بیش از پنجاه درصد بودجه آنها از سوی دولت تامین شده است (سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی

۱. ماده ۲ قانون مدیریت خدمات کشوری، مقرر می‌دارد: «موسسه دولتی، واحد سازمانی مشخصی است که به موجب قانون ایجاد شده یا می‌شود و با داشتن استقلال حقوقی، بخشی از وظایف و اموری را که بر عهده یکی از قوای سه‌گانه و سایر مراجع قانونی می‌باشد انجام می‌دهد.» همچنین به موجب ماده ۳ این قانون، «موسسه عمومی غیردولتی، واحد سازمانی مشخصی است که دارای استقلال حقوقی است و با تصویب مجلس شورای اسلامی ایجاد شده یا می‌شود و بیش از پنجاه درصد بودجه سالانه آن از محل منابع غیردولتی تامین گردد و عهده‌دار وظایف و خدماتی است که جنبه عمومی دارد».

کشور، ۱۳۹۴: ۹۶) جزء موسسات دولتی هستند.

در مورد ماهیت قانونی صندوق بازنشستگی، وظیفه و از کارافتادگی کارکنان بانک‌ها و نیز صندوق بازنشستگی بانک مرکزی، تصریحی در قوانین، وجود ندارد؛ اما به دلایلی نه می‌توان آنها را موسسه دولتی دانست و نه موسسه خصوصی؛ زیرا از یک طرف، مبنای قانونی شکل‌گیری و استقلال مالی کامل آنها از دولت، آنها را از زمره موسسه‌های دولتی، خارج می‌کند. در میان صندوق‌های بازنشستگی وابسته به شرکت‌های دولتی به نظر می‌رسد صندوق‌های بازنشستگی شرکت‌های دولتی بیمه مرکزی ایران و کارکنان بیمه ایران، از نوع موسسه دولتی باشند؛ زیرا اگرچه به موجب قانون، ایجاد شده و از استقلال حقوقی برخوردارند اما به لحاظ مالی وابسته به بودجه دولت هستند. بر طبق مقررات موجود، در صورت کسری بودجه این صندوق‌ها، تامین آن (به‌طور نامحدود) بر عهده شرکت‌های بیمه مذکور خواهد بود. در عمل نیز صندوق‌های مذکور بیش از پنجاه درصد بودجه خود را به‌طور مستقیم از طریق شرکت‌های بیمه مرکزی و ایران (و در واقع به‌طور غیرمستقیم از بودجه دولت)، تامین می‌نمایند. صندوق‌های بازنشستگی وابسته به سایر شرکت‌ها (شامل: ۱- شرکت مخابرات ایران؛ ۲- شرکت فولاد ایران؛ ۳- شرکت ملی صنایع مس ایران؛ ۴- شرکت هما و ۵- شرکت نفت) ماهیت بسیار مبهمی دارند؛ به‌طوری که حامل یک یا دو مورد از ویژگی‌های موسسه دولتی، موسسه عمومی غیردولتی و یا موسسه خصوصی هستند. در میان صندوق‌های بازنشستگی وابسته به سازمان‌ها، سازمان بازنشستگی شهرداری تهران را با استنباط از قانون فهرست نهادها و موسسات عمومی غیردولتی (مصوب ۱۳۷۳ با اصلاحات بعدی)، می‌توان موسسه عمومی غیردولتی دانست. دو صندوق دیگر، شامل صندوق بازنشستگی صدا و سیما جمهوری اسلامی ایران و صندوق بازنشستگی و وظیفه مستخدمین سازمان بنادر و کشتیرانی نیز با توجه به آنکه ویژگی‌های آنها از نظر منشا پیدایش، استقلال مالی نسبت به بودجه دولت و نیز وظایف قانونی با ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری منطبق است، می‌توان آنها را جزء موسسه‌های عمومی غیردولتی محسوب نمود. همچنین صندوق حمایت و بازنشستگی آینده-ساز که وابسته به سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران می‌باشد از آنجایی که از شخصیت حقوقی مستقل برخوردار بوده و از بدو تاسیس تاکنون از بودجه دولت استفاده نکرده در زمره

موسسه غیردولتی است.^۱ در نهایت در خصوص ماهیت قانونی صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری و نیز صندوق بیمه و بازنشستگی کانون سردفتران و دفتریاران اسناد رسمی می‌توان گفت: صندوق نخست، به موجب قانون تشکیل صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری (مصوب ۱۳۵۵)، ایجاد شده و دارای شخصیت حقوقی و استقلال مالی می‌باشد.^۲ اساسنامه صندوق (مصوب ۱۳۷۹ شورای عالی تامین اجتماعی)، ضمن اشاره به برخورداری صندوق از شخصیت حقوقی، بر استقلال مالی و اداری آن تاکید دارد. نگاه به اساسنامه صندوق بویژه ماده ۲۲ آن که راه‌های تامین منابع صندوق را بیان می‌دارد در کنار ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی ماده ۸ قانون تشکیل صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری (مصوب ۱۳۷۷ هیات وزیران)، در مورد حق بیمه، نشان می‌دهد دولت در تامین منابع مالی آن هیچ سهمی ندارد؛ در نتیجه، این صندوق یک موسسه خصوصی محسوب می‌شود. همچنین در خصوص صندوق بیمه و بازنشستگی کانون سردفتران و دفتریاران اسناد رسمی باید گفت: از یک سو، این نهاد به موجب قانون، دارای شخصیت حقوقی و استقلال مالی بوده و دولت هیچ سهمی در تامین منابع مالی آن ندارد^۳ و از طرف دیگر، به موجب رای هیات عمومی دیوان عدالت اداری، «کانون سردفتران و دفتریاران از جمله واحدهای مصرح در بند ۱ ماده ۱۲ قانون تشکیلات و آیین دادرسی دیوان عدالت اداری (۱۳۹۲) محسوب نمی‌شود؛ بنابراین، اعتراض نسبت به بخشنامه صادره از کانون یاد شده قابل رسیدگی و اتخاذ تصمیم در هیات عمومی دیوان عدالت اداری نمی‌باشد»؛^۴ در نتیجه از آنجایی که دیوان در خصوص مقررات مصوب کانون سردفتران و دفتریاران اسناد رسمی صلاحیت ندارد، به طریق اولی، چنین صلاحیتی در مورد تصمیمات و اقدامات صندوق وابسته به آن نیز متصور نیست؛ بر این اساس با توجه به موارد بیان شده باید آن را یک موسسه خصوصی و تابع قواعد حقوق خصوصی دانست.^۵

۱. ماده ۲ قانون تاسیس سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران (مصوب ۱۳۴۶)، در مورد واحدهای تابعه و وابسته به سازمان (که صندوق بازنشستگی نیز یکی از آنهاست) بیان می‌دارد: از هر لحاظ استقلال کامل داشته و تابع قوانین و مقررات و آیین‌نامه‌های عمومی مربوط به موسسات دولتی و وابسته به دولت و قانون محاسبات عمومی نمی‌باشند.
۲. ر.ک: مواد ۲ و ۳ قانون تشکیل صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری (۱۳۵۵).
۳. ر.ک: قانون دفتر اسناد رسمی و کانون سردفتران و دفتریاران (مصوب ۱۳۵۴).
۴. ر.ک: رای شماره ۱۳۱۹ مورخ ۱۳۹۵/۱۲/۱۰ هیات عمومی دیوان عدالت اداری.
۵. در خصوص «صندوق مستخدمان وزارت اطلاعات» اطلاعات زیادی در دسترس نیست به همین جهت، ماهیت آن چندان مشخص نمی‌باشد.

۲-۱. مفهوم بنگاه‌داری

استفاده از اصطلاح «بنگاه‌داری»، در ادبیات حقوق تامین اجتماعی ایران، سابقه زیادی نداشته و بیشتر در دو دهه اخیر در برخی قوانین و مقررات مطرح شده است، بدون آنکه تعریفی از آن ارایه شود. «بنگاه» از منظر علم اقتصاد، نهادی است که به‌طور حرفه‌ای کار تولیدی را به‌عنوان شغلش قرار دهد (نیلی، ۱۳۹۴: ۲۸). همچنین، به موجب قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی (مصوب ۱۳۸۷ با اصلاح‌های بعدی)، «بنگاه»، واحد اقتصادی است که در تولید کالا یا خدمت فعالیت می‌کند، اعم از آنکه دارای شخصیت حقوقی یا حقیقی باشد (بند ۴ ماده ۱). با این وصف، بنگاه‌داری، یعنی در اختیار داشتن یک نهاد یا واحد اقتصادی که به تولید کالا یا ارائه خدمات می‌پردازد. نهادها یا واحدهای اقتصادی، مصادیق متعددی دارند که شایع‌ترین آنها شرکت‌های تجاری هستند. شاید به دلیل همین شیوع بوده است که اصطلاح بنگاه‌داری (از طرف متخصصان و مسوولان نظام تامین اجتماعی) در بیشتر موارد در کنار شرکت‌داری یا به جای آن به کار رفته است. بنابراین می‌توان با فهم اصطلاح «شرکت‌داری» به‌عنوان مهمترین مصداق «بنگاه‌داری»، مفهوم بنگاه‌داری را درک نمود. به موجب قواعد حقوق شرکت‌ها، اشخاص (حقیقی یا حقوقی) سهامدار به چند صورت، ممکن است در یک شرکت حضور داشته باشند: این اشخاص، ممکن است سهامدار عادی باشند؛ یعنی با هدف بهره‌مندی از سود سهام، در بازار بورس به تعداد محدودی سهام خریداری کنند. گروه دیگر، سهامدارانی هستند که به اندازه‌ای سهام تملک می‌کنند که بتوانند در هیات مدیره شرکت، یک یا دو مدیر انتخاب نمایند. اما گروه سوم، آن میزان از سهام یک شرکت را خریداری می‌نمایند که با آن امکان انتخاب تعداد بیشتری از مدیران را در هیات مدیره داشته باشند؛ به‌عنوان مثال سه عضو از پنج عضو هیات مدیره و در نهایت، گروه چهارم از سهامداران، با در اختیار داشتن دو سوم سهام یک شرکت یا بیش از آن علاوه بر هیات مدیره در مجمع عمومی فوق‌العاده نیز از اختیارات گسترده‌ای برخوردارند (سلامی، ۱۳۸۹: ۱۱-۱۲).

حال سوال این است که به کدام یک از این حالت‌ها «بنگاه‌داری» اطلاق می‌شود؟ آیا تملک سهام توسط صندوق بازنشستگی، به هر میزان که باشد، بنگاه‌داری محسوب می‌شود؟ در پاسخ به این سوال، ابتدا به تعریف عبارت «شرکت‌داری» می‌پردازیم. در تعریف

«شرکت داری» گفته شده است: نظامی از استانداردها، رویه‌ها و فرایندهاست که اعمالی که برای مدیریت و کنترل شرکت لازم است را تعیین و قاعده‌مند می‌کند (Hormazábal D, 5-6: 2010). بنابراین، منظور از شرکت داری، داشتن آن میزان از سهام شرکت است که با آن بتوان در مدیریت و کنترل شرکت، ایفای نقش نمود. بر این اساس، در میان حالت‌های چهارگانه بیان شده، حالت نخست، یعنی داشتن سهام یک شرکت به صورت محدود از مصادیق بنگاه‌داری نیست؛ زیرا در این حالت، هر چند این اشخاص از طریق رای دادن در سرنوشت شرکت دخیل هستند اما توانایی در دست گرفتن مدیریت شرکت را ندارند. این حالت معمولاً زمانی اتفاق می‌افتد که مالکیت سهام شرکت میان مالکان یا سهامداران متعدد به حدی منتشر گردد که هیچ سهامداری نتواند مالک آن مقدار سهامی باشد که با آن قادر به کنترل و اداره امور شرکت گردد (طوسی، ۱۳۹۳: ۱۳۴-۱۳۵).

در حالت دوم، سهام‌دار (به تعبیر قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴) از «سهام مدیریتی» برخوردار است؛ یعنی، «میزانی از سهام یک شرکت که دارنده آن طبق اساسنامه اختیار تعیین حداقل یک عضو را در هیات مدیره شرکت دارد» (بند ۶ ماده ۱)؛ بنابراین در این حالت، با توجه به دخالت شخص سهامدار در مدیریت شرکت، شرکت داری در حد ضعیف آن، محقق است. در حالت سوم، شخص؛ آن میزان از سهام شرکت را در مالکیت دارد که به واسطه آن «قادر به تعیین اکثریت اعضای هیات مدیره شرکت باشد». در (بند ۷ ماده ۱) قانون مذکور به این میزان سهام، «سهام کنترلی» اطلاق شده است که البته لزوماً میزان آن بیش از ۵۰ درصد سهام 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 در اختیار داشتن ۳۰ درصد سهام آن شرکت، تمام و یا اکثریت اعضای هیات مدیره را انتخاب کند (نصیری اقدم و فاتحی‌زاده، ۱۳۹۰: ۲۹). وضعیت حالت چهارم نیز مشخص است و با اوصافی که برای آن ذکر شد به طریق اولی، یک بنگاه‌داری تمام عیار محسوب می‌شود.

از آنچه بیان شد می‌توان نتیجه گرفت بنگاه‌داری، وضعیتی است که بیشتر ناظر بر مدیریت شرکت است تا برخورداری از سهام فراوان شرکت‌های تجاری. بنابراین صرف آنکه یک صندوق بازنشستگی، تمام یا بیش از نصف سبد سرمایه‌گذاری خود را به سهام شرکت‌های مختلف اختصاص دهد یعنی در شرکت‌های متعدد، به صورت محدود (کمتر از ده درصد)

سهام داشته باشد اقدام وی را نمی‌توان بنگاهداری دانست؛ زیرا در اینصورت نتوانسته است در مدیریت شرکت، ایفای نقش نماید. با این حال نباید بنگاهداری (شرکت‌داری) را لزوماً مترادف با حاکمیت شرکتی^۱ دانست؛ زیرا اگرچه حاکمیت شرکتی، ناظر بر ساختارها و فرایندهای مربوط به هدایت و کنترل شرکت‌ها می‌باشد اما تنها منحصر به اداره عملیات شرکت نمی‌شود (سیداحمدی سجادی، ۱۳۸۸: ۲۶۲) بلکه هدف نهایی آن، پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق و منافع ذینفعان است (World Bank, 2016)؛ در حالی که شرکت‌داری یا بنگاهداری لزوماً چنین هدفی را دنبال نمی‌کند.

۳-۱. منابع حقوقی بنگاهداری

در حقوق ایران، بنگاهداری صندوق‌های بازنشستگی در دو دهه اخیر در قوانین متعددی مورد توجه قرار گرفته است. نخستین قانونی که می‌توان به آن اشاره نمود قانون ساختار نظام جامع رفاه و تامین اجتماعی (۱۳۸۳) می‌باشد. این قانون با بیان اینکه یکی از اهداف و وظایف حوزه بیمه‌ای، پیگیری اصلاح اساسنامه‌های صندوق‌های بیمه‌ای با لحاظ کردن اصل بنگاهداری برای آنان می‌باشد (بند «ح» ماده ۳)، امر بنگاهداری این نهادهای مالی را به‌عنوان یک اصل، تجویز نموده است. همچنین در اساسنامه برخی از صندوق‌های بازنشستگی (مانند ماده ۲ اساسنامه صندوق تامین اجتماعی، مصوب ۱۳۸۹/۴/۲۰ هیات وزیران)، رعایت اصول بنگاهداری در حوزه سرمایه‌گذاری، لازم دانسته شده است.

با این حال، رویکرد قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی نسبت به قوانین و مقررات مذکور متفاوت بوده است. این قانون پیش از اصلاحات مورخ ۱۳۹۵/۶/۷، بنگاه‌داری مؤسسات عمومی غیردولتی را (به‌عنوان مانعی برای تحقق واقعی خصوصی‌سازی)، محدود می‌نمود. به موجب بند ۲ ماده ۶ این قانون، «مؤسسات عمومی غیردولتی موضوع ماده ۵ قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶ با اصلاحات بعدی) و شرکت‌های تابعه و وابسته آنها حق مالکیت مستقیم و غیرمستقیم مجموعاً حداکثر تا چهل درصد سهم بازار هر کالا و یا خدمت را دارند» (بند ۲ ماده ۶).

از آنجایی که خطاب این ماده به مؤسسات عمومی غیردولتی بوده است و بیشتر

صندوق‌های بازنشستگی با توجه به فلسفه وجودی‌شان (مانند ارائه خدمات عمومی که حسن انجام آن در گرو استقلال حقوقی و مالی است)، به تصریح قانون فهرست نهادها و موسسات عمومی غیردولتی (مصوب ۱۳۷۳ با اصلاحات بعدی) و یا انطباق با ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری^۱ جزء موسسات عمومی غیردولتی هستند؛ محدودیت مندرج در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ به طور حتم، شامل آنها می‌شود.

اما در مورد سایر صندوق‌ها، یعنی صندوق‌هایی که به دلیل تامین بیش از پنجاه درصد بودجه آنان توسط دولت با تعریف مندرج در ماده ۳ قانون مذکور، منطبق نبوده‌اند مانند صندوق بازنشستگی کشوری و صندوق‌های بازنشستگی خصوصی (همچون صندوق حمایت از وکلا و کارگشایان دادگستری)، شمول این محدودیت، مورد تردید قرار گرفت.

در مورد صندوق‌های گروه نخست (یا همان صندوق‌های بازنشستگی دولتی)، قانون برنامه پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی (مصوب ۱۳۸۹) به صراحت بر ممنوعیت بنگاهداری صندوق‌های بازنشستگی دولتی تاکید می‌نمود. ماده ۲۶ این قانون مقرر می‌داشت: «انجام هرگونه فعالیت بنگاهداری جدید برای صندوق‌های دولتی ممنوع است و موارد قبلی و موجود و نیز سهام مدیریتی که در ازای مطالبات به صندوق‌ها واگذار می‌شود باید طی برنامه زمانبندی شده‌ای که به تصویب هیات وزیران می‌رسد تا پایان اجرای برنامه با رعایت مقررات به بخش‌های خصوصی و تعاونی واگذار شود» (بند ۲).

از آنجایی که از یک سو، در عمل، مفاد این قانون، هیچ‌گاه تحقق نیافت و از دیگر سو، به دلیل ابهام در ماهیت قانونی، برخی صندوق‌ها خود را در زمره موسسات عمومی غیردولتی ندانسته و در نتیجه محدودیت بنگاهداری را شامل خود نمی‌دانسته‌اند، مقنن با آخرین اصلاحات در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ (مصوب ۱۳۹۵/۶/۷) این ابهامات را برطرف نمود. در این اصلاحیه، قانونگذار بدون توجه به ماهیت قانونی صندوق‌های بازنشستگی، در مورد «کلیه صندوق‌های بازنشستگی اعم از کشوری و لشکری، نظیر صندوق‌های بازنشستگی وابسته به دستگاه‌های اجرایی و وابسته به دستگاه‌هایی که شمول

۱. ماده ۳ این قانون در تعریف «موسسه عمومی غیر دولتی»، مقرر می‌دارد: «واحد سازمانی مشخصی است که دارای استقلال حقوقی است و با تصویب مجلس شورای اسلامی ایجاد شده یا می‌شود و بیش از پنجاه درصد بودجه سالانه آن از محل منابع غیردولتی تامین گردد و عهده‌دار وظایف و خدماتی است که جنبه عمومی دارد».

قانون بر آنها مستلزم ذکر نام است و شرکت‌های تابعه و وابسته آنها» مقرر می‌دارد: «حق مالکیت مستقیم و غیرمستقیم مجموعاً حداکثر تا چهل درصد سهم بازار هر کالا و یا خدمت را دارند». البته این قانون، علاوه بر اینکه خرید سهام را به شکل ابتدایی منع می‌نماید عرصه را برای شرکت‌داری از طریق دیگری نیز تنگ می‌کند؛ چرا که این نهادها حتی پس از ایجاد شرکت با سرمایه خود، مکلف‌اند حداکثر تا چهار سال پس از بهره‌برداری، سهم و کرسی مدیریتی (سهم در هیات مدیره) خود را تا سقف چهل درصد، کاهش دهند (تبصره ۱ ماده ۶). با این حال این ماده، به ظاهر عرصه را برای بنگاهداری همه صندوق‌ها تنگ نمی‌کند؛ زیرا کلیه صندوق‌های بازنشستگی را تنها شامل صندوق‌های کشوری و لشکری می‌داند اما در مورد صندوق‌های بازنشستگی خصوصی همچون صندوق حمایت و کالا و کارگشایان دادگستری، چنین محدودیتی را وضع نمی‌کند. شاید در بادی امر، این رویکرد قانونگذار، تبعیض آمیز به نظر برسد؛ اما باید گفت، چنین تبعیضی در کار نیست. علت عدم تصریح قوانین مذکور به محدودیت و ممنوعیت صندوق‌های بازنشستگی خصوصی، آن است این صندوق‌ها طبق قانون و آیین‌نامه‌های مربوط، از هرگونه فعالیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری منع شده‌اند؛ به‌عنوان مثال، ماده ۲۹ اساسنامه صندوق حمایت و کالا (مصوب ۱۳۷۹ شورای عالی تامین اجتماعی)، بیان می‌دارد: «درآمد و سپرده‌های ثابت و جاری و ذخایر صندوق و به‌طور کلی تمام وجوه متعلق به صندوق باید منحصر در بانک‌های دولتی ایداع و نگهداری شود». ماده ۱۷ آیین‌نامه اجرایی ماده ۸ قانون تشکیل صندوق حمایت و کالا و کارگشایان دادگستری (مصوب ۱۳۷۷ هیات وزیران) نیز سرمایه‌گذاری این صندوق را ممنوع می‌داند و مطابق این ماده، صندوق فقط مجاز به تودیع وجه در نزد یکی از بانک‌های دولتی و یا خرید اوراق مشارکت است. همچنین، ماده ۵۶ قانون دفاتر اسناد رسمی و قانون سردفتران و دفتریاران (مصوب ۱۳۵۴ با اصلاحات بعدی)، بیان می‌دارد: «کانون سردفتران تهران مکلف است موجودی حساب حق بیمه سردفتران و دفتریاران را طبق آیین‌نامه مربوط به مصرف خرید اوراق قرضه یا اسناد خزانه رسانده و یا در بانک ملی به حساب سپرده ثابت بگذارد و از سود آن اقدام به تشکیل صندوق تعاون کند...». در نتیجه، امکان سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها و به تبع آن، بنگاه‌داری در مورد این صندوق‌ها، منتفی است.

با توجه به رویکردهای متفاوت قوانین (شامل تجویز، محدودیت و ممنوعیت) نسبت به

بنگاه‌داری، این سوال مطرح می‌شود که جایگاه قانونی بنگاه‌داری (به‌عنوان یکی از شیوه‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی) در حقوق ایران چیست؟ آیا بنگاه‌داری همچنانکه قانون ساختار نظام جامع رفاه و تامین اجتماعی و اساسنامه صندوق تامین اجتماعی بیان کرده- اند یک اصل محسوب می‌شود؟

در پاسخ باید گفت: اگرچه بنگاه‌داری در حقوق ایران، پذیرفته شده و در برخی قوانین و مقررات از آن به‌عنوان اصل «بنگاه‌داری»، تعبیر شده است؛ با این حال، به عبارت اصل «بنگاه‌داری» مندرج در قانون ساختار نظام جامع رفاه و تامین اجتماعی و اساسنامه برخی صندوق‌ها به‌عنوان یک اصل تامین اجتماعی از چند جهت تردید وارد است؛ نخست آنکه، اگر بنگاه‌داری، اصل محسوب می‌شود داخل در کدام یک از اصول تامین اجتماعی است؛ زیرا تاکنون در ذیل هیچ یک از اصول نظام تامین اجتماعی عام و خاص، نویسندگان سخنی از آن به میان نیآورده‌اند. از طرف دیگر، قانون ساختار نظام جامع رفاه و تامین اجتماعی، تنها یک بار از تعبیر اصل «بنگاه‌داری»، استفاده کرده و آن را در ذیل «اهداف و وظایف» حوزه بیمه‌ای (و نه اصول)، ذکر کرده است. در حالیکه همین قانون فصل مستقلی را به اصول اختصاص داده و در آنها اصول ساختاری (ماده ۶)، اصول مالی (ماده ۷)، اصول اقتصادی (ماده ۸) و اصول اجرایی (ماده ۹) را مورد تصریح قرار داده و به تبیین مصادیق آنها پرداخته است بدون اینکه از اصل «بنگاه‌داری» در میان این اصول، سخنی به میان بیاورد.

از طرف دیگر، قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، بنگاه‌داری را محدود و قانون برنامه پنجم توسعه، آن را منع کرده است؛ حال آنکه، محدود، منع و متوقف کردن اصول تامین اجتماعی (همچون اصل کفایت، فراگیری، جامعیت، برابری و غیره)، در نظام تامین اجتماعی با توجه به ارتباط مستقیم آنها با حقوق افراد، امری موجه و پذیرفتنی نیست؛ نتیجه آنکه، اگر بنگاه‌داری به معنای واقعی کلمه یک اصل از اصول حاکم بر نظام تامین اجتماعی محسوب می‌شد قانون نباید آن را محدود یا منع می‌نمود. با توجه به دلایل بیان شده، به نظر می‌رسد این تعبیر قانون ساختار، دلالت بر آن ندارد که بنگاه‌داری را همانند یک اصل در کنار سایر اصول حاکم بر تامین اجتماعی بدانیم. به نظر می‌رسد به کارگیری اصطلاح اصل «بنگاه‌داری» در واکنش به روند سابق سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، مورد استفاده مقنن قرار گرفته است؛ چرا که بسیاری از صندوق‌ها وجوه حاصل از حق بیمه‌ها را در

بانک‌ها سپرده‌گذاری و یا در املاک سرمایه‌گذاری نموده بودند. در واقع، قانون ساختار با این تعبیر، حامل این پیام است که صندوق‌ها در سرمایه‌گذاری‌های خود، بیشتر موارد را به بنگاهداری (سهام شرکت‌ها) اختصاص دهند و سایر موارد مانند سرمایه‌گذاری در املاک و یا در حساب‌های سپرده بانکی، جنبه استثنایی داشته باشد.

۲. زمینه‌ها و علت‌های بنگاهداری صندوق‌های بازنشستگی

شکل‌گیری پدیده بنگاهداری صندوق‌های بازنشستگی به عوامل متعددی باز می‌گردد. در این بخش به مهم‌ترین زمینه‌ها و علت‌های این موضوع شامل: رد دیون دولت به صندوق‌های بازنشستگی، محدودیت بازار سرمایه در ایران و سودآوری بنگاهداری پرداخته می‌شود.

۲-۱. رد دیون دولت به صندوق‌های بازنشستگی

دولت ایران در طی سه دهه اخیر به دلایل متعدد به برخی از صندوق‌های بازنشستگی بدهکار شده است؛ به عنوان مثال، علاوه بر مواردی که دولت، سه درصد حق بیمه سهم دولت (موضوع تبصره ۲ بند ۱ ماده ۲۸ قانون تامین اجتماعی) را به صندوق تامین اجتماعی پرداخت نکرده است (معاونت اقتصادی و برنامه‌ریزی سازمان تامین اجتماعی، ۱۳۹۲: ۱۱). تصویب قوانین متعدد در دهه‌های اخیر در جهت گسترش حمایت‌های بیمه‌ای، موجب پیدایش دیون جدید دولت به این صندوق شده است (نصیری اقدم و فاتحی‌زاده، ۱۳۹۰: ۳۵). در دو دهه اخیر، دولت در راستای پرداخت دیون خود به برخی از صندوق‌های بازنشستگی، در قالب خصوصی‌سازی مبادرت به واگذاری تمام یا بخش زیادی از سهام برخی از شرکت‌های دولتی به آنها نموده است.^۱ به تعبیر برخی از متخصصان، این موضوع موجب شد صندوق‌ها به ناچار به بنگاهداری و اداره مستقیم شرکت‌ها روی آورند (عبده تبریزی، ۱۳۹۵: ۳۰-۳۱).

اگرچه دین دولت به صندوق‌ها، وجه نقد بوده است اما دولت برخلاف قواعد حقوق مدنی (در بیشتر موارد، بدون رضایت صندوق‌ها)، سهام شرکت‌های دولتی را به آنها تملک نموده است؛ در حالی که می‌توانست پس از فروش سهام شرکت‌های دولتی به اشخاص دیگر، وجه حاصل از آنها را به عنوان بدهی خود به صندوق‌ها بپردازد. اجتناب از این امر بدان جهت

۱. ر.ک: تبصره ۱ ماده ۳ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی.

بوده است که برخی از شرکت‌های دولتی زیان‌ده بوده و بخش خصوصی، تمایلی به خریداری آنها نداشته است؛ در نتیجه، صندوق‌ها ناچار به تملک سهام آنها به جای مطالبات خود شده‌اند. علاوه بر این با واگذاری سهام به صندوق‌ها، دولت می‌توانست همچنان تسلط لازم را بر آن شرکت‌ها داشته باشد. بررسی‌ها نشان می‌دهد دولت پس از واگذاری بسیاری از شرکت‌های دولتی به صندوق‌های بازنشستگی، مدیریت و کنترل آن شرکت‌ها را به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم در دست داشته است؛ به‌عنوان مثال دولت همچنان در عزل و نصب مدیران شرکت‌های واگذار شده به سازمان تامین اجتماعی، دخالت دارد (نعیمی و پرتو، ۱۳۹۴: ۱۰۹). در مورد برخی دیگر از صندوق‌های بازنشستگی نیز اگرچه در راستای خصوصی‌سازی در بسیاری از موارد، سهم عمده یا اکثریت سهام شرکت‌ها به بخش خصوصی تملیک شده است اما در عمل، تعداد زیادی سهامدار خرد شرکت واگذار شده، تحت تسلط یک صندوق بازنشستگی به‌عنوان سهامدار شرکت بوده‌اند؛ به‌طوری که این صندوق‌ها با به دست آوردن «سهام مدیریتی» قادر به سلطه بر شرکت‌ها شده‌اند (نصیری اقدم و فاتحی‌زاده، ۱۳۹۰: ۲۴).

واگذاری سهام شرکت‌های زیان‌ده یا دارای بازدهی اندک به صندوق‌های بازنشستگی، تبعات مالی متعددی داشته است که مهمترین آنها عبارت بودند از: ۱- هزینه‌بر بودن اصلاحات ساختاری و مالی شرکت‌ها؛ ۲- تامین نقدینگی برای پرداخت حقوق کارکنان و طلب طلبکاران شرکت‌ها و ۳- تامین مالی پروژه‌های در اختیار این شرکت‌ها که البته همه این موارد موجب تحمیل بار مالی سنگینی به صندوق‌های بازنشستگی شده‌اند (معاونت اقتصادی و برنامه‌ریزی سازمان تامین اجتماعی، ۱۳۹۲: ۴۶). در مورد سایر شرکت‌ها (با فرض اینکه در زمان واگذاری زیان‌ده نبوده‌اند)، مهمترین آسیب، آن بود که بیشتر آنها در موضوعاتی فعالیت داشته‌اند که صندوق‌های تملک‌کننده، هیچ تخصصی در آن نداشته‌اند؛ به‌عنوان مثال، از جمله شرکت‌هایی که در ازای بدهی دولت به سازمان تامین اجتماعی، تملک شد، شرکت‌های هواپیمایی بوده است؛ حال آنکه، بر عهده گرفتن مدیریت شرکت‌های تخصصی، توسط نهادهای غیرمتخصص، صرفنظر از اینکه موجب تضعیف شرکت می‌شود، موجب صرف توان زیادی از سوی نهاد اداره‌کننده آن خواهد شد.

۲-۲. محدودیت بازار سرمایه

سرمایه‌گذاری مطلوب، مستلزم کارایی بازار سرمایه می‌باشد؛ یعنی در بازار، امکان به کارگرفته شدن سرمایه‌های موجود در زمینه‌های مختلف به بهترین شکل ممکن وجود داشته و تنوع سرمایه‌گذاری‌ها امکان‌پذیر باشد؛ زیرا هر چه بسترهای سرمایه‌گذاری، محدودتر باشد گزینه‌های سرمایه‌گذاری نیز کاهش می‌یابد؛ در نتیجه، سرمایه‌گذار ناچار خواهد بود به سرمایه‌گذاری در زمینه‌های محدود اکتفا نماید.

به‌زعم بیشتر صاحب‌نظران اقتصادی، بازار سرمایه در ایران، کم‌عمق بوده و از تنوع کافی برای سرمایه‌گذاری برخوردار نیست (احمدزاده و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۲-۱۳). از آنجایی که ناکارایی بازار سرمایه، ممکن است به‌طور کوتاه‌مدت و یا بلندمدت در هر نظام اقتصادی بروز پیدا کند، بیشتر دولت‌ها برای کاهش آسیب ناشی از چنین وضعیتی به سرمایه‌گذاران، اجازه سرمایه‌گذاری خارجی می‌دهند تا با متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری، ریسک‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. به همین جهت، امروزه در بسیاری از کشورهای در حال 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 می‌نمایند. البته بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته نیز از سرمایه‌گذاری خارجی به‌عنوان فرصتی برای متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند؛ زیرا همچنان که برخی از صاحب‌نظران تامین اجتماعی بیان داشته‌اند، تنوع بخشیدن به سرمایه‌گذاری تامین اجتماعی با دارایی‌های مالی بین‌المللی حتی اگر تغییری در بازده به وجود نیارد، مخاطرات را تقریباً به نصف، کاهش می‌دهد (هالزمن، ۱۳۸۰: ۱۰۱). در همین راستا، بیشتر صندوق‌های بازنشستگی اروپا مبادرت به سرمایه‌گذاری خارجی در آمریکا و کشورهای اروپایی دیگر نموده‌اند؛ به‌عنوان مثال، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ از جمله صندوق‌هایی است که از سال ۱۹۹۸، اجازه دارد میزان قابل توجهی از پرتفوی خود را در بازارهای بین‌المللی بورس سرمایه‌گذاری نماید. همچنین صندوق‌های بازنشستگی برخی کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی در سال‌های اخیر بیش از پنجاه درصد سرمایه‌گذاری‌های خود را به سرمایه‌گذاری خارجی، اختصاص داده‌اند (OECD, 2015: 26). حال آنکه سرمایه‌گذاری خارجی در رویه صندوق‌های بازنشستگی ایران با وجود

محدودیت بازار سرمایه در ایران، مشاهده نمی‌شود. این موضوع علت‌های متعددی دارد؛ نخستین دلیل که معمولاً در بیشتر کشورهای مخالف با سرمایه‌گذاری خارجی قابل مشاهده می‌باشد، آن است که سرمایه‌گذاری در خارج از مرزهای یک کشور، خطرات مربوط به تبدیل ارز و پرهزینه بودن آن را به دنبال دارد. علاوه بر این، کشورها بویژه کشورهای در حال توسعه، معمولاً با خروج سرمایه از کشور چندان موافق نیستند؛ زیرا این امر موجب کم-عمق‌تر شدن بازار سرمایه داخلی آنها می‌شود (World Bank, 2000: 3). علت دیگر آن است که سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی ایران با مشکلاتی چون محدودیت بازگشایی حساب بانکی در بانک‌های بین‌المللی و نقل و انتقال سرمایه، عدم همکاری موسسات بین‌المللی حسابرسی با سرمایه‌گذاران ایرانی، مسدود نمودن دارایی‌های ایران در برخی کشورها به دلایل سیاسی مواجه است (موسسه سیاست‌پژوهی صندوق بازنشستگی کشوری، ۱۳۹۵: ۵۵-۵۶). این وضعیت با توجه به آنکه موجب محدودیت زمینه‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی شده است در کنار مخاطرات ناشی از شرایط اقتصادی ایران، خطرات متعددی را متوجه این نهادهای مالی نموده است؛ زیرا امکان متنوع ساختن سبد سرمایه‌گذاری را کاهش داده است که در نتیجه آن، صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران (در اثر شرایط مذکور)، از گزینه‌های محدود، به ناچار تملک سهام شرکت‌های سهامی ایرانی (شرکت‌داری) را انتخاب نموده‌اند (عبده تبریزی، ۱۳۹۵: ۳۰-۳۱).

۲-۳. سودآوری بنگاه‌داری

اگرچه برخی صندوق‌های بازنشستگی از تملیک شدن سهام شرکت‌های دولتی به آنها در ازای مطالبات در سال‌های نخست این اقدام، شکوه نموده‌اند؛ اما در سال‌های بعد، خود به تملک گسترده سهام شرکت‌ها گرایش فراوانی یافتند. یکی از علت‌های این موضوع، تصور سودآور بودن سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها بوده است. نگاه به وضعیت صندوق‌های بازنشستگی در برخی از مقاطع زمانی، موید سودآور بودن تملک سهام است؛ به‌عنوان مثال، در مورد صندوق تامین اجتماعی، در بیشتر سال‌های دو دهه اخیر، بازدهی (سود به علاوه ارزش افزوده) سرمایه‌گذاری در مقایسه با بازدهی کل سرمایه‌گذاری کشور بیشتر بوده است (کریمی، ۱۳۹۰: ۳۷). برخی از حقوق‌دانان در توجیه توجه به سودآوری بیان داشته‌اند: اگرچه،

مدیریت برنامه‌های تامین اجتماعی (که هدف آن تحقق عدالت اجتماعی است)، جزء اعمال حاکمیت دولت می‌باشد اما اداره و جوه و درآمدهای بیمه‌ای صندوق‌های بازنشستگی، عمل حاکمیت نیست و این قبیل امور صرفاً جنبه اعمال تصدی دارد؛ در نتیجه، صندوق می‌تواند و موظف است که جوه و دارایی‌های خود را در جهت کسب حداکثر سود، موافق با شرایط بازار در اموری که بیشترین بازده را دارد، مصرف کند (نصیری، ۱۳۸۲: ۱۴۹-۱۵۳).

حال، سوال این است با توجه به آنکه بیشتر صندوق‌های بازنشستگی ایران در بحران مالی شدیدی به سر می‌برند و سرمایه‌گذاری سودآور می‌تواند موجب رهایی آنها از این بحران شود چرا بنگاه‌داری صندوق‌ها با وجود سودآوری، در حقوق ایران با محدودیت‌هایی مواجه است؟

در پاسخ به این سوال، چند علت می‌توان بیان نمود: نخست آنکه، امروزه به موجب اسناد بین‌المللی، سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در راستای حفظ حقوق بیمه‌شدگان از اصولی تبعیت می‌کند. یکی از این اصول، توجه همزمان به دو مقوله امنیت و سودآوری است. این موضوع در دستورالعمل سرمایه‌گذاری صندوق‌های تامین اجتماعی (مصوب ۲۰۱۳ اتحادیه بین‌المللی تامین اجتماعی)، مورد توجه قرار گرفته است. بر اساس این سند بین‌المللی، مدیریت عالی صندوق، مسوولیت آن را بر عهده دارد که اطمینان حاصل کند دارایی‌های صندوق بر اساس اصل سودآوری و امنیت، سرمایه‌گذاری شده‌اند (ISSA, 2017, 2-3).

به‌زعم اقتصاددانان، معمولاً میان سودآوری و امنیت سرمایه‌گذاری رابطه معکوس وجود دارد؛ یعنی، گرایش صندوق به سمت سرمایه‌گذاری در زمینه‌های بسیار سودآور، در مقابل، پرریسک بوده و امنیت سرمایه را به خطر می‌اندازد؛ بنابراین، سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها اگرچه سودآور است اما جزء سرمایه‌گذاری‌های پرریسک محسوب می‌شود؛ به همین دلیل، امروزه در بسیاری از کشورهای اروپایی، بیشترین محدودیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق در زمینه سهام و اوراق بهادار شرکت است (World Bank, 2000: 1-2)؛ به‌عنوان مثال در حقوق انگلستان، خریدن سهام توسط صندوق، منوط به شرایطی چون اخذ مشورت از مشاور مالی ناظر^۱ و ارزیابی حرفه‌ای سهام است؛ یعنی علاوه بر ارزیابی و ارزش‌گذاری حرفه‌ای، لازم است تا حسابرس صندوق به‌طور کتبی تایید نماید سرمایه‌گذاری به عقیده وی

1 . Regulated Financial Adviser.

مناسب می‌باشد.^۱ علاوه بر این، در این کشور صندوق‌های بازنشستگی به‌عنوان بزرگترین مشتریان بازار سرمایه در سال ۲۰۱۴ (که ۳۸ درصد سرمایه موجود در بازار سرمایه را در اختیار داشته‌اند)، کمتر از ۵۰ درصد از دارایی خود را به سهام عادی شرکت، اختصاص داده‌اند (Meade, & Others, 2015: 9-11). کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی نیز از سال ۲۰۰۰ میلادی تاکنون، سهام عادی شرکت را از سبد سرمایه‌گذاری خود کم کرده‌اند؛ به‌عنوان مثال در حالی که در سال ۲۰۰۰، میانگین سهام عادی شرکت در سبد سرمایه‌گذاری آنها ۵۷ درصد بوده است این میزان در سال ۲۰۱۱ به ۴۹ درصد کاهش یافت. در مقابل، سهم اوراق بهادار (به جز سهام شرکت)، وام‌دهی و سپرده‌گذاری نزد بانک، اموال غیرمنقول و غیره در سبد سرمایه‌گذاری آنها افزایش یافت (Çelik, & Isaksson, 2014: 99).

با توجه به آنچه بیان شد می‌توان گفت سرمایه‌گذار باید بتواند میان امنیت و سودآوری همواره یک تعادل و توازن منطقی برقرار نماید؛ زیرا تضمین بقای دارایی‌های سرمایه‌گذار و حفظ ارزش آن در گرو رعایت این موضوع است. به همین دلیل، صندوق‌های بازنشستگی همواره باید به ریسک‌های غیرقابل پیش‌بینی ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها توجه داشته و مبادرت به شناختن طیفی از پیامدهای منفی بالقوه در یک آینده نامعلوم نمایند و ارزیابی‌های آینده‌نگرانه از شرایط بازار و انواع دارایی‌های خود داشته باشند (Dibartolomeo, 2012: 2-3). به منظور پرهیز از ریسک‌های نابجا، صندوق‌های بازنشستگی (بویژه در کشورهای دارای نرخ‌های بهره پایین و بازارهای متلاطم)، باید سبد سرمایه‌گذاری خود را متنوع کنند (Inderst, 2014: 40). رویه تنوع‌بخشی^۲ به سبد سرمایه‌گذاری در میان صندوق‌های بازنشستگی فعال در انگلستان قابل مشاهده است. در نظام تامین اجتماعی این کشور، راهبرد انتخاب تخصیص سرمایه (یا زمینه‌ای که دارایی صندوق بازنشستگی باید در آن سرمایه‌گذاری شود)، طوری طراحی می‌شود تا تضمین نماید سرمایه‌گذاری‌های صندوق به اندازه کافی متنوع و دارای قابلیت نقدشوندگی باشند (Investment Committee Report, 2015: 10).

دوم آنکه، صندوق‌های بازنشستگی در دوران رشد خود (یعنی از زمان تشکیل تا زمان پرداخت نخستین مستمری‌های بازنشستگی) بیشتر، دریافت‌کننده بوده و مستمری‌بگیر چندانی

1. Noted for Guidance on Pension Scheme Investment in Unquoted Shares in UK, 2008: 2-6.
2. Diversification.

ندارند؛ در نتیجه، نیاز چندانی به نقدینگی نخواهند داشت. معمولاً در این سال‌ها صندوق‌ها در زمینه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که سررسید بلندمدت و سود بیشتری دارد؛ اما هنگامی که صندوق‌ها به مرحله بلوغ می‌رسند به دلیل تعهد فوری به پرداخت مستمری بازنشستگی، نیاز آنها به نقدینگی بیشتر می‌شود؛ در نتیجه باید سرمایه‌گذاری خود را بیشتر در زمینه‌هایی متمرکز نمایند که امکان نقدشوندگی سریع‌تر برای آنها وجود داشته باشد. به همین جهت، صندوق‌ها با توجه به اینکه در (یا نزدیک به) کدامیک از این دو مرحله باشند، بین گزینه سرمایه‌گذاری دارای قابلیت نقدشوندگی دیرتر و سود بیشتر و گزینه سرمایه‌گذاری دارای قابلیت نقدشوندگی زودتر و سود کمتر، یکی را انتخاب می‌کنند (Franzen, 2010: 15).

با توجه به اینکه صندوق‌های بازنشستگی ایران در دوران بلوغ بسر می‌برند رعایت این قاعده در مورد آنها الزامی است؛ اما در عمل بناگاه‌داری (شرکت‌داری) کنونی صندوق‌های بالغ، این قاعده را نقض می‌نماید؛ زیرا شرکت‌داری، یک سرمایه‌گذاری بلندمدت بوده و دلالت بر عدم قابلیت نقدشوندگی فوری و آسان دارد؛ یعنی به‌عنوان مثال، زمانی که صندوق یک شرکت معدنی را تملک می‌کند ناچار است حجم عظیمی از سرمایه خود را در آن متمرکز نماید بدون آنکه بتواند در هر زمان که اراده نمود (با فروش سهام) به آسانی از آن خارج شود. عدم قابلیت نقدشوندگی فوری، صرف‌نظر از اینکه صندوق را از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب‌تر (که هر لحظه در آینده ممکن است شرایط آن فراهم شود)، محروم می‌نماید، ممکن است منجر به عدم ایفای کامل تعهدات صندوق در مقابل بیمه‌شدگان شده، در نتیجه موجب عدم تحقق اصول کفایت و جامعیت شود. حال آنکه فلسفه وجودی صندوق‌های بازنشستگی، تامین شرایط زندگانی حداقل و حمایت از بازنشستگان در مقابل انواع خطرات اجتماعی و اقتصادی بوده و این امر در گرو کفایت مزایای بازنشستگی و عدالت در برقراری مستمری‌ها می‌باشد (کرباسیان، ۱۳۸۴: ۵۱).

به همین دلیل است که امروزه در بیشتر نظام‌های تامین اجتماعی، در سرمایه‌گذاری‌ها تضمین حقوق بیمه‌شدگان در اولویت قرار می‌گیرد؛ به‌عنوان مثال در حقوق انگلستان، کمیته‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی تضمین می‌کنند دارایی‌های صندوق و حق بیمه‌های آینده، به شیوه‌ای سرمایه‌گذاری شوند که مزایای شایسته به اعضای صندوق یا ذینفعان، آن گونه که آنها توقع داشته‌اند، پرداخت شود (Report; Investment Committee)

سوم آنکه، در خصوص بحران مالی صندوق‌های بازنشستگی ایران و استفاده از شرکت‌داری به‌عنوان سرمایه‌گذاری سودآور، برای رهایی از آن می‌توان گفت، نسبت به سوددهی مستمر سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها تردید وارد شده است؛ زیرا با توجه به کم‌ثباتی نظام اقتصادی ایران، سودآوری سهام شرکت‌ها در برخی از دوره‌های زمانی، حتی از سود سپرده بانکی نیز کمتر بوده است (ریاضی، ۱۳۹۴: ۳۰-۳۳). علاوه بر این باید افزود بحران مالی ممکن است در هر زمانی، ارزش دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی را بشدت تحت تاثیر قرار دهد. زمانی که صندوق‌های بازنشستگی تحت فشار قرار گرفته یا دچار بحران شده‌اند، کشورها ممکن است واکنش‌های متفاوتی نسبت به آنها نشان دهند؛ برای مقابله با بحران، از تغییر رویه ناگهانی در پاسخ به شرایط فوری باید اجتناب شود؛ زیرا نظام‌های بازنشستگی برای عمل کردن برای یک دوره زمانی بلندمدت طراحی می‌شوند. پاسخ‌های طراحی شده کوتاه مدت (به‌طور جزئی) برای وقایع کوتاه مدت، ممکن است به‌طور بالقوه آثار منفی بلندمدت بر ظرفیت نظام بازنشستگی از نظر کسب درآمد بازنشستگی به دنبال داشته باشد. در مواجهه با آثار بحران باید به دنبال تدابیر موقت ضروری بود نه تغییرات ساختاری در رویه سرمایه‌گذاری‌ها (Dorfman & Others, 2008: 1-3). از آنجایی که توجه یک بعدی به سودآوری برای رهایی از بحران مالی، پاسخ فوری به مشکلات مالی و در نتیجه، نادیده گرفتن ماهیت بلندمدت تعهدات صندوق‌هاست، می‌توان بنگاه‌داری را که به دنبال دستیابی به سود حداکثری است، از این حیث نیز به‌عنوان یک آسیب‌شناسایی نمود.

با توجه به آسیب‌های بیان شده برای شرکت‌داری، امروزه بسیاری از نهادهای مالی وارد شرکت‌داری نمی‌شوند و فقط به‌صورت منفعل، سبد سهام خود را مدیریت می‌کنند و به محض مشاهده ضعف در عملکرد شرکت‌ها سرمایه خود را به بازارهای دیگر منتقل می‌کنند. به‌منظور اجتناب از این آسیب‌ها، در بسیاری از کشورهای جهان، صندوق‌های بازنشستگی نمی‌توانند بیش از مقدار مشخصی از سهام هر شرکت را خریداری کنند و از این طریق در عمل مالکیت آن شرکت را به دست گیرند؛ به‌عنوان مثال در کشور نروژ اگرچه صندوق بازنشستگی دولتی نروژ در سال‌های اخیر بیش از ۶۰ درصد سبد سرمایه‌گذاری خود را به سهام شرکت‌ها اختصاص داده و در حال حاضر در سهام بیش از ۸۰۰۰ شرکت در بیش از ۷۰

کشور جهان سرمایه‌گذاری کرده است، اما این صندوق در هر شرکت بوسیله فقط به اندازه ۱۰ درصد می‌تواند سهامدار باشد (Dahlquist & Arne Ø., 2018: 14-19).

در کشور سوئد نیز در سال‌های اخیر کمتر از ۲۰ درصد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ملی این کشور به سهام شرکت‌ها اختصاص یافته است و به موجب قانون صندوق‌های بیمه بازنشستگی ملی (مصوب سال ۲۰۰۰)، صندوق‌ها نمی‌توانند آن میزان از سهام یک شرکت را تملک نمایند که در یک شرکت تجاری خاص، بیش از ۱۰ درصد حق رای داشته باشند (OECD, 2015: 15)؛ در نتیجه، در این کشورها میزان تملک سهام توسط صندوق‌ها در یک شرکت به اندازه‌ای نیست که بناگاه‌داری صندوق‌ها محقق شود.

نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی به منظور حفظ تعادل میان منابع و مصارف آنها، در بیشتر کشورهای جهان به شیوه‌های مختلف صورت می‌گیرد که مهمترین آنها تملک سهام شرکت‌های تجاری است. افراط در این نوع سرمایه‌گذاری، ممکن است صندوق‌های بازنشستگی را به سمت بناگاه‌داری سوق دهند که از نظر بسیاری از محققان، برای صندوق‌ها امری نامطلوب به شمار می‌آید؛ چراکه صندوق‌های بازنشستگی را همچون بناگاه‌های اقتصادی صرف با هدف کسب سود بیشتر، بشدت درگیر فعالیت‌های اقتصادی نموده و کم‌توجهی آنها به حقوق مستمری‌بگیران را به دنبال دارد. امروزه، بیشتر صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران با تملک گسترده سهام شرکت‌ها بناگاه‌داری می‌کنند. اگرچه بناگاه‌داری در برخی مقاطع زمانی، فعالیت سودمند بوده و می‌تواند به برخی از مشکلات مالی صندوق‌های بازنشستگی پایان دهد اما با توجه به بی‌ثباتی نظام اقتصادی ایران نه تنها نمی‌توان آن را همواره به عنوان فعالیت سودمند دانست بلکه این فعالیت در برخی موارد آسیب‌هایی به همراه دارد که در این مقاله مورد بررسی قرار گرفته‌اند. با توجه به آسیب‌ها و مشکلات بیان شده، برای خروج صندوق‌های بازنشستگی از بناگاه‌داری، چند راهکار می‌توان پیشنهاد نمود: نخست آنکه، باید از طریق تمهیدات قانونی، همانند آنچه در کشورهای توسعه‌یافته مانند نروژ شاهد آن هستیم در خصوص میزان تملک سهام شرکت‌ها سقف تعیین شود تا صندوق‌های بازنشستگی نتوانند از طریق تملک گسترده سهام شرکت‌ها به بناگاه‌داری بپردازند. دوم آنکه، لازم است مالکیت

شرکت از مدیریت آن جدا شود؛ یعنی اگر صندوق، مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت را بر عهده دارد مدیریت آن شرکت به بخش خصوصی واگذار شود. اگرچه مقنن ایرانی شیوه به کارگیری اندوخته‌های صندوق‌ها را مشخص نکرده و آن را بر عهده صندوق‌ها نهاده است اما به نظر می‌رسد صندوق‌ها با عقد مضاربه می‌توانند تصدی‌گری‌های خود را کاهش دهند؛ به طوری که در آن، مضارب (صندوق) فقط وظیفه تامین سرمایه و طرف دیگر عقد، یعنی عامل وظیفه انجام فعالیت اقتصادی را بر عهده گیرد. سومین راهکار قابل پیشنهاد برای خروج از بنگاه‌داری و تبدیل شدن به سهامدار صرف، آن است که شرکت‌ها بتدریج در یک برنامه زمانی واگذار شوند و صندوق‌ها نیز صرفاً برای تامین درآمدهای مستمر به‌عنوان سهامدار در این شرکت‌ها باقی می‌مانند؛ به‌عنوان مثال اگر یک صندوق یک‌صد شرکت داشته باشد که بیش از ۵۰ درصد از سهام آنها را در اختیار دارد صندوق می‌تواند سهام خود را در این شرکت‌ها به زیر ۲۰ درصد برساند و با منابع حاصله از این واگذاری در چند شرکت دیگر سهامدار عادی شود. بر این اساس، صندوق، تعداد شرکت‌هایی که در آن سهامدار بوده را اضافه می‌کند اما تعداد سهام در هر شرکت را به میزانی کاهش می‌دهد که امکان مدیریت نداشته باشد. در واقع با توجه به محدودیت بازار اقتصادی ایران و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری خارجی، صندوق باید گزینه سهامداری خود را متنوع نماید. در این حالت، صندوق می‌تواند در هر کدام از شرکت‌ها که در آن امکان نزول در منافع وجود داشته باشد سهام آن را بلافاصله واگذار نماید و در شرکت‌های دیگر و سهام بازارهای نوظهور مبادرت به سرمایه‌گذاری نماید.

منابع

الف- فارسی

کتاب‌ها

- سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، (۱۳۹۴)، *سند تفصیلی برنامه ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران*، چاپ نخست، تهران: سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور.
- طوسی، عباس، (۱۳۹۳)، *تحلیل اقتصادی حقوق شرکت‌ها*، چاپ نخست، تهران: شهردانش.
- کرباسیان، مهدی، (۱۳۸۴)، *تامین اجتماعی و بازنشستگی در ایران*، چاپ نخست، تهران: شرکت سهامی انتشار
- نصیری، مرتضی، (۱۳۸۲)، *مبانی حقوقی تامین اجتماعی در ایران*، چاپ نخست، تهران: موسسه عالی پژوهش تامین اجتماعی.
- نعیمی، عمران و پرتو، حمیدرضا، (۱۳۹۴)، *حقوق تامین اجتماعی با تاکید بر حوزه بیمه‌ای*، چاپ دوم، تهران: سمت.
- موسسه سیاست‌پژوهی صندوق بازنشستگی کشوری، (۱۳۹۵)، *مدیریت اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی؛ رهیافت‌هایی از تجارب جهانی*، چاپ نخست، تهران: آهنگ آتیه.

مقاله‌ها

- احمدزاده، عزیز و همکاران، (۱۳۹۳)، «تحلیلی بر روش‌های ارزیابی کارایی بازار سرمایه در ایران»، *فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، دوره ۵، شماره ۱۷.
- ریاضی، محسن، (۱۳۹۴)، «پله پله تا سرمایه‌گذاری»، *ماهنامه قلمرو رفاه*، دوره اول، شماره ۶.
- سلامی، غلامرضا، (۱۳۸۹)، «آداب گذار؛ بناگاه‌داری تا سهام‌داری»، *ماهنامه توسعه مدیریت*، شماره ۷۹.
- سید احمدی سجادی، سیدعلی، (۱۳۸۸)، «نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی»، *فصلنامه حقوق*، دوره ۳۹، شماره ۴.
- عبده تبریزی، حسین، (۱۳۹۵)، «تاثیر مقررات‌زدایی بر صندوق‌های بازنشستگی»، *ماهنامه قلمرو رفاه*، شماره ۱۵.

- کاویانی، کوروش، (۱۳۸۴)، «تحلیل حقوقی واگذاری بیمه اجتماعی به بخش خصوصی»، فصلنامه تامین اجتماعی، شماره ۲۳.
- نصیری اقدم، علی و فاتحی زاده، محسن، (۱۳۹۰)، «سهم بخش خصوصی و بخش عمومی از واگذاری شرکت های دولتی»، فصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۶.
- نیلی، فرهاد، (۱۳۹۴)، «راز بنگاه داری بانک ها»، فصلنامه تازه های اقتصاد، دوره یازدهم، شماره ۱۴۴.
- هالزمن، رابرت، (۱۳۸۰)، «رویکرد بانک جهانی در مورد اصلاح نظام بازنشستگی»، ترجمه: محمدرضا صالح پور، فصلنامه تامین اجتماعی، دوره سوم، شماره ۸.

گزارش های کارشناسی

- سازمان تامین اجتماعی، (۱۳۹۲)، گزارش بدهی های دولت به صندوق تامین اجتماعی، تهران: معاونت اقتصادی و برنامه ریزی.
- کریمی، مظفر، (۱۳۹۰)، تنظیم فعالیت های اقتصادی صندوق های بازنشستگی در راستای قانون اجرای سیاست های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی، تهران: مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی.
- نصیری اقدم، علی، (۱۳۹۰)، «در لزوم توقف شرکت داری توسط نهادهای مالی»، بولتن تخصصی اقتصاد ایران، تهران: مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی.

ب- انگلیسی

Books

- Dahlquist, Magnus & Arne Ødegaard, Bernt, (2018), *A Review of Norges Bank's Active Management of the Government Pension Fund Global*, University of Stavanger.
- Davis, E. Philip, (2000), *Pension Funds, Financial Intermediation and the New Financial Fandscape*, Published in: *Finanzmärkte im Umbruch*, Berlin.
- ISSA, (2017), *ISSA Guidelines for Investment of Social Security Funds*, Geneva.
- Hormazábal D., Soledad, (2010), *Corporate Governance and Pension Fund Administrators: The Chilean Case*, Economic Research Department (N° 10/06).

- Franzen, Dorothee, (2010), *Managing Investment Risk in Defined Benefit Pension Funds*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 38, UK Oxford University.

- OECD, (2015), *Pension Markets in Focus*, published by Secretary-General of the OECD, Paris.

Articles

- Çelik, Serdar & Isaksson, Mats, (2014), "Institutional Investors and Ownership Engagement", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2013, No. 2.

- Dibartolomeo, Dan, (2012), "The Ten Fundamentals of Pension Fund Risk Management", Northfield Research, Vol. 23, No. 8.

- Dorfman, Mark et al, (2008), "The Financial Crisis and Mandatory Pension Systems in Developing Countries", *World Bank – Human Development Network*.

- Inderst, G., (2014), "Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada", *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 7, Issue 1.

- Meade, Ruth & Others, (2015), "Asset Management in the UK 2014-2015", *The Investment Association Annual Survey*, London, Vol. 11, No 5.

- World Bank, (2000), "Portfolio Limits: Pension Investment Restrictions Compromise Fund Performance", *World Bank Pension Reform Primer*.

- World Bank, (2016), "Corporate Governance", The Corporate Governance Group, available at: http://www.worldbank.org/en/topic/financial_market_integrity/brief/corporate-governance, (11/09/2018).

- World Bank, (2000), "Portfolio Limits: Pension Investment Restrictions Compromise Fund Performance", *World Bank Pension Reform Primer*.

Others

- Investment Committee Report, Pension Fund Statement of Investment Principles, London, 2015.

- Noted for Guidance on Pension Scheme Investment in Unquoted Shares (in UK), London, 2008.



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی