

به نام خدا

تنظیم فعالیتهای اقتصادی  
صندوقهای بازنشستگی در راستای قانون  
اجرای سیاستهای کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی

فهرست مطالب

۱	چکیده
۲	مقدمه
۴	۱. مبانی نظری
۲۱	۲. سرمایه‌گذاری صندوقهای بازنشستگی در ایران
۳۶	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۴۰	پیشنهادها
۴۳	منابع و مأخذ



## تنظیم فعالیت‌های اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در راستای قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی

### چکیده

بر مبنای ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی، مؤسسات عمومی غیردولتی موضوع ماده (۵) قانون محاسبات عمومی حق مالکیت مستقیم یا غیرمستقیم مجموعاً حداکثر تا ۴۰ درصد سهم بازار هر کالا یا خدمت را دارند. با توجه به فهرست قانونی مؤسسات عمومی غیردولتی، بسیاری از نهادهای عمومی و شبه‌دولتی فعال در بازار سرمایه مشمول این ماده نیستند و تعدادی از مؤسسات مشمول این ماده نیز اصولاً فعالیت اقتصادی ندارند. در واقع، آثار اجرایی این ماده قانونی عملاً متوجه سازمان تأمین اجتماعی است. از سوی دیگر، به موجب بند «الف» ماده (۲۶) قانون برنامه پنجم توسعه صندوق‌های بازنشستگی از هرگونه بنگاهداری جدید منع شده و مکلف شده‌اند موارد قبلی را نیز طی یک برنامه زمانبندی شده واگذار کنند.

در این گزارش، ضمن تبیین مبانی و الزامات سرمایه‌گذاری ذخایر صندوق‌های بازنشستگی و قواعد حاکم بر آن، وضعیت سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی و صندوق بازنشستگی کشوری بررسی شده است. نتایج این مطالعه بیانگر این است که



سرمایه‌گذاری ذخایر صندوق‌های بازنشستگی جزء وظایف ذاتی آنهاست که به‌منظور تضمین تعهدات آنها در برابر بیمه‌شدگان و کاهش وابستگی آنها به بودجه دولت، باید با لحاظ دو شرط «امنیت» و «سودآوری» ادامه یابد. قواعد و مقررات حاکم بر این سرمایه‌گذاری‌ها در وهله نخست باید تضمین‌کننده امنیت و سودآوری این سرمایه‌ها باشد.

از سوی دیگر، از آنجا که اصلاحات انجام شده در برخی قوانین، آیین‌نامه‌ها و اساسنامه‌های مربوط به صندوق‌های بازنشستگی در چند سال اخیر موجب افزایش مداخله دولت و کاهش نقش تشکلهای اجتماعی و صنفی اعضای این صندوق‌ها شده است، لازم است سازوکارهای پاسخگویی این صندوق‌ها و نظارت دقیق‌تر بر فعالیت‌های اقتصادی آنها تقویت شود و از این رو، اصلاح برخی مواد قانونی از جمله ماده (۱۷) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری (و به تبع این مواد، اساسنامه صندوق‌ها) اصلاح شود.

### مقدمه

بر اساس ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی، مؤسسات عمومی غیردولتی و شرکت‌های تابعه و وابسته آنها حق مالکیت مستقیم و غیرمستقیم مجموعاً حداکثر تا ۴۰ درصد سهم بازار هر کالا یا خدمت را دارند. بر مبنای تبصره این ماده نیز، تأدیه بدهی‌های دولت به این مؤسسات، نهادها و شرکت‌ها از طریق واگذاری سهام موضوع این قانون با رعایت سقف‌های مقرر در این قانون مجاز است.

اما توجه به این نکته لازم است که عنوان «نهادهای و مؤسسات عمومی غیردولتی»



در قوانین موجود، طیف وسیعی از نهادها و مؤسسات را دربرمی‌گیرد که صرفاً ماهیت حقوقی آنها با هم شباهت دارد، ولی از نظر ماهیت و کارکرد اقتصادی (که موضوع این قانون است) با هم شباهت چندانی ندارند. مقایسه سازمان تأمین اجتماعی (که مأموریت ذاتی آن اجتماعی - اقتصادی است) با برخی از مؤسسات عمومی غیردولتی مانند جهاد دانشگاهی، سازمان دانش‌آموزی، بنیاد امور بیماری‌های خاص، شورای هماهنگی تبلیغات اسلامی و... مؤید این نکته است که این مؤسسات از نظر کارکرد اقتصادی با هم مشابه نیستند و نمی‌توان در مورد همه آنها از نظر نحوه واگذاری سهام بنگاه‌ها حکم واحدی صادر کرد.

علاوه بر این، برخی از نهادها و مؤسسات عمومی یا وابسته به دولت که طی سال‌های اخیر خریدار سهام بنگاه‌های واگذار شده بوده‌اند<sup>۱</sup> و حتی صندوق بازنشستگی کشوری، جزء فهرست نهادها و مؤسسات عمومی غیردولتی نیستند و در واقع مشمول محدودیت تعیین شده در قانون یاد شده نمی‌شوند.

بنابراین، به نظر می‌رسد محدودیت ماده قانونی یاد شده صرفاً متوجه سازمان تأمین اجتماعی (و شرکت‌های تابعه آن) است که در زمان وضع قانون نقش تعیین‌کننده‌ای در بازار سهام داشته و سهم آن از بازار بورس حدود ۱۶ درصد بوده است،<sup>۲</sup> اما از آنجا که درباره نقش سازنده یا بازدارنده این سازمان و سایر صندوق‌های بازنشستگی در بازار سهام دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد، این موضوع باید مورد

۱. از قبیل بنیاد تعاون سپاه پاسداران، شرکت سرمایه‌گذاری مهر اقتصاد ایرانیان (وابسته به مؤسسه مالی و اعتباری مهر) و... .

۲. علی فلاح زیارانی، ابزارها و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، فصلنامه تأمین اجتماعی،

ش ۱۷، تابستان ۱۳۸۳.



بررسی بیشتری قرار گیرد و تا حد امکان به پرسش‌های زیر پاسخ داده شود:

- الزامات سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی از سوی صندوق‌های بازنشستگی چیست؟
- نحوه تنظیم رفتار اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در سایر کشورها چگونه است؟
- قواعد حاکم بر فعالیت اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در ایران چیست؟
- برای تنظیم رفتار اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی - با حفظ سودآوری آنها

در عین رعایت حقوق بخش خصوصی - چه باید کرد؟

این مطالعه بر آن است که ضمن یافتن پاسخ برای این پرسش‌ها، در حد ممکن راهکارهایی را برای اصلاح قوانین در جهت کاهش مشکلات موجود پیشنهاد کند. در این گزارش، ضمن تبیین مبانی نظری و الزامات سرمایه‌گذاری ذخایر در صندوق‌های بازنشستگی و همچنین قواعد حاکم بر این نوع فعالیت‌ها، وضعیت فعالیت‌های اقتصادی سازمان تأمین اجتماعی و صندوق بازنشستگی کشوری (به‌عنوان دو صندوق بیمه‌ای فعال در بازار سرمایه) مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

## ۱. مبانی نظری

### ۱-۱. مبانی تأمین مالی در صندوق‌های بازنشستگی

صندوق‌های بازنشستگی (مستمری) از نظر منابع مالی به حق بیمه متکی هستند، اما از نظر چگونگی بهره‌گیری از حق بیمه‌ها برای تأمین هزینه تعهداتشان، به روش‌های مختلفی عمل می‌کنند. روش‌های رایج جهانی در این مورد عبارتند از:

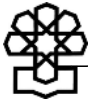


۱. سیستم‌های توازن درآمد با هزینه<sup>۱</sup> (بدون اندوخته): در این سیستم‌ها، کارگران نسل جاری بر مبنای درآمدشان حق بیمه می‌پردازند و این حق بیمه‌ها به مصرف مستمری بازنشستگان کنونی می‌رسد. به کارگران بیمه‌پرداز نیز از طرف دولت اطمینان داده می‌شود که هرگاه واجد شرایط شدند، از مستمری متناسب با طول دوره بیمه‌پردازی و حق بیمه‌ای که پرداخته‌اند، برخوردار خواهند شد. از آنجا که در این طرح‌ها سرمایه‌گذاری صورت نمی‌گیرد، کسری منابع تعهدات صندوق در قبال اعضا به تناسب نرخ تورم و تغییر شاخص‌های جمعیتی، از محل کمک‌های دولت یا افزایش نرخ حق بیمه تأمین می‌شود.

۲. سیستم‌های مبتنی بر اندوخته‌گذاری کامل:<sup>۲</sup> در این نوع سیستم‌ها، حق بیمه دریافت شده از کارگران سرمایه‌گذاری می‌شود و در پایان دوره بیمه‌پردازی (هنگامی که این کارگران واجد شرایط دریافت مستمری شوند) بر مبنای حق بیمه‌ای که پرداخته‌اند و سود حاصل از سرمایه‌گذاری این حق بیمه‌ها، مستمری آنان تعیین می‌شود.

۳. روش‌های مبتنی بر اندوخته‌گذاری جزئی:<sup>۳</sup> بین دو روش فوق راهبرد اندوخته‌گذاری جزئی قرار می‌گیرد. در این راهبرد، نرخ حق بیمه به گونه‌ای تعیین می‌شود که علاوه بر ایفای تعهدات جاری، بخشی از آن ذخیره و در مسیر سرمایه‌گذاری قرار گیرد. یک نمونه شاخص این نوع طرح‌ها، سیستم حق بیمه درجه‌بندی<sup>۴</sup> شده است. در این روش، نرخ حق بیمه برای یک دوره تعادلی معین (۱۰، ۱۵ یا ۲۰ ساله) به نحوی تعیین می‌شود که درآمد حق بیمه و سود ذخایر طرح برای

1. Pay as You Go Systems
2. Fully Funded Systems
3. Partial Funded Systems
4. Scaled Premium Systems



جبران مصارف آن دوره کفایت کند. در ابتدای دوره که هزینه‌های طرح کم است، نرخ حق بیمه نیز پایین‌تر است و با افزایش هزینه‌ها در طول زمان، نرخ حق بیمه هم افزایش می‌یابد.

صندوق‌های بازنشستگی در ایران عمدتاً از نظر تأمین مالی به روش «توازن درآمد با هزینه» طراحی شده‌اند. سازوکار تأمین منابع در این صندوق‌ها این‌گونه است که مزایای بازنشستگان نسل جاری از محل حق بیمه‌های شاغلان نسل جاری تأمین می‌شود و فرض بر این است که مزایای بازنشستگی شاغلان فعلی را شاغلان نسل بعدی تأمین خواهند کرد. بنابراین، ارتباط مستقیمی بین بازدهی اندوخته‌های هر بیمه شده با مزایایی که به او تعلق خواهد گرفت، وجود ندارد. با این وجود، از آنجا که اغلب صندوق‌ها مازاد ذخایر خود را سرمایه‌گذاری می‌کنند و سهم اندکی از منابع آنها (معمولاً کمتر از ۱۰ درصد) از محل سود سرمایه‌گذاری تأمین می‌شود، می‌توان آنها را با صندوق‌های مبتنی بر اندوخته‌گذاری جزئی مشابه دانست.

## ۲-۱. مبانی تعیین تعهدات صندوق‌های بازنشستگی

صندوق‌های بازنشستگی از نظر نحوه تعیین تعهداتشان در قبال بیمه‌شدگان، به شکل‌های زیر عمل می‌کنند:

۱. سیستم‌های مبتنی بر مزایای معین:<sup>۱</sup> در این سیستم‌ها، سطح معینی از مستمری‌ها (معمولاً متناسب با دستمزدهای زمان اشتغال فرد بیمه شده) از قبل برای همه بیمه‌شدگان واجد شرایط تعهد می‌شود، بدون آنکه ارتباط مستقیمی بین مقدار

1. Defined Benefit (DB)



حق بیمه هر فرد با میزان مستمری او برقرار باشد.

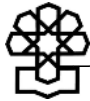
۲. سیستم‌های مبتنی بر حق بیمه معین<sup>۱</sup>: در این سیستم‌ها، حق بیمه از نظر فنی تعیین می‌شود، اما مقدار مستمری، از قبل تعهد نمی‌شود، بلکه مستمری قابل پرداخت به هر فرد در زمان واجد شرایط شدن، کاملاً به وجوهی که در حساب او اندوخته شده (شامل حق بیمه پرداخت شده و سود سرمایه‌گذاری)، بستگی دارد.

سیستم‌های مبتنی بر مزایای معین (DB)، عموماً از نوع توازن هزینه با درآمد هستند و سیستم‌های مبتنی بر حق بیمه معین (DC) معمولاً به روش اندوخته‌گذاری کامل عمل می‌کنند، اما این نیز ممکن است که یک سیستم از نوع مزایای معین به روش اندوخته‌گذاری عمل کند و نیز می‌توان ترکیبی مختلط از سیستم مبتنی بر حق بیمه معین و توازن درآمد با هزینه را در قالب یک سیستم مستمری اسمی (صوری) مشاهده کرد.<sup>۲</sup>

۳. روش حق بیمه معین صوری<sup>۳</sup>: این رویکرد در سال‌های اخیر به عنوان راهکاری مناسب جهت انتقال از نظام توازن درآمد با هزینه (مبتنی بر مزایای معین) به نظام اندوخته‌گذاری کامل (مبتنی بر حق بیمه معین) مورد توجه قرار گرفته است. در این روش حق بیمه‌ها بابت تأمین مستمری‌های جاری طرح هزینه می‌شوند، اما اعتبار این مبالغ در حساب‌های انفرادی اعضا حفظ می‌شود. تراز صوری این حساب‌ها به طور سالانه با توجه به یک شاخص مثل نرخ رشد دستمزدها، رشد داده می‌شود و هنگام بازنشستگی فرد، تراز صوری حساب‌ها به مستمری تبدیل می‌شود. این طرح‌ها بدون اندوخته هستند درحالی که مزایای آنها بر مبنای تراز صوری حساب‌های

1. Defined Contribution (DC)

3. Notional Defined Contribution (NDC)



انفرادی مانند طرح‌های مبتنی بر حق بیمه معین پرداخت می‌شود.

ماهیت صندوق‌های بازنشستگی در ایران از نظر رویکرد پرداخت مستمری‌ها، از نوع مزایای معین (DB) است زیرا به موجب قانون، مزایای آن برای مستمری‌بگیران متناسب با آخرین حقوق و مزایای مشمول کسر حق بیمه تعیین می‌شود و هر سال باید متناسب با نرخ تورم افزایش یابد. در واقع، تعهدات این صندوق‌ها در قبال بیمه‌شدگان ارتباطی به مبلغ پرداختی آنها و بازدهی اندوخته‌های صندوق ندارد.

### ۳-۱. الزامات سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی

صندوق‌های بازنشستگی برای یک دوره طولانی، حق بیمه‌هایی را از بیمه‌شدگان خود دریافت می‌کنند تا در زمان تحقق شرایط تعهد شده (وقوع خطرات)، مزایایی را به آنان پرداخت کنند. تداوم فعالیت این صندوق‌ها مشروط به این است که در بلندمدت تعادل بین منابع و مصارف این صندوق‌ها برقرار بماند. بسته به اینکه سازوکار عمل صندوق‌ها از کدام نوع (DB یا DC) باشد، عوامل اثرگذار بر منابع و مصارف آنها هم متفاوت خواهد بود. صندوق‌های بدون اندوخته‌گذاری، بیشتر تحت تأثیر عوامل اجتماعی و جمعیتی مانند امید به زندگی، نسبت سالمندی جمعیت، نرخ اشتغال و بیکاری و مانند آن قرار می‌گیرند. درحالی که در مورد صندوق‌های دارای اندوخته، عوامل اقتصادی مانند نرخ تورم، نرخ سود و بازدهی سرمایه‌گذاری اثر بیشتری دارد. به همان نسبت که هزینه‌های صندوق بازنشستگی در نتیجه عوامل یاد شده رو به افزایش است، این صندوق‌ها ناچارند که منابع مورد نیاز را تأمین و قدرت خرید اندوخته‌های خود را حفظ کنند. صندوق‌هایی که نتوانند بخشی از منابع خود را از



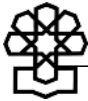
محل سود سرمایه‌گذاری تأمین کنند، ناچار خواهند بود برای برقرارسازی تعادل بین منابع و مصارف خود، نرخ حق بیمه‌ها را به‌طور مستمر افزایش دهند یا آنکه به‌طور فزاینده‌ای از کمک‌های دولتی استفاده کنند.<sup>۱</sup>

روشن است که هر دو راهبرد یاد شده برای نظام اقتصادی زیانبار است زیرا افزایش نرخ حق بیمه موجب افزایش هزینه‌های بخش خصوصی (کارفرمایان و کارگران) می‌شود و استفاده از کمک‌های دولتی نیز بازارهای سرمایه را از بخشی از منابع بالقوه‌اش که اعتبارات عمومی است، محروم می‌سازد. در مقابل، سرمایه‌گذاری ذخایر صندوق‌ها - علاوه بر تأمین بخشی از منابع مالی صندوق‌ها - می‌تواند فرصت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش دهد و به رونق اقتصادی کمک کند. از این رو، سرمایه‌گذاری ذخایر صندوق‌ها، مناسب‌ترین راهبرد برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود.

#### ۴-۱. تأثیر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی بر بازار سرمایه

صندوق‌هایی که از نوع بدون اندوخته (توازن درآمد با هزینه) هستند، اغلب مزایای پرداختی آنان معین بوده و به‌صورت دولتی اداره می‌شوند. در سال‌های آغازین فعالیت این صندوق‌ها که تعداد بازنشسته‌ها اندک است و مازاد منابع صندوق‌ها قابل توجه است، ظرفیت‌های بالایی برای سرمایه‌گذاری ذخایر در اختیار این

۱. محاسبات صندوق بازنشستگی نشان می‌دهد که در صورت اتخاذ رویکرد «افزایش نرخ حق بیمه» از سوی این صندوق، نرخ ۲۲/۵ درصدی حق بیمه باید در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ به ترتیب به ۴۲/۴، ۴۳/۴ و ۷۴/۸ درصد افزایش می‌یافت که در عمل چنین کاری ناممکن بوده و کسری آن از محل کمک‌های دولت جبران شده است (منبع: گزارش عملکرد چهارساله ۱۳۸۴-۱۳۸۷ سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۸).



صندوق‌هاست که در صورت بهره‌گیری مناسب از آن می‌تواند به رونق بازار سرمایه و رشد اقتصادی کمک کند.<sup>۱</sup>

اما به دلیل آنکه این نوع صندوق‌ها خود را مکلف به سرمایه‌گذاری نمی‌بینند و از سوی دیگر منابع مازاد آنها مورد بهره‌برداری سیاسی قرار می‌گیرد، از نخبه‌ها به خوبی استفاده نمی‌شود، بلکه به شکل‌های مختلف (تأمین کسری بودجه دولت، اعطای وام‌های حمایتی و تسهیلات تکلیفی، افزایش سخاوتمندانه مزایای بازنشستگان و...) مورد دست‌اندازی قرار می‌گیرد. در نتیجه، هنگامی که نسبت بازنشستگان صندوق به بیمه‌شدگان آن از حد تعادل فراتر رود، صندوق با نخستین علائم کسری بودجه روبرو خواهد شد.

در این شرایط که صندوق به مرحله بلوغ رسیده، نیاز به سرمایه‌گذاری برای تأمین کسری منابع احساس می‌شود، اما ممکن است منابع جاری صندوق برای سرمایه‌گذاری مؤثر کافی نباشد چون بخش عمده حق بیمه‌های دریافتی صرف پرداخت مزایا و تعهدات قانونی می‌شود. به بیان دیگر، صندوقی که به مرحله بلوغ رسیده، پتانسیلی برای تأثیرگذاری مثبت بر بازار سرمایه ندارد.

در صورت تداوم این وضع، صندوق بازنشستگی با کسری منابع روبرو می‌شود. در این صورت ناچار خواهد بود که با اصلاحات پارامتری (اصلاح شرایط پرداخت مزایا و تأمین منابع) وضعیت منابع و مصارف خود را بهبود بخشد و یا به کمک‌های دولتی متوسل شود. هنگامی که بخشی از تعهدات قانونی صندوق‌های

۱. مجتبی قاسمی، نگاهی به نقش سیستم‌های مستمری بر بازارهای مالی و توسعه اقتصادی، سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۸.



بازنشستگی از محل کمک‌های دولت تأمین می‌شود، در واقع این صندوق‌ها بازار سرمایه را از بخشی از منابع بالقوه‌اش محروم ساخته‌اند که به معنی اثرگذاری منفی بر بازار سرمایه است.<sup>۱</sup>

صندوق‌هایی که بر مبنای اندوخته‌گذاری عمل می‌کنند، از همان ابتدا ناچارند که منابع مورد نیاز برای پرداخت تعهدات قانونی خود را از محل سود سرمایه‌گذاری تأمین کنند. انتظار این است که این صندوق‌ها بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری را در بازار سرمایه جستجو کنند و از مزاد منابع سال‌های اول فعالیت صندوق به خوبی استفاده کنند و تداوم این کار در طول دوره فعالیت صندوق می‌تواند آثار مثبتی بر بازار سرمایه داشته باشد.

به شرط مناسب بودن شرایط اقتصادی و مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق، انتظار می‌رود که این‌گونه صندوق‌ها با رسیدن به مرحله بلوغ نیز با کسری منابع روبرو نشوند زیرا مزایای قابل پرداخت به افراد بازنشسته متناسب با ارزش روز ذخایر آنان محاسبه می‌شود. در مورد این‌گونه صندوق‌ها، تغییر شاخص‌های جمعیتی نیز اثر مستقیمی بر تعادل منابع و مصارف ندارد و تنها شرایط مناسب اقتصادی و مدیریت کارآمد می‌تواند موجب پایداری و تعادل منابع و مصارف صندوق شود.

## ۵-۱. قواعد حاکم بر رفتار اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی

در سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دو هدف عمده وجود دارد: اول امنیت سرمایه‌گذاری‌ها و دوم سودآوری آنها. توجه به امنیت سرمایه‌گذاری ایجاب می‌کند



که بازارهای سرمایه و طرح‌هایی که انتخاب می‌شوند، از نظر تضمین بازگشت اصل و سود سرمایه، بازدهی، کارایی، اثربخشی و قابلیت نقدشوندگی مورد ارزیابی قرار گیرند. در مقابل، تمرکز بر سودآوری مستلزم پذیرش مخاطرات (ریسک‌پذیری) و تنوع بازار 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.<sup>۱</sup>

هر صندوق بازنشستگی می‌تواند مدیریت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را به‌طور مستقیم برعهده گیرد یا آنکه مدیریت و نهاد مستقلی را برای انجام فعالیت‌ها ایجاد کند، اما در هر صورت، سودآور بودن سرمایه‌گذاری‌ها نیازمند استقرار ساختارهای مناسب اجرایی، گزارشگری و نظارتی است. دولت‌ها به‌طور معمول، استقرار مجموعه‌ای از پیش‌شرط‌های اساسی را برای استقرار ساختارهای یاد شده الزامی تلقی می‌کنند. موارد زیر از جمله اصول و الزاماتی است که سازمان بین‌المللی تأمین اجتماعی<sup>۲</sup> آن را برای صندوق‌ها بازنشستگی ضروری می‌داند:<sup>۳</sup>

- داشتن تصویری شفاف و روشن از مسئولیت‌ها،
- اختیارات هیئت‌مدیره (با کمترین مداخله یا نفوذ سیاسی در آن)،
- تعیین سازمان سرمایه‌گذار و مسئولیت‌های قانونی آن،
- سیاستگذاری مناسب در حوزه سرمایه‌گذاری،
- پاسخگو بودن هیئت‌مدیره و سازمان سرمایه‌گذار در برابر ذینفعان صندوق،
- تعیین ضوابط شایستگی برای عضویت در هیئت‌مدیره،

۱. طبیبه جلیلی، سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی: الزامات - تجارب جهانی، سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۸.

2. International Social Security Association (ISSA)

۳. طبیبه جلیلی، پیشین.



- الزام به مشورت مستمر با متخصصین سرمایه‌گذاری،
- رکن نظارتی (حسابرس) مستقل،
- الزامی بودن گزارش‌های دوره‌ای محاسبات بیمه‌ای،
- استقرار نظام گزارشگری،
- ضرورت انتشار اطلاعات برای آگاهی همگان،
- استقرار نظام جبران خسارت،
- و ...

در کنار این الزامات، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق باید از اصول مشخصی به این شرح پیروی کند:<sup>۱</sup>

۱. اتخاذ هدف‌های مشخص: شاید این امر در وهله اول بدیهی به نظر برسد، اما در مورد صندوق‌های بازنشستگی، که در معرض فشارهای مختلف و مواجهه با هدف‌های متعدد هستند، چنین نیست. ممکن است مطالبات اجتماعی - به خصوص از سوی بیمه‌شدگان و بازنشستگان عضو صندوق - نهاد سرمایه‌گذار را به پذیرش سرمایه‌گذاری در طرح‌های تأمین مسکن یا اعطای وام با هدف‌های مشابه وادار سازد. از سوی دیگر ممکن است ذخایر صندوق به منظور تأمین کسری بودجه دولت یا انجام بخشی از تعهدات دولت از قبیل خرید اوراق مشارکت (قرضه) دولتی از سوی صندوق، مشارکت در ساخت و ساز بیمارستان‌ها و مانند آن مورد استفاده قرار گیرد. در این صورت، معمولاً سودآوری و امنیت سرمایه‌گذاری‌ها مد نظر قرار نمی‌گیرد.

۱. ادوارد تامانو، سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی: اصول و ملاحظات، ترجمه علی فلاح زیارانی، فصلنامه تأمین اجتماعی، ش ۱۹، زمستان ۱۳۸۳.



بلکه هدف اصلی پاسخگویی به انتظارات عمومی یا فشارهای سیاسی است. از آنجا که هدف اصلی از سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، حفظ توان پرداخت آنها برای پاسخگویی به تعهدات آینده است، این هدف باید به‌طور خیلی شفاف در قوانین و مقررات آنها بیان شود. به‌عنوان مثال، هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا هدف‌های روشنی را برای سرمایه‌گذاری تعیین کرده که عبارتند از:

- الف) هرگونه مبادله را برای کسب بهترین منافع برای شرکا و ذینفعان مدیریت کند،
  - ب) دارایی‌ها را با نگاه کسب حداکثر نرخ بازدهی و پرهیز از ریسک بیش از اندازه، سرمایه‌گذاری کند و به عوامل مؤثر بر تأمین مالی طرح‌ها توجه داشته باشد.<sup>۱</sup>
۲. مستقل بودن از مداخلات سیاسی: حجم ذخایر صندوق‌ها ممکن است این انگیزه را در مدیران دولتی ایجاد کند که برای حمایت از اهداف کوتاه‌مدت سیاسی از منابع این صندوق‌ها استفاده کنند. مدیریت صندوق باید بتواند در برابر این‌گونه خواست‌ها و فشارها مقاومت کند. رعایت این اصل، به معنای عدم پاسخگویی صندوق در برابر دولت یا بیمه‌شدگان نیست، بلکه سازوکار مدیریت صندوق باید به گونه‌ای طراحی شود که دولت وظایف خود را در زمینه قانونگذاری و نظارت بر صندوق‌ها انجام دهد و در عین حال، خطر مداخلات بی‌دلیل به حداقل ممکن برسد. در بسیاری از کشورها، سازوکار مدیریت صندوق از الگوی خاصی پیروی می‌کند که در آن نمایندگان کارفرمایان، اتحادیه‌های کارگری و نماینده دولت صندوق را مدیریت می‌کنند.

استقلال از مداخله سیاسی به این معنی نیست که سرمایه‌گذار بتواند خارج از چارچوب‌های قانونی مقرر عمل کند، بلکه به این معنی است که در فرآیندهای اتخاذ





تصمیم برای سرمایه‌گذاری، خواست‌های سیاسی نباید به‌عنوان عامل تعیین‌کننده در نظر گرفته شود. به‌طور مثال، در نیوزلند دولت اختیار هدایت مستقیم هیئت سرمایه‌گذاری را دارد، اما رفتار دولت از طریق افشای عمومی اطلاعات (صدور دستورالعمل‌های مکتوب و انتشار آن در مجلات رسمی) کنترل می‌شود. در ایرلند، همه روش‌های ممکن برای استفاده سیاسی از وجوه بازنشستگی (از قبیل خرید اوراق قرضه دولتی از سوی صندوق‌های بازنشستگی و...) به‌موجب قوانین ممنوع شده است.<sup>۱</sup>

۳. **پاسخگویی به بیمه‌شدگان:** صندوق باید درباره عملکرد اقتصادی خود در قبال بیمه‌شدگانش پاسخگو باشد. این امر هم از جهت ایجاد اعتماد در بیمه‌شدگان و هم از این جهت که این نوع آگاهی حق قانونی بیمه‌شدگان است، ضرورت دارد. انتشار گزارش‌های عملکرد شفاف و صریح در مقاطع زمانی معین می‌تواند هرگونه ابهامی را درباره عملکرد صندوق برطرف کند و صندوق را از حمایت اعضایش برخوردار سازد. یکی از سازوکارهای پاسخگویی به بیمه‌شدگان در بسیاری از کشورها، حضور نمایندگان صنفی آنها در هیئت‌مدیره و سایر نهادهای تصمیم‌گیری صندوق است که این روش در قوانین تأمین اجتماعی کشور ما نیز پیش‌بینی شده است.<sup>۲</sup>

۴. **کاهش هزینه‌های اداری:** عوامل مختلفی می‌تواند هزینه‌های اداری حوزه سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. اعتقاد بر این است که سرمایه‌گذاری مستقیم، که مستلزم نگاه‌داری و اداره مستقیم شرکت‌ها به‌وسیله صندوق بازنشستگی است، ممکن است

۱. محمدرضا فرهادی‌پور، حکمرانی صندوق‌های بازنشستگی و ابلاغیه اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی، مجلس و پژوهش، ش ۵۴، زمستان ۱۳۸۵.

۲. رجوع شود به ماده (۱۷) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی مصوب ۱۳۸۳ و ماده (۱۶) قانون تأمین اجتماعی مصوب سال ۱۳۵۴.



موجب افزایش هزینه‌های اداری و نظارتی آن شود،<sup>۱</sup> اما از آنجا که هزینه‌های اداری در مجموع درصد ناچیزی از دارایی‌هاست، این عامل به تنهایی نمی‌تواند در اتخاذ راهبرد سرمایه‌گذاری صندوق تعیین‌کننده باشد و سایر عوامل از جمله قدرت چانه‌زنی، رقابت و بهره‌گیری از فرصت‌ها در این زمینه اهمیت بیشتری دارند.

۵. **دوراندیشی در سرمایه‌گذاری‌ها:** صندوق باید رفتار اقتصادی خود را به‌گونه‌ای تنظیم کند که بیشترین سودآوری و کمترین خطر را برای آن در پی داشته باشد. داشتن چشم‌اندازی مناسب برای سرمایه‌گذاری، خودداری از ریسک‌پذیری نابه‌جا و پیروی از قواعدی که سرمایه‌گذاران بخش خصوصی اعمال می‌کنند، از جمله این رفتارهاست.

از آنجا که بازدهی صندوق‌های بازنشستگی با منافع بخش چشمگیری از جامعه گره خورده است، حفظ این صندوق‌ها از خطرات ناشی از نوسانات بازار برای دولت‌ها اهمیت زیادی دارد. از این رو، بسیاری از کشورها برای تنظیم رفتار اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی مقرراتی وضع کرده‌اند که بازدهی و سودآوری آنها را تضمین کند.

به‌عنوان مثال، در آلمان صندوق بازنشستگی اجازه دارد که در نهایت ۱۰ تا ۳۵ درصد دارایی‌های خود را در سهام و حداکثر ۱۰ تا ۲۵ درصد از آن را در املاک سرمایه‌گذاری کند.<sup>۲</sup> در اندونزی، سرمایه‌گذاری در بازارهای خارجی برای صندوق‌های بازنشستگی منع شده است. در تایلند، صندوق‌های بازنشستگی می‌توانند

۱. علی فلاح زیارانی، پیشین.

۲. طبیبه جلیلی، پیشین.



حداکثر تا ۴۰ درصد از دارایی‌های خود را در بازار سرمایه یا اوراق قرضه شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند و ۶۰ درصد آن باید در وثیقه‌های دولتی یا سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاری شود.<sup>۱</sup>

### ۶-۱. راهبردهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی

در صندوق‌های دارای مزایای معین، تعهد صندوق در قبال اعضایش به بازدهی عملکرد صندوق و عوامل بازار بستگی ندارد. در این نوع صندوق‌ها، مزایایی که برای بازنشستگان برقرار می‌شود، تابع حقوق مبنای کسر حق بیمه در زمان اشتغال و سال‌های پرداخت حق بیمه است. در واقع صندوق متعهد شده است که مخاطرات اقتصادی را پوشش دهد و مزایایی متناسب با زمان اشتغال را برای مستمری‌گیرانش تأمین کند. بنابراین، در این نوع صندوق‌ها ریسک سرمایه‌گذاری به بیمه‌شده منتقل نمی‌شود، بلکه حامیان صندوق آن را به‌عهده می‌گیرند و معمولاً مزایای هر نسل بازنشسته را، نسلی که در همان زمان شاغل است، می‌پردازد. در واقع این صندوق‌ها از سازوکارهای بین نسلی و توزیع مجدد درآمد استفاده می‌کنند.

در صندوق‌های مبتنی بر اندوخته‌گذاری (DC)، مزایای بازنشستگان متناسب با بازدهی اقتصادی اندوخته‌های صندوق تعیین می‌شود. بنابراین، ریسک عملکرد اقتصادی صندوق و نحوه مدیریت آن، مستقیماً به اعضای صندوق منتقل می‌شود. از این رو، بازدهی اقتصادی در این نوع صندوق‌ها اهمیت بیشتری دارد.

صندوق‌ها در سال‌های اول فعالیتشان که مازاد نخبیر قابل توجهی دارند و نیاز

۱. علی فلاح زیارانی، پیشین.



به نقدپذیری سرمایه‌ها محدود است، می‌توانند در زمینه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که سررسید بلندمدت و سود بیشتری دارد، اما هنگامی که صندوق‌ها بالغ می‌شوند، نیاز آنها به نقدینگی بیشتر است و در نتیجه ناچارند در زمینه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دوره نقدشوندگی آنها کوتاه‌تر است. در واقع صندوق‌ها، بسته به میزان بلوغشان، بین راهبردهای «دارای نقدشوندگی دیرتر و سود بیشتر» با راهبردهای «دارای نقدشوندگی زودتر و سود کمتر» یکی را انتخاب می‌کنند.

در هر صورت، دو ضابطه امنیت و سودآوری بر رفتار اقتصادی صندوق‌ها حاکم است. اولی مستلزم خودداری از پذیرش ریسک‌های نابجاست که می‌تواند سودآوری را کمتر کند و دومی در گروهی ریسک‌پذیری بیشتر و بهره‌گیری از فرصت‌های متنوع است. راهبردهایی که انتخاب می‌شود باید توازن بین این دو هدف را برقرار سازد.

در سال‌های اخیر، صندوق‌های بازنشستگی در برخی کشورهای پیشرفته تغییراتی را در راهبردهای سرمایه‌گذاری خود داشته‌اند. به‌عنوان مثال، در سه کشور ژاپن، کره جنوبی،<sup>۱</sup> رویکردهای زیر اتخاذ شده است:<sup>۲</sup>

۱. اصلاح ساختار بخش سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در جهت:

- افزایش استقلال آنها از دولت،

- انتخاب هیئت‌مدیره حرفه‌ای‌تر با مهارت‌های مالی و اقتصادی،

۱. این سه کشور در کنار چین، مجموعاً در منطقه آسیا و اقیانوسیه بزرگ‌ترین حجم دارایی صندوق‌های بازنشستگی را دارند.

2. "Funding Unfunded Pensions: Governance and Investments of Asian Reserve Funds" International Pension Papers No. 1, 2008.



- تبدیل ساختار بخش سرمایه‌گذاری صندوق به آژانس مستقل عمومی.

۲. واگذاری مدیریت اجرایی سرمایه‌گذاری‌ها به مدیران خصوصی با توانمندی و مهارت سرمایه‌گذاری،

۳. اتخاذ دو راهبرد «تنوع در دارایی‌ها» و «شفافیت هدف» در جهت تأکید بیشتر بر بازدهی و خروجی سرمایه‌گذاری‌ها.

رویه مشابهی نیز از سوی کشورهای اروپایی در این زمینه‌ها اتخاذ شده که ضمن واگذاری استقلال بیشتر به مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، چند هدف مهم حداکثرسازی تمرکز وجوه، مدیریت ریسک و افزایش امنیت در فرآیندهای سرمایه‌گذاری مد نظر قرار گرفته است.<sup>۱</sup>

#### ۷-۱. مزایا و معایب بنگاه‌داری برای صندوق‌های بازنشستگی

برخی بر این اعتقادند که صندوق بازنشستگی باید تا حد ممکن ذخایر خود را به‌طور غیرمستقیم سرمایه‌گذاری کند تا مدیران صندوق بتوانند بخش عمده فعالیت خود را بر مسئولیت اصلی خود یعنی اداره صندوق متمرکز کنند.<sup>۲</sup> بنگاه‌داری صندوق‌ها همچنین می‌تواند امکان مداخلات و بهره‌برداری‌های سیاسی یا فساد اداری را افزایش دهد. به‌خصوص هنگامی که صندوق با در اختیار داشتن درصد بالایی از سهام شرکت‌ها، اختیار تعیین اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل آنها را داشته باشد.

مدیریت مستقیم شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، حتی در شرایطی که با سودآوری

1. Frazen, D. "Managing Investment Risk in Defined Benefit Pension Funds", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 38, 2010.

۲. فرشید یزدانی، سرمایه‌گذاری در سازمان تأمین اجتماعی، فصلنامه تأمین اجتماعی، ش ۱۵، زمستان ۱۳۸۲.



مناسبی همراه باشد، امکان نظارت مؤثر صندوق را بر این فعالیت‌ها کاهش می‌دهد. در واقع، ممکن است صندوق ناچار شود برای دفاع از عملکرد خود یا فرار از پاسخگویی، برخی از کاستی‌ها و رفتارهای نادرست بنگاه‌های اقتصادی تابعه خود را بپوشاند یا توجیه کند. به‌طور کلی، در ساختارهای اقتصادی که رانت‌های اطلاعاتی نقش تعیین‌کننده‌ای در چگونگی کسب سود دارند، سرمایه‌گذاری مستقیم می‌تواند موجب فساد مالی شود و هزینه‌های اداری و نظارتی صندوق را به نحو چشمگیری بالا ببرد.<sup>۱</sup>

این دیدگاه، صندوق‌ها را به پرهیز از بنگاه‌داری توصیه می‌کند، اما در این مورد شرایط بازار و نیازهای صندوق تعیین‌کننده است. حجم دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی معمولاً درصد قابل توجهی از سرمایه‌های بازار را تشکیل می‌دهد که به‌طور طبیعی نقش غالب را در بازار به این صندوق‌ها می‌دهد. صندوق و ذینفعان آن این حق را دارند که درباره نحوه مدیریت سرمایه‌های خود تصمیم بگیرند. به‌خصوص هنگامی که صندوق مرحله بلوغ را پشت سر گذاشته و نیاز به نقدینگی بالا دارد، باید امکان تصمیم‌گیری مستقل در مورد ذخایر خود را داشته باشد. در این صورت پرهیز از بنگاه‌داری (که مستلزم تبعیت از تصمیمات دیگران در بازار است) ممکن است دسترسی صندوق را به سود حاصل از سرمایه‌گذاری محدود کند یا موجب شود که صندوق نتواند ابتکار عمل لازم را برای استفاده از فرصت‌های بازار به‌کار گیرد.

۱. علی فلاح زیارانی، پیشین.



## ۲. سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در ایران

### ۲-۱. آشنایی با صندوق‌های بازنشستگی ایران

صندوق‌های بازنشستگی فعال در کشور را می‌توان به دو دسته صندوق‌های عمومی و صندوق‌های اختصاصی تقسیم کرد. صندوق‌های عمومی (مانند صندوق تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی کشوری و صندوق بیمه اجتماعی روستاییان و عشایر) بخش‌ها و قشرهای مختلفی از جامعه را - بدون اختصاص به یک دستگاه اجرایی - پوشش می‌دهند، اما صندوق‌های اختصاصی (مانند صندوق بازنشستگی کارکنان صنعت فولاد، صندوق بازنشستگی کارکنان صداوسیما و...) فقط کارکنان یک دستگاه یا بعضاً چند دستگاه مرتبط به هم را پوشش می‌دهند.

هرچند که نمی‌توان فهرست دقیق و کاملی از صندوق‌های اختصاصی دستگاه‌ها ارائه کرد،<sup>۱</sup> اما فهرست مهمترین صندوق‌های بازنشستگی عمومی و اختصاصی فعال در کشور به این شرح است:

۱. سازمان تأمین اجتماعی،

۲. صندوق بازنشستگی کشوری،

۳. صندوق بیمه اجتماعی روستاییان و عشایر،

۴. سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح،

۱. دسترسی به اطلاعات کامل این صندوق‌ها مقدور نیست. مطالعات انجام شده در مرکز پژوهش‌های مجلس، وزارت رفاه و تأمین اجتماعی و مؤسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی نیز هیچ‌کدام اطلاعات دقیق و کاملی از صندوق‌های بازنشستگی اختصاصی دستگاه‌ها ارائه نمی‌کند. بنابراین، نمی‌توان ادعا کرد که فهرست یاد شده شامل عناوین تمامی صندوق‌های بیمه و بازنشستگی در کشور باشد.



۵. صندوق بیمه و بازنشستگی نظام بانکی،

۶. صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز،

۷. صندوق بازنشستگی صداوسیما،

۸. صندوق بازنشستگی کارکنان بنادر و کشتیرانی،

۹. صندوق بازنشستگی هواپیمایی جمهوری اسلامی،

۱۰. صندوق بازنشستگی معادن و فلزات،

۱۱. صندوق حمایت و کالا و کارگشایان دادگستری،

۱۲. صندوق کارکنان شرکت سهامی تلفن ایران،

۱۳. صندوق بازنشستگی کارکنان وزارت جهاد کشاورزی،

۱۴. صندوق بازنشستگی کارکنان صنعت فولاد،

۱۵. صندوق بازنشستگی کارکنان شرکت‌های بیمه و بیمه مرکزی،

۱۶. سازمان بازنشستگی شهرداری تهران،

۱۷. صندوق بازنشستگی کارکنان صنعت نفت،

۱۸. صندوق کارکنان شرکت مخابرات،

۱۹. صندوق بازنشستگی صنایع مس،

۲۰. صندوق بازنشستگی مستخدمین وزارت اطلاعات.

بنابه تعریفی که ارائه شد، صندوق‌های شماره ۱ تا ۴ صندوق عمومی و بقیه صندوق‌ها اختصاصی هستند. از نظر مبانی تأمین مالی و تعیین مزایا، صندوق‌های بازنشستگی عموماً شبیه هم و از نوع «مزایای معین»<sup>۱</sup> هستند. به این معنا که شرایط



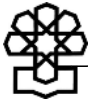
بازنشستگی و برخورداری اعضا از مزایای صندوق، از قبل در قوانین و مقررات تعیین شده و سطح تعهدات صندوق به عملکرد اقتصادی (سود سرمایه‌گذاری) آن بستگی ندارد. هرچند که در قوانین یا مقررات مربوط، سود حاصل از سرمایه‌گذاری جزء منابع درآمدی این صندوق‌ها محسوب می‌شود. در ادامه گزارش در این باره، اطلاعات بیشتری داده خواهد شد.

از نظر نوع مزایا و شرایط بیمه‌گری نیز می‌توان گفت که همه آنها در بدو تأسیس خود از الگوهای موجود (صندوق بازنشستگی کشوری یا سازمان تأمین اجتماعی) در کشور بهره گرفته‌اند و برخی از آنها با گذشت زمان - با توجه به اختیارات قانونی مجمع یا هیئت‌مدیره و شرایط مالی صندوق - اصلاحاتی را در شرایط بیمه‌گری و مزایای آن اعمال کرده‌اند.

صندوق‌های اختصاصی به دستگاه‌های اجرایی وابسته هستند و منابع مالی آنها از طریق دستگاه‌های متبوع تأمین می‌شود. همچنین، سیاستگذاری، تصویب مقررات، ساختار اجرایی و تصمیمات اجرایی آنها عمدتاً به وسیله مدیرانی انجام می‌شود که عزل و نصب آنها در اختیار مقامات دولتی یا وابسته به دولت است.<sup>۱</sup>

به دلیل تعدد قوانین مربوط به بیمه‌ها، صندوق‌های اختصاصی دستگاه‌ها از نظر ماهیت حقوقی با ابهام روبرو هستند. با وجود تصریح قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی به ماهیت عمومی صندوق‌های بیمه‌ای و لزوم تصویب اساسنامه آنها بر مبنای ساختار چندجانبه (حضور نمایندگان دولت و شرکای اجتماعی در هیئت‌مدیره صندوق‌ها)، این صندوق‌ها خود را با قانون یاد شده تطبیق نداده‌اند.

۱. در این میان صندوق آینده‌ساز وضعیت متفاوتی دارد که موضوع آن از محدوده این مطالعه خارج است.



به همین دلیل، با تغییر وضعیت حقوقی دستگاه اجرایی متبوع (مثلاً واگذاری شرکت‌هایی که کارکنان آنها عضو صندوق هستند)، صندوق بازنشستگی از لحاظ تأمین منابع و جامعه زیر پوشش با مشکل روبرو می‌شود.

اغلب صندوق‌های بازنشستگی در ایران فعالیت سرمایه‌گذاری دارند، اما به دلیل آنکه طبق قوانین، مؤسسه عمومی غیردولتی محسوب نمی‌شوند، مشمول ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی نیستند. از بین صندوق‌های یاد شده، تنها صندوق تأمین اجتماعی و صندوق بیمه اجتماعی روستاییان و عشایر، مؤسسه عمومی غیردولتی محسوب می‌شوند<sup>۱</sup> و صندوق بیمه اجتماعی روستاییان و عشایر نیز به دلیل نوپا بودن، سهم چشمگیری در بازار سرمایه ندارد. بنابراین، تمرکز اصلی این مطالعه بر فعالیت‌های اقتصادی صندوق تأمین اجتماعی خواهد بود و در کنار آن صندوق بازنشستگی کشوری نیز به دلیل سهم بالایی که در بازار سرمایه دارد، مورد توجه قرار خواهد گرفت.

## ۲-۲. مبانی قانونی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در ایران

برخی از صندوق‌های بازنشستگی به موجب قانونی خاص مأمور به سرمایه‌گذاری ذخایر خود شده‌اند مانند صندوق تأمین اجتماعی (به موجب قانون تأمین اجتماعی) و در مورد برخی دیگر<sup>۲</sup> «درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری ذخایر» به موجب اساسنامه

۱. علاوه بر این در زمان تهیه این گزارش، لایحه الحاق سازمان تأمین اجتماعی نیروهای مسلح به فهرست مؤسسات عمومی غیردولتی نیز در مجلس شورای اسلامی در دست بررسی است.

۲. مانند صندوق بازنشستگی هواپیمایی جمهوری اسلامی، صندوق بازنشستگی کارکنان صنعت بیمه، صندوق بازنشستگی معادن و فلزات، صندوق بازنشستگی کارکنان جهاد کشاورزی، صندوق بازنشستگی سازمان بنادر و کشتیرانی و ...

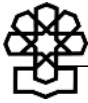


صندوق جزء منابع درآمدی آن لحاظ شده است.

به موجب بند «الف - ۱۱» ماده (۷) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، درآمدهای ناشی از سرمایه‌گذاری و مدیریت وجوه و ذخایر در مورد تمامی صندوق‌های بیمه‌ای فعال در قلمروهای مختلف نظام تأمین اجتماعی، به‌عنوان منبع درآمدی شناخته شده است.

همچنین بر مبنای بند «ه» ماده (۱۵) این قانون، پیشنهاد ضوابط کلی نحوه مدیریت وجوه، ذخایر و سرمایه‌گذاری‌های دستگاه‌های اجرایی دولتی و عمومی، سازمان‌ها، مؤسسات و صندوق‌های فعال در قلمروهای مختلف نظام جامع تأمین اجتماعی به‌عهده شورای عالی رفاه و تأمین اجتماعی و تصویب آن برعهده هیئت وزیران است.

در سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی که از سوی مقام معظم رهبری ابلاغ شده، نهادهای عمومی غیردولتی نیز در کنار بخش تعاونی و خصوصی اجازه یافته‌اند که در زمینه‌های مذکور در صدر اصل چهارم قانون اساسی سرمایه‌گذاری، مالکیت و مدیریت داشته باشند و در سایر موارد نیز سهام بنگاه‌های دولتی به آنها واگذار شود. با وجود این، در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی (ماده (۶))، حق مالکیت مستقیم و غیرمستقیم مؤسسات عمومی غیردولتی (و شرکت‌های تابعه و وابسته آنها) از بازارهای کالا یا خدمت مجموعاً تا ۴۰ درصد تعیین شده است، البته همان‌طور که قبلاً بیان شد، این محدودیت صرفاً متوجه صندوق‌های تأمین اجتماعی و بیمه روستاییان و عشایر است که مؤسسه عمومی غیردولتی (مشمول ماده (۵) قانون محاسبات عمومی) هستند.



در بند «الف» ماده (۲۶) قانون برنامه پنجم توسعه احکام زیر درباره سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی به تصویب رسیده است:

- تقویت فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری سودآور با اولویت سرمایه‌گذاری در بازار پول و سرمایه، به نحوی که سود سرمایه‌گذاری مورد نظر کمتر از سود اوراق مشارکت بانکی نباشد.

- ممنوعیت هرگونه فعالیت بنگاهداری جدید برای صندوق‌های دولتی.

- لزوم واگذاری فعالیت‌های بنگاهداری قبلی و موجود و نیز سهام مدیریتی که در ازای مطالبات به صندوق‌ها واگذار می‌شود، طی برنامه زمانبندی شده‌ای تا پایان برنامه.

### ۳-۲. ضوابط حاکم بر رفتار اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در ایران

سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی با هدف سودآوری و حفظ ارزش ذخایر آنها در بلندمدت انجام می‌گیرد. بنابراین، انتظار این است که در این فعالیت‌ها دو معیار امنیت و سودآوری در اولویت قرار گیرد. طبق اساسنامه شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) که در تاریخ ۱۳۶۴/۴/۱۷ به تصویب شورای اقتصاد رسیده است، در انتخاب موارد سرمایه‌گذاری باید ضابطه سودآوری نسبت به سایر ضوابط مورد نظر، در اولویت قرار گیرد. همچنین درصد نرخ سودآوری طرح‌ها باید کمتر از نرخ سود سپرده‌های بلندمدت نباشد و از سودآوری آنها اطمینان حاصل شود.

به موجب این اساسنامه، مجمع عمومی شرکت شامل وزرای اقتصاد، برنامه و بودجه، صنایع، وزیر مسئول تأمین اجتماعی، رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل تأمین اجتماعی، دو نفر کارشناس متخصص سرمایه‌گذاری به انتخاب شورای عالی بانک‌ها و



یک نفر به انتخاب و معرفی شورای عالی تأمین اجتماعی بوده است، اما با تصویب اصلاحیه ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری در اسفندماه ۱۳۸۸ و اصلاحاتی که متعاقب آن در اساسنامه صندوق تأمین اجتماعی ایجاد شد، اختیارات مجمع عمومی شرکت به هیئت‌مدیره و هیئت امنای سازمان واگذار شده است.<sup>۱</sup>

با توجه به قانون تأمین اجتماعی، قواعد حاکم بر سرمایه‌گذاری صندوق تأمین اجتماعی به این شرح است:

- سرمایه‌گذاری و بهره‌برداری از وجوه و ذخایر، یکی از مأموریت‌های اولیه سازمان است (ماده ۱)،

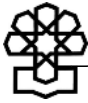
- یکی از منابع درآمدی سازمان، «درآمد حاصل از وجوه و ذخایر و اموال سازمان» است (ماده ۲۸)،

- مانده درآمد سازمان پس از وضع مخارج و کلیه درآمدهای حاصل از خسارت و زیان دیرکرد و بهره سپرده‌ها و سود اوراق بهادار و... کلاً به حساب ذخایر منظور خواهد شد (ماده ۵۲)،

همچنین به موجب قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی (بند «ح» ماده (۳))، اساسنامه صندوق‌های بیمه‌ای باید به نحوی اصلاح شود که اصل بنگاه‌داری

۱. بندهای «ج، چ، ح و ذ» ماده (۱۲) اساسنامه صندوق تأمین اجتماعی (وظایف و اختیارات هیئت‌مدیره):

- (ج) بررسی و تأیید نحوه استفاده و بهره‌برداری از وجوه و ذخایر صندوق و پیشنهاد آن به هیئت‌امنا،  
 (چ) تعیین اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها و مؤسسات تابع بدون واسطه و هلدینگ‌های زیرمجموعه جهت صدور حکم توسط مدیرعامل پس از تأیید وزیر رفاه و تأمین اجتماعی  
 (ح) نظارت بر عملکرد شرکت‌ها و مؤسسات تابع صندوق و ارائه گزارش به هیئت‌امنا،  
 (ذ) انتخاب نمایندگان صندوق جهت حضور در جلسات مجامع مؤسسات و شرکت‌هایی که تمام یا قسمتی از سهام آنها متعلق به صندوق می‌باشد.



برای این صندوق‌ها لحاظ شود.<sup>۱</sup> این موضوع در ماده (۲) اساسنامه صندوق تأمین اجتماعی مصوب سال ۱۳۸۹، به صورت «... رعایت اصول بنگاه‌داری و اقتصادی در حوزه سرمایه‌گذاری با بهره‌گیری از وجوه و ذخایر در اختیار صندوق» به‌عنوان یکی از هدف‌های آن، مورد تأکید قرار گرفته است.

با وجود این، برخی بر این اعتقادند که صندوق تأمین اجتماعی تاکنون انتظارات خود را از شرکت سرمایه‌گذاری به‌طور دقیق و روشن تدوین و اعلام نکرده است.<sup>۲</sup> به‌موجب بند «ه» ماده (۱۵) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، شورای عالی رفاه و تأمین اجتماعی موظف بوده است «ضوابط کلی نحوه مدیریت وجوه، ذخایر و سرمایه‌گذاری‌های سازمان‌ها و صندوق‌های بیمه‌ای و حمایتی» را تدوین و جهت تصویب به هیئت وزیران پیشنهاد نماید، اما تاکنون این کار انجام نشده است.

#### ۴-۲. نگاهی به عملکرد اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در ایران

عملکرد صندوق‌های بازنشستگی در ایران بیانگر این است که نرخ حق بیمه این صندوق‌ها در سه دهه اخیر از ثبات نسبی برخوردار بوده<sup>۳</sup> و منابع مورد نیاز آنها عمدتاً با سازوکار بین نسلی تأمین شده است که در واقع موجب انباشت تعهدات و انتقال آن به نسل‌های بعدی می‌شود. مفهوم این سازوکار این است که حقوق و

۱. بند «ح» ماده (۳) - پیگیری اصلاح اساسنامه‌های شرکت‌ها و صندوق‌های بیمه‌ای به نحوی که اصل بنگاه‌داری برای شرکت‌ها و صندوق‌های بیمه‌ای لحاظ شود.

۲. سعید نایب، پیشین.

۳. نرخ حق بیمه در مورد سازمان تأمین اجتماعی از سال ۱۳۵۴ تاکنون ثابت مانده است. در مورد صندوق بازنشستگی کشوری نیز از سال ۱۳۴۵ تا ۱۳۷۹ نرخ حق بیمه ثابت بوده و پس از آن از ۱۷ به ۲۲/۵ درصد رسیده است. در هر صورت افزایش این نرخ‌ها متناسبی با افزایش هزینه صندوق‌ها نداشته است.



مزایای بازنشستگان هر نسل از محل حق بیمه دریافت شده از شاغلان آن نسل، تأمین می‌شود و حقوق و مزایای شاغلان فعلی را نیز (در زمان بازنشستگی‌شان) شاغلان نسل بعدی خواهند پرداخت.

این سازوکار به‌طور کامل وابسته به متغیرهای جمعیتی (نسبت جمعیت بیمه‌پرداز به جمعیت مستمری‌بگیر) است که شاخص‌هایی مانند نرخ اشتغال رسمی، نرخ بیکاری، امید زندگی، بعد خانوار (نسبت تکفل)، بیماری‌ها، حوادث و... بر آن اثر می‌گذارد و همین عوامل باعث تضعیف یا تقویت صندوق می‌شود.

شرایط اجتماعی و اقتصادی کشور در سه دهه اخیر (به‌خصوص آثار جنگ تحمیلی، رشد جمعیت، تغییر الگوی بیماری‌ها، سطح اشتغال، افزایش طول عمر و...) به نحوی بوده که در مجموع مصارف آنها را در مقایسه با منابع، به نحو چشمگیری افزایش داده است.

از سوی دیگر، صندوق‌های یاد شده در دو دهه اول به دلیل شرایط جنگ تحمیلی و آثار اقتصادی و اجتماعی آن، عملاً امکان سرمایه‌گذاری مؤثر نداشته‌اند. صندوق بازنشستگی کشوری تا سال ۱۳۷۹ به دلیل پایین بودن نرخ حق بیمه (۸/۵ درصد سهم بیمه شده، ۸/۵ درصد سهم کارفرمایی دولت) مازاد ذخایر نداشته تا بتواند سرمایه‌گذاری کند. این صندوق همچنین به دلیل تمرکز وجوه آن در خزانه، امکان مدیریت و هدایت وجوه و ذخایر خود را نداشته است.<sup>۱</sup>

۱. تا سال ۱۳۷۶ کشور مربوط به شاغلان به حساب‌های خزانه واریز و حقوق بازنشستگان هم از طریق خزانه پرداخت می‌شد. به همین دلیل حساب‌های مالی صندوق و همچنین بدهی‌های دولت به صندوق از شفافیت لازم برخوردار نبود. از نیمه دوم سال ۱۳۷۶ کلیه حساب‌های دریافتی و پرداختی و وجوه صندوق در حساب‌های سازمان بازنشستگی کشوری متمرکز شد (منبع: گزارش عملکرد هشت‌ساله ۱۳۷۶-۱۳۸۳ سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۴).



از آن سال به بعد با افزایش نرخ حق بیمه به ۲۲/۵ درصد (۹ درصد بیمه شده، ۱۳/۵ درصد سهم کارفرمایی دولت) و متعاقب آن واگذاری سهام شرکت‌ها و کارخانجات دولت به صندوق بازنشستگی کشوری، این صندوق فعالیت‌های اقتصادی خود را آغاز کرده است. گزارش عملکرد سازمان بازنشستگی کشوری در سال ۱۳۸۴ بیانگر این است که طی سال‌های ۱۳۷۷-۱۳۸۳ ارزش مجموع سهام دولتی واگذار شده به سازمان حدود ۷۵۰۰ میلیارد ریال بوده که توانسته است ترکیب و نسبت دارایی‌های صندوق را به نحو چشمگیری تغییر دهد.<sup>۱</sup>

با وجود این می‌توان گفت که صندوق بازنشستگی کشوری بخش عمده‌ای از سال‌های فعالیت خود را بدون سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی مؤثر سپری کرده و حتی سازوکارهای بودجه‌ای، مالی و محاسباتی آن نیز برای فعالیت اقتصادی مناسب نبوده است. این وضعیت موجب شده که صندوق بازنشستگی کشوری هر سال از نظر منابع به بودجه دولت وابسته‌تر شود به‌طوری که در سال ۱۳۸۷، حدود ۴۱ درصد منابع آن از محل کمک‌های دولت، ۴۰ درصد از محل حق بیمه‌ها و ۱۹ درصد از سایر منابع بوده است.<sup>۲</sup>

سازمان تأمین اجتماعی نیز که از ابتدا مازاد ذخایر قابل توجهی داشته است تا پیش از سال ۱۳۶۸ ناچار به سپرده‌گذاری در بانک‌ها یا فعالیت اقتصادی محدود بوده و عملاً فعالیت‌های اقتصادی گسترده خود را در پی واگذاری شرکت‌ها و کارخانجات

۱. گزارش عملکرد هشت‌ساله ۱۳۷۶-۱۳۸۳ سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۴.

۲. گزارش‌های مالی صندوق بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۷.





دولتی در دهه ۱۳۷۰ آغاز کرده است.<sup>۱</sup>

با وجود گسترده شدن فعالیت‌های سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی در دهه ۱۳۷۴-۱۳۸۴، سود سرمایه‌گذاری سهم نسبتاً کمی را در بودجه سالیانه این سازمان به خود اختصاص داده است.

### جدول روند تغییر برخی شاخص‌های اقتصادی سازمان تأمین اجتماعی

در سال‌های ۱۳۵۵ تا ۱۳۸۵

شاخص	سال	۱۳۵۵	۱۳۶۵	۱۳۷۵	۱۳۸۵
نسبت مصارف جاری به منابع حاصل از حق بیمه	۶۱/۴	۵۸/۷	۸۱/۸	۱۰۶/۶	
نسبت بیمه‌پرداز به مستمری‌بگیر	۲۴/۲	۸/۶	۸/۷	۶/۶	
سهم درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در کل منابع صندوق	۰	۹/۱	۱۰/۵	۱۰	

مأخذ: تدوین شده بر مبنای گزارش‌های سالیانه دفتر آمار و محاسبات اقتصادی سازمان تأمین اجتماعی.

سازمان تأمین اجتماعی در برنامه راهبردی خود در سال ۱۳۸۳ پیش‌بینی کرده بود که تا پنج سال آینده سهم سود سرمایه‌گذاری در کل منابع را به ۲۰ درصد برساند،<sup>۲</sup> اما این هدف به دلایل مختلف، به خصوص موارد زیر، تحقق نیافت:

۱. به موجب تبصره «۱۰» قانون بودجه سال ۱۳۷۴ کل کشور، دولت موظف شد حداقل ۱۰ درصد مطالبات سازمان بازنشستگی کشوری و ۲۰ درصد مانده مطالبات سازمان تأمین اجتماعی تا پایان سال ۱۳۷۴ را با واگذاری سهام کارخانجات و مؤسسات دولتی و ملی شده تأدیه و تسویه نماید. بر مبنای این تبصره که در سال‌های بعد نیز ادامه یافت، سهام تعدادی از شرکت‌های دولتی به سازمان واگذار شد.

۲. برنامه استراتژیک سازمان تأمین اجتماعی، ۱۳۸۳.



- طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ قوانین مختلفی<sup>۱</sup> با اهداف حمایتی در مجلس شورای اسلامی به تصویب رسید که بار مالی قابل توجهی را به این سازمان تحمیل می‌کرد. هرچند که تصویب این قوانین در چارچوب اهداف حمایتی نظام جامع تأمین اجتماعی بوده و دولت مکلف شده بود که بار مالی ناشی از آن را تأمین کند، اما عدم پرداخت بدهی‌های دولت، فشار سنگینی را به منابع و ذخایر صندوق وارد ساخته است.<sup>۲</sup>

- رسیدن به نقطه سر به سر منابع و مصارف از سال ۱۳۸۴ به بعد و نبود مازاد ذخایر برای افزایش مؤثر سرمایه‌گذاری‌ها از یک سو و ناتوانی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) در پرداخت سود سهم سازمان (که به ناچار این وجوه بابت افزایش سرمایه شستا در بودجه‌های سالیانه در نظر گرفته شده)<sup>۳</sup> از سوی دیگر، سهم درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری را از کل منابع این سازمان کاهش داده است.

در مجموع، فرصت‌های محدود سرمایه‌گذاری، در کنار تصمیمات حمایتی و ملی درباره مازاد ذخایر صندوق‌ها (از قبیل واگذاری شرکت‌های زیان‌ده دولتی، الزام صندوق‌ها به اعطای وام‌های حمایتی، الزام به مشارکت در پروژه‌های ملی مسکن‌سازی، ساخت و ساز گسترده بیمارستان‌ها و...) موجب شده که بنگاهداری در این صندوق‌ها به‌طور چشمگیری افزایش یابد و در مواردی موجب نگرانی بخش

۱. اجرای بیمه‌های اجتماعی باربران، رانندگان، خادمان مساجد، قالیبافان و... بازنشستگی‌های پیش از موعد و افزایش‌های چندباره حقوق مستمری‌بگیران، از جمله قوانین مورد نظر هستند.

۲. باتوجه به اعلام مسئولان سازمان تأمین اجتماعی، در پایان سال ۱۳۸۸ جمع بدهی‌های معوقه دولت به این سازمان حدود ۲۰ هزار میلیارد ریال بوده است که در سال ۱۳۸۹ حدود ۵۰ هزار میلیارد ریال به آن افزوده می‌شود.

۳. به‌عنوان مثال در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ حدود ۹۰۰ میلیارد تومان از سود شستا در قالب علی‌الحساب افزایش سرمایه، در این شرکت باقی مانده که این امر به دلیل ناتوانی شستا در وصول این سود (با وجود فشارهای سازمان تأمین اجتماعی) بوده است.



خصوصی شود.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که طی سال‌های ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۹، سهم شرکت‌های تابعه از مجموع سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی از ۶ درصد به ۲۷ درصد افزایش یافته است. همچنین نسبت سرمایه‌گذاری بورسی از کل سرمایه‌گذاری شستا طی سال‌های ۱۳۷۰ تا ۱۳۸۰، از ۶ درصد به ۸۵ درصد رسیده است.<sup>۱</sup>

البته این نظر نیز وجود دارد که سهم نسبتاً بالای شستا در بازار بورس عمدتاً ناشی از کوچکی بازار بورس ایران است که قدرت چانه‌زنی شستا را افزایش داده است. این بدان معناست که شستا بازار فعالیت گسترده‌ای در اختیار ندارد و انتخاب‌های آن در سطحی بسیار محدود شکل گرفته است.<sup>۲</sup>

در مجموع همان‌طور که اشاره شد، صندوق‌های بازنشستگی عمومی در ایران از سر ناچاری به بنگاه‌داری و اداره مستقیم شرکت‌ها روی آورده‌اند و علت اصلی آن نیز فروش سهام یا واگذاری شرکت‌های دولتی (بابت بدهی‌های دولت) به این صندوق‌ها بوده است، اما با وجود زیان‌ده بودن تعدادی از این شرکت‌ها، برخی گزارش‌ها حاکی از آن است که بازدهی (شامل سود و اضافه ارزش) شستا در مقایسه با متوسط بازدهی کل سرمایه‌گذاری‌ها در کشور بسیار بیشتر بوده است. نقطه اوج این بازدهی در فاصله سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۷۹ بین ۳۰ تا ۴۵ درصد بوده است.<sup>۳</sup>

۱. علی فلاح زیارانی، پیشین.

۲. سعید نایب، ارزیابی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی از منظر ملاحظات نهادی، مؤسسه مطالعاتی دین و اقتصاد، آذرماه ۱۳۸۶.

۳. طی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۷۹ متوسط بازدهی کل سرمایه‌گذاری‌ها در کشور حدود ۱۰/۸ درصد و بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شستا ۲۴ درصد برآورد شده است (فرشید یزدانی، پیشین).



## ۵-۲. سازوکارهای پاسخگویی در صندوق‌های بازنشستگی ایران

به‌موجب ماده (۱۷) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی و همچنین ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری و اصلاحیه آن، تعیین اعضای ارکان تصمیم‌گیری در صندوق‌های بازنشستگی به این شرح است:

۱. در مورد هیئت امنای صندوق، ۶ نفر با پیشنهاد وزیر رفاه و تأمین اجتماعی و تصویب شورای عالی رفاه و تأمین اجتماعی، ۳ نفر باقیمانده به تناسب تعداد افراد تحت پوشش صندوق از بین نمایندگان تشکلهای سازمان‌یافته اعضا و در صورت نبود این تشکلهای مطابق فرآیند پیش‌گفته تعیین می‌شوند. با این توضیح که هیئت امنای سازمان تأمین اجتماعی در حکم هیئت امنای سایر صندوق‌های زیر پوشش نیز هست.

۲. هیئت‌مدیره صندوق‌ها به انتخاب هیئت امنای (رئیس هیئت امنای وزیر رفاه و تأمین اجتماعی است).

۳. مدیرعامل صندوق‌ها به پیشنهاد هیئت امنای و تأیید و حکم وزیر رفاه و تأمین اجتماعی.

۴. هیئت نظارت از سوی هیئت امنای انتخاب می‌شود. وظایف بازرسی قانونی صندوق‌ها نیز برعهده سازمان حسابرسی است.

به‌موجب اساسنامه این صندوق‌ها، هیئت‌مدیره صندوق در جایگاه مجمع عمومی شرکت یا شرکت‌های سرمایه‌گذار صندوق، نصب و عزل اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل این شرکت‌ها را برعهده دارد. همچنین باید نحوه استفاده و بهره‌برداری از وجوه و ذخایر (خط‌مشی‌های سرمایه‌گذاری) را تعیین و به هیئت امنای پیشنهاد کند و در نهایت از سودآور بودن فعالیت‌های اقتصادی - در حداقل نرخ تعیین شده - اطمینان حاصل کند. تصمیم‌گیری نهایی در این موارد برعهده هیئت امنای صندوق است.



بنابراین، نهادی که مسئولیت سرمایه‌گذاری برای صندوق‌های بازنشستگی را برعهده دارد، امانتدار شرکای اصلی صندوق (بیمه‌شدگان و بازنشستگان)، در مقابل مدیرعامل، هیئت‌مدیره و هیئت امنای صندوق بازنشستگی پاسخگو و مسئول است.

تا پیش از اجرای ماده (۱۷) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، نمایندگان کارگران و کارفرمایان در شورای عالی تأمین اجتماعی از سوی کانون‌های عالی کارفرمایی و کارگری تعیین می‌شدند و نقش نظارتی آنها کاملاً واضح بود. علاوه بر این، نمایندگان دولت نیز به‌عنوان شخص حقوقی (نمایندگان وزارتخانه‌های عضو شورای عالی) از جایگاه تخصصی خود در این شورا حضور می‌یافتند. این وضعیت موجب تضارب آرای ذینفعان مختلف در این شورا و تقویت نقش نظارتی آن شده بود.

با اجرای قانون یاد شده و همچنین اصلاحیه ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری، وزیر رفاه و تأمین اجتماعی جایگزین همه وزارتخانه‌های دولتی عضو شورا (و تعیین‌کننده همه نمایندگان دولت در هیئت امنای) شد و همچنین اختیار تعیین معرفی نمایندگان شرکای صندوق نیز به وی داده شد. در نتیجه، با تمرکز اختیارات در وزارت رفاه، نقش نظارتی تشکل‌های مردمی عضو صندوق و همچنین وزارتخانه‌های تخصصی ذیربط، به حداقل رسیده است. در شرایط کنونی، وزیر رفاه و تأمین اجتماعی می‌تواند حداکثر برای مدت ۶ ماه به‌منظور انجام وظایف مدیران عامل سازمان‌ها و صندوق‌های بیمه سرپرست منصوب نماید.<sup>۱</sup>

صرفنظر از آنکه به‌موجب قوانین و مقررات مالی و تجاری کشور، نهادهای فعال در بازارهای اقتصادی تابع مجموعه‌ای از مقررات و سازوکارهای نظارتی و

۱. بند «ج» قانون اصلاح ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری.



پاسخگویی هستند، شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به صندوق‌های بازنشستگی (فعال در قلمروهای نظام تأمین اجتماعی) طی سال‌های اخیر تا حد زیادی دولتی یا وابسته به دولت شده‌اند و در نتیجه قابلیت‌های پاسخگویی در آنها کاهش یافته است.

بنابراین، از آنجا که تقویت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی لازم به‌نظر می‌رسد، به‌منظور رعایت سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی و الزامات حقوقی و مدیریتی آن، لازم است ساختار مدیریتی حاکم بر نهادهای سرمایه‌گذار صندوق‌های بازنشستگی پاسخگوتر شود و این امر مستلزم این است که قوانین و اساسنامه‌ها در مواردی که بیان شد، اصلاح شوند.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این گزارش، مبانی و الزامات سرمایه‌گذاری ذخایر صندوق‌های بازنشستگی و قواعد حاکم بر آن مورد بررسی قرار گرفت. همچنین فعالیت‌های اقتصادی سازمان تأمین اجتماعی و صندوق بازنشستگی کشوری (به‌عنوان دو صندوق بیمه‌ای فعال در بازار سرمایه) بررسی شد. به‌عنوان نتیجه این بررسی، می‌توان موارد زیر را به‌طور خلاصه بیان کرد:

۱. سرمایه‌گذاری ذخایر جزء جدایی‌ناپذیر وظایف و مأموریت‌های صندوق‌های بازنشستگی است. این صندوق‌ها - به‌عنوان امانتدار بیمه‌شدگان - برای آنکه بتوانند به تعهدات آتی خود در قبال بیمه‌شدگان پایبند باشند، ناچارند سرمایه‌گذاری کنند و گرنه، هزینه بازنشستگان نسل‌های آینده به‌بودجه عمومی دولت تحمیل خواهد شد. در قانون برنامه پنجم توسعه (بند «الف» ماده (۲۶)) تقویت فعالیت‌های اقتصادی و



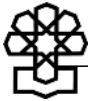
سرمایه‌گذاری سودآور ازسوی این صندوق‌ها مورد تأکید قرار گرفته است. بنابراین، محدودسازی فعالیت اقتصادی این صندوق‌ها - به نحوی که به بازدهی ذخایر آنها لطمه بزند - پذیرفتنی نیست.

۲. ذخایر و سرمایه‌های صندوق‌های بازنشستگی حاصل مشارکت بلندمدت بیمه‌شدگان آنهاست و جزء اموال دولتی نیست. بنابراین، به‌هنگام تصمیم‌گیری درباره راهبردهای سرمایه‌گذاری، باید منافع و مصلحت جامعه چند میلیونی عضو صندوق در نظر گرفته شود. هرگونه اشتباه راهبردی در این مورد می‌تواند این صندوق‌ها را به ورشکستگی نزدیک و جامعه بزرگ بازنشسته را موجب‌بگیر دولت کند، درحالی که انتقال تعهدات سنگین صندوق‌ها (که در طول چند دهه انباشته شده و می‌شود) به بودجه عمومی دولت نه ممکن است و نه منطقی.

۳. امنیت و سودآوری، دو اصل و ضابطه حاکم بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی است که توجه به هر یک از آنها مستلزم پذیرش یا عدم پذیرش حدی از مخاطرات بازار است. کلیه قواعد حاکم بر رفتار اقتصادی این صندوق‌ها باید مبتنی بر رعایت این دو اصل تنظیم شود.

۴. طی دو دهه گذشته، صندوق‌های تأمین اجتماعی و بازنشستگی کشوری از سر ناچاری (به‌دلیل واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در ازای بدهی‌های دولت) به بنگاهداری روی آورده‌اند. هرچند که این وضعیت با مأموریت اولیه آنها همخوانی نداشته است، اما بازدهی (سود + اضافه ارزش) سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی در مقایسه با بازدهی کل سرمایه‌گذاری کشور بسیار بیشتر بوده است.

۵. معمولاً محدودیت‌هایی که در سایر کشورها برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های



بازنشستگی تعیین می‌شود، با هدف تضمین امنیت و سودآوری ذخایر آنهاست. در چارچوب این محدودیت‌ها، صندوق‌ها از ورود به محدوده‌های پرخطر منع می‌شوند. بنابراین، در سیاستگذاری‌ها نباید برعکس این روش عمل شود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور از این صندوق‌ها سلب شود.

۶. مبلغ بالای بدهی‌های دولت به صندوق‌های بازنشستگی، جز از طریق واگذاری سهام شرکت‌های دولتی قابل تأدیه نیست و محدودسازی سهم صندوق‌ها در بازار (بیش از آنچه در قانون آمده)، می‌تواند منجر به ایجاد محدودیت در روند بازپرداخت این بدهی‌ها شود.

۷. قانون برنامه پنجم (بند «الف» ماده (۲۶)) بنگاهداری جدید برای صندوق‌های بازنشستگی دولتی را ممنوع کرده و این صندوق‌ها مکلف شده‌اند که موارد قبلی را نیز به تدریج طی سال‌های برنامه واگذار کنند. به‌نظر می‌رسد با اجرای این ماده قانونی، اهداف مورد نظر در ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی قابل تحقق خواهد بود و نیازی نیست که سهم صندوق‌های بازنشستگی در بازار کالاها و خدمات بیش از آنچه هست محدود شود. ضمن آنکه مفاد این ماده نمی‌تواند اهداف مورد نظر از آن را نیز محقق سازد و اصلاح آن ضروری به‌نظر می‌رسد.

۸. قواعد حاکم بر رفتار اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در بازار سرمایه، باید مشابه قواعد رفتاری بنگاه‌های خصوصی تنظیم شود. زیرا این صندوق‌ها نیز باید در قبال نمایندگان رسمی ذینفعان خود (مانند تشکل‌های کارفرمایی، کارگری و بازنشستگی) پاسخگو باشند. به‌منظور تحقق این هدف، لازم است قوانین و مقررات



زیر اصلاح شوند:

- اصلاح ماده (۱۷) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، در جهت تقویت نقش نمایندگان بیمه‌شدگان و اعضای صندوق‌ها در مجامع و هیئت‌امناها، در جهت کاهش اختیارات وزیر رفاه و تأمین اجتماعی و افزایش نقش سایر وزارتخانه‌های مرتبط (از قبیل وزارت اقتصاد و دارایی و وزارت کار و امور اجتماعی) در مجامع و هیئت‌امناها و همچنین افزایش اختیارات هیئت‌امنا در مدیریت و نظارت بر امور سرمایه‌گذاری صندوق‌ها،

- لغو ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری (و اصلاحیه بعدی آن) و ملاک قرار گرفتن قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی در کلیه موارد موضوع این قانون.

- اصلاح اساسنامه صندوق‌ها متناسب با اصلاحات قانونی یاد شده.

۹. در ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی، محدودیت سهم ۴۰ درصدی از بازار هر کالا یا خدمت برای «مؤسسات عمومی غیردولتی موضوع ماده (۵) قانون محاسبات عمومی» در نظر گرفته شده است، اما فهرست این مؤسسات شامل همه مواردی که منظور قانونگذار را تأمین کند، نیست. از یکسو، بخش عمده نهادهایی که در بازار سرمایه فعال بوده و ماهیت شبه‌دولتی دارند،<sup>۱</sup> نامشان در این فهرست نیست و در نتیجه مشمول این محدودیت نیستند و ازسوی دیگر، تعدادی از نهادهای موضوع این فهرست اصولاً فعالیت اقتصادی ندارند. بنابراین، برای افزایش کارآمدی این ماده قانونی، لازم است این نقیصه برطرف شود.

۱. مانند بنیاد تعاون سپاه پاسداران، صندوق‌های بازنشستگی اختصاصی دستگاه‌ها، صندوق بازنشستگی کشوری و...



باتوجه به نکاتی که بیان شد، تنظیم رفتار اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در بازار سرمایه را نباید از طریق محدودسازی سهم آنها در بازار دنبال کرد. زیرا پرداختن به سرمایه‌گذاری سودآور در راستای مأموریت ذاتی آنهاست و ادامه حیات صندوق‌ها جز از طریق تقویت سرمایه‌گذاری‌ها مقدور نیست، اما اصلاح قوانین و اساسنامه‌ها و وضع مقرراتی در جهت جلوگیری از امتیازهای ویژه برای این‌گونه سازمان‌ها و همچنین شفاف‌سازی و تقویت سازوکارهای پاسخگویی آنها ضروری است.

### پیشنهادها

پیشنهاد می‌شود بدون آنکه سهم صندوق‌های بازنشستگی در بازار بیش از این محدود شود، اهداف ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی از طریق تقویت سازوکارهای پاسخگویی صندوق‌ها و جلوگیری از ایجاد امتیازهای ویژه برای آنها در بازارهای اقتصادی پیگیری شود. اصلاحات پیشنهادی به این شرح است:

۱. اصلاح بند «الف» ماده (۱۷) قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی

به این شرح:

الف) شورا یا مجمع یا هیئت‌امنا به تعداد ۹ نفر با شرایط زیر:

- پنج نفر نمایندگان بخش دولتی شامل وزیر رفاه و تأمین اجتماعی (به‌عنوان رئیس) و وزرا (یا نماینده تام‌الاختیار وزرای اقتصاد و دارایی، صنایع و معادن، تعاون و حسب مورد کار و امور اجتماعی (برای صندوق‌های کارگران) و معاونت توسعه مدیریت و منابع انسانی رئیس‌جمهور (برای صندوق‌های کارکنان دستگاه‌ها).



- چهار نفر از نمایندگان تشکل‌های قانونی اعضای صندوق شامل دو نفر نماینده بیمه‌شدگان و دو نفر نماینده کارفرمایان.

**تبصره -** در هر مورد که تشکل قانونی اعضای صندوق ایجاد نشده باشد، نماینده مربوط حسب مورد به پیشنهاد یکی از نمایندگان دولتی مذکور در بند «۱» تعیین خواهند شد.

۲. لغو ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری و اصلاحیه بعدی آن (مصوب ۱۳۸۸/۱۲/۵) و ملاک قرار گرفتن قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی در کلیه موارد موضوع این قانون.

۳. اصلاح اساسنامه صندوق‌ها متناسب با اصلاحات قانونی یاد شده،

۴. تسریع در تدوین ضوابط، سازوکارها و قواعد حاکم بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی از سوی شورای عالی رفاه و تأمین اجتماعی (مطابق بند «ه») ماده (۱۵) قانون ساختار) به‌منظور پاسخگوتر کردن ساختار صندوق‌ها و جلوگیری از بروز رفتارهای مشابه بخش دولتی از سوی این صندوق‌ها در بازارهای اقتصادی.

۵. اصلاح ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی به نحوی که تمامی نهادها و مؤسسات مورد نظر قانونگذار را شامل شود.



## منابع و مآخذ

۱. تامانگو، ادوارد. سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی: اصول و ملاحظات، ترجمه علی فلاح زیارانی، فصلنامه تأمین اجتماعی، ش ۱۹، زمستان ۱۳۸۳.
۲. جلیلی، طیبیه. سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی: الزامات - تجارب جهانی، سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۸.
۳. فرهادی‌پور، محمدرضا. حکمرانی صندوق‌های بازنشستگی و ابلاغیه اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی، فصلنامه مجلس و پژوهش، ش ۵۴، زمستان، ۱۳۸۵.
۴. فلاح زیارانی، علی. ابزارها و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، فصلنامه تأمین اجتماعی، ش ۱۷، تابستان ۱۳۸۳.
۵. قاسمی، مجتبی. نگاهی به نقش سیستم‌های مستمری بر بازارهای مالی و توسعه اقتصادی، سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۸.
۶. قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، مصوب اردیبهشت‌ماه ۱۳۸۳.
۷. قانون مدیریت خدمات کشوری، مصوب مهرماه ۱۳۸۶.
۸. قانون اصلاح ماده (۱۱۳) قانون مدیریت خدمات کشوری، مصوب اسفندماه ۱۳۸۸.
۹. قانون برنامه پنجم توسعه، مصوب دی‌ماه ۱۳۸۹.
۱۰. گزارش «برنامه استراتژیک سازمان تأمین اجتماعی»، معاونت اقتصادی و برنامه‌ریزی، ۱۳۸۳.
۱۱. گزارش‌های آماری سازمان تأمین اجتماعی، معاونت اقتصادی و برنامه‌ریزی (دفتر آمار و محاسبات)، ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸.
۱۲. گزارش‌های عملکرد شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸.
۱۳. گزارش عملکرد چهارساله ۱۳۸۴-۱۳۸۷ سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۸.
۱۴. گزارش عملکرد هشت‌ساله ۱۳۷۶-۱۳۸۳ سازمان بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۴.
۱۵. گزارش‌های مالی صندوق بازنشستگی کشوری، ۱۳۸۷.
۱۶. مجموعه قوانین و مقررات تأمین اجتماعی، دفتر قوانین و مقررات سازمان تأمین اجتماعی، ۱۳۸۶.



۱۷. نایب، سعید. ارزیابی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی از منظر ملاحظات نهادی، مؤسسه مطالعاتی دین و اقتصاد، آذرماه ۱۳۸۶.

۱۸. یزدانی، فرشید. سرمایه‌گذاری در سازمان تأمین اجتماعی، فصلنامه تأمین اجتماعی، ش ۱۵، زمستان ۱۳۸۲.

19. "Funding Unfunded Pensions: Governanace and Investments of Asian Reserve Funds"، International Pension Papers، No. 1, 2008.
20. Frazen، D. "Managing Invesment Risk in Defined Benefit Pension Funds"، OECD Working Papers on Insurance and Private Pesions، No. 38, 2010.
21. Stewart، F "Pension FundInvestment in Hedge Funds"، OECD Working Paper on Insurance and Private Pesions، No. 12, 2007.



شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۱۰۷۵۶

عنوان گزارش: تنظیم فعالیت‌های اقتصادی صندوق‌های بازنشستگی در راستای قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه اقتصاد بخش عمومی)

تهیه و تدوین: مظفر کریمی

ناظر علمی: علی نصیری اقدم

متقاضی: معاونت پژوهشی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. صندوق‌های بازنشستگی

۲. تأمین اجتماعی

۳. مؤسسات عمومی غیردولتی

۴. شبه دولتی

۵. سرمایه‌گذاری

۶. تنظیم مقررات

۷. سیاست‌های کلی اصل ۴۴

تاریخ انتشار: ۱۳۹۰/۱/۳۰