

# ابزارها و محدودیتهای سرمایه‌گذاری‌های صندوقهای بازنشستگی

## مقایسه تطبیقی با سازمان تأمین اجتماعی ایران

علی فلاح زیارانی

### چکیده

تغییرات جمعیتی از قبیل کاهش نرخ زاد و ولد، افزایش امید به زندگی و... در کنار تحولات اقتصادی مانند رشد بنگاههای کوچک، تحرک شدید سرمایه و... در کاهش منابع بیمه‌های اجتماعی نقش چشمگیری داشته است. به این دلیل نظام ارزیابی سالانه با مشکلات جدی مواجه شده است.

یکی از مهمترین رویکردها برای رفع مشکلات فوق حرکت به سمت سیستم‌های مبتنی بر اندوخته گذاری است. نکته قابل تأمل در سیستم‌های مبتنی بر اندوخته‌گذاری توجه ویژه به مقوله سرمایه‌گذاری و وضعیت بازارهای مالی است.

مقاله حاضر بخشی از ادبیات نظری و تجارب جهانی موجود در حوزه سرمایه‌گذاری‌های این سیستم را ترسیم می‌کند و به مقایسه تطبیقی وضعیت صندوق سازمان تأمین اجتماعی ایران می‌پردازد که به استناد ماده یک، ماده پنجاه و دو، و ماده پنجاه و سه قانون تأمین اجتماعی مصوب سال ۱۳۵۴ سیستمی مبتنی بر اندوخته‌گذاری است. نتایج اجمالی نشان می‌دهد که رویکرد غالب در سرمایه‌گذاری صندوقهای بازنشستگی سرمایه‌گذاری غیرمستقیم (از قبیل اعطای تسهیلات و خرید اوراق قرضه) بوده و سرمایه‌گذاری مستقیم در قالب شرکت‌داری معمولاً سهم ناچیزی را به خود اختصاص داده است. همچنین هم از بعد نظری و هم از بعد عملی توجه به سرمایه‌گذاری خارجی و سرمایه‌گذاری در بازار بورس در

سالهای اخیر افزایش یافته است. مقایسه وضعیت سازمان تأمین اجتماعی با تجارب موجود حکایت از فاصله زیاد ترکیب سرمایه‌گذاری‌های سازمان با توصیه‌های تئوریک و فضای متعارف دارد. این پدیده می‌تواند ناشی از شرایط خاص اقتصاد ایران بوده باشد.

### مقدمه

صندوقهای بازنشستگی مبتنی بر اندوخته‌گذاری دارای حجم عظیمی از پس‌اندازهای قراردادی هستند که به دلیل ماهیت بیمه‌های اجتماعی ناگزیرند این حجم از پس‌اندازها را در بازارهای مالی سرمایه‌گذاری کنند. این سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً با ملاحظات خاصی همراه است. صندوقهای بازنشستگی متولد می‌شوند، به بلوغ می‌رسند و در نهایت دچار پدیده سالخوردگی می‌شوند. لاجرم سیاستهای سرمایه‌گذاری در این صندوقها باید به گونه‌ای طراحی شود تا بتواند توزیع مناسبی از منابع را در طول دوره فعالیت تأمین کند. همچنین حجم عظیم پس‌اندازهای قراردادی در اختیار صندوقهای بازنشستگی، آنها را از سرمایه‌گذاران جزء در بازار متمایز می‌کند و بشدت عملکردشان را به حوزه تعیین سبد دارایی<sup>۱</sup> و تدوین استراتژی مدیریت سبد دارایی و وضعیت اقتصادی (بویژه بازار سرمایه) گره می‌زند.

هدف اصلی مقاله حاضر تبیین ملاحظات خاص سرمایه‌گذاری بیمه‌های اجتماعی و متعاقب آن ارائه مباحث نوین در حوزه سرمایه‌گذاری این نوع صندوقها، تحلیل سیاستهای سرمایه‌گذاری در کشورهای تازه صنعتی‌شده جنوب شرق آسیا و در نهایت ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین اجتماعی با در نظر گرفتن ملاحظات مذکور است. به این منظور ابتدا رابطه میان بازارهای مالی و سیاستهای سرمایه‌گذاری طرحهای تأمین اجتماعی و اصول و ابزارهای متعارف در اختیار این صندوقها تبیین شده و سپس سیاستهای سرمایه‌گذاری در کشورهای جنوب شرقی آسیا در مقایسه با ادبیات مذکور آمده است. در نهایت نیز با ارائه ارقام عملکردی مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی (در سطح کلان و در سطح شرکت سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی)، مقایسه الگوی سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی ایران و الگوی متعارف (از بعد تئوریک و همچنین تجارب کشورهای جنوب شرقی آسیا) بیان شده است.

1. portfolio

۱. ارتباط میان بازارهای مالی و سیاستهای سرمایه‌گذاری طرحهای تأمین اجتماعی اهمیت ارتباط میان بازارهای مالی و سیاستهای سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی از دو موضوع ناشی می‌شود:

نخست ابزارهای سرمایه‌گذاری که بازارهای مالی در اختیار سرمایه‌گذاری‌های طرحهای بیمه‌ای قرار می‌دهند و دوم توان بالقوه ذخایر تأمین اجتماعی برای توسعه و تقویت بازارهای سرمایه داخلی.

به نظر می‌رسد که نبود تنوع در ابزارهای سرمایه‌گذاری یکی از محدودیتهای اصلی سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بیمه‌ای است. زیرا وقتی ابزارهای سرمایه‌گذاری موجود در بازار سرمایه متنوع نباشد، سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی در تشکیل سبد دارایی بهینه خود با محدودیت جدی مواجه می‌شود. همچنین محدودیت بازار سرمایه داخلی از لحاظ عمق و حجم باعث می‌شود حجم سرمایه‌گذاری‌های طرحهای بیمه‌ای در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی به اندازه‌ای باشد که سهم عمده‌ای از بازار سرمایه را به خود اختصاص دهد و این پدیده باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی در بازارهای داخلی می‌شود.

به عنوان مثال در مالزی تا پایان سال ۱۹۹۸، ۸۷/۹ درصد از اشخاص حقیقی ۱۳/۲ درصد از بازار سرمایه را در اختیار داشته‌اند، در حالی که مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری رسمی که از نظر تعداد ۲/۸ درصد هستند (مانند صندوقهای تأمین اجتماعی)، ۴۳/۴ درصد از سهم بازار را در اختیار داشته‌اند.<sup>۱</sup> این پدیده که از ویژگیهای مشترک بازارهای سرمایه کشورهای در حال توسعه است، موجب نوسانات دائمی در بازار سرمایه می‌شود.

از منظر دوم صندوقهای بیمه‌ای می‌توانند نقدینگی بالقوه مورد نیاز توسعه بازارهای سرمایه را فراهم آورند. (این پدیده در کشورهای تازه صنعتی‌شده جنوب شرقی آسیا بیشتر مد نظر بوده است) اما در عمل منافع تأمین مالی توسعه بازارهای سرمایه آسیب‌پذیر بسیار ناچیز و بر سرمایه‌گذاری‌های طرحهای بیمه‌ای هزینه‌های بالایی تحمیل می‌کند. لذا با وجود اینکه فعالیت طرحهای بیمه‌ای باعث نوآوری در بازارهای سرمایه می‌شود (زیرا صندوقهای تأمین اجتماعی

1. Roslan A. Ghaffar, *Pension Fund and Capital Market Development*, Social Security Challenges in Asia and Pacific, ISSA, 2000, p.96.

به منظور بهینه کردن ترکیب داراییهای خود به ابزارهای متنوع نیاز دارند)، نااطمینانی های مذکور مانعی جدی در این مسیر به شمار می رود.

اهمیت ارتباط دوگانه بازارهای سرمایه و سیاستهای سرمایه گذاری تأمین اجتماعی به حدی است که برخی اوقات این بحث مطرح می شود که آیا اصلاحات طرحهای مستمری که موجب تغییر سیستم به سمت سیستم های اندوخته گذاری می شود، می تواند اجرا شود. زیرا طرحهای اندوخته گذاری موجب انباشت پس اندازهای قراردادی می شود و اگر این انباشت نتواند در بازار سرمایه به صورت کارا به کار گرفته شود، ممکن است مشکلات موجود طرحهای تأمین اجتماعی را بیشتر کند. دستیابی به اهداف مورد نظر به منظور ایجاد تحرکی بالقوه میان بازارهای مالی و سرمایه گذاری های طرحهای بیمه ای، معمولاً با مشکلاتی همراه است. به نظر می رسد تا زمانی که سازوکارهای بازار سرمایه (مانند نظارت بانکی، مقررات حاکم بر جامعیت صورتهای مالی، قوانین حاکم بر اوراق بهادار و...) اجرا نشوند، سطح خطر برای سرمایه گذاری های تأمین اجتماعی در بازارهای سرمایه می تواند تهدیدکننده و غیرقابل قبول باشد.

اهمیت تأثیر بازارهای مالی بر سرمایه گذاری های تأمین اجتماعی زمانی بیشتر می شود که بحث جهانی شدن را نیز اضافه کنیم. جریان آزاد سرمایه در فرایند جهانی شدن، باعث کاهش ریسک برای سرمایه گذاری های تأمین اجتماعی مانند ریسک کاهش ارزش پول (تورم)، سیاستهای داخلی، کنترل بر سرمایه های داخلی و دیگر سیاستهای اقتصاد کلان خواهد شد و به دلیل همین کاهش ریسکها، متنوع کردن سبد داراییها از طریق توجه به بازارهای مالی خارجی در بسیاری از صندوقهای تأمین اجتماعی مد نظر قرار گرفته است.

به عنوان مثال در سنگاپور، صندوق بازنشستگی مرکزی اجازه دارد ۵۰ درصد از سبد دارایی خود را در کشورهایی مانند تایلند، مالزی، امریکا، ژاپن، هنگ کنگ و چین سرمایه گذاری کند. البته باید توجه داشت که هدایت ذخایر طرحهای بیمه ای به سوی بازارهای خارجی در صورت نبود سازوکار مشابه و همسان بین بازار سرمایه خارجی و داخلی، منبع زیان بالقوه ای برای توسعه بازارهای مالی داخلی است که در خور تأمل است و این یکی از مهمترین چالشهای پیش روی کشورهای در حال توسعه است که از یک طرف نیازمند جذب سرمایه های خارجی هستند و از طرف دیگر به دلیل ناکارآمدی بازارهای داخلی قسمت عمده ای از پس اندازهای قراردادی تمایل به خروج از کشور را دارند.

اشاره‌های مختصر فوق مؤید این مطلب است که وقتی دربارهٔ ارزیابی سیاست‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی بحث می‌شود یکی از مهمترین مباحث، چند و چون بازار مالی کشورهاست. به تعبیر دیگر در تدوین و ارزیابی سیاست‌های سرمایه‌گذاری طرح‌های بیمه‌ای، اولین و مهمترین قدم شناخت بازار سرمایه و محدودیت‌های آن است. زیرا حجم ذخایر این صندوقها به اندازه‌ای است که بازاریابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه با ابزارهای محدود بسیار مهم است.

۲. ابزارهای در اختیار سرمایه‌گذاری‌های طرح‌های بیمه‌ای و ویژگیهای هر یک  
ابزارهای در دسترس برای سرمایه‌گذاری‌های طرح‌های بیمه‌ای عبارتند از: اوراق قرضه شامل اوراق بهادار دولتی و اوراق منتشرشده توسط مؤسسه‌های اعتباری، اوراق قرضه شرکتها، سپرده‌های بانکی دارای سود، سرمایه‌گذاری در بازار سهام (شامل سهام عادی و ممتاز)، مستغلات (داراییهای ثابت) و همین طور اختصاص منابعی برای ساخت مسکن (که عملاً در راستای هدف مطلوبیت اجتماعی سرمایه‌گذاری‌ها به کار گرفته می‌شود). همچنین طرح‌های بیمه‌ای می‌توانند به طور مستقیم در واحدهای تجاری - تولیدی سرمایه‌گذاری کنند یعنی یک واحد تجاری یا تولیدی متعلق به خود راه‌اندازی کنند و بالاخره فرصت سرمایه‌گذاری خارجی نیز می‌تواند مورد استفاده واقع شود. هر یک از ابزارهای فوق ویژگیهای خاص خود را از منظر ایمنی، بازدهی، نقدینگی، مطلوبیت اجتماعی و بالاخره هزینه‌های اداری دارا هستند که در ادامه به طور مختصر به آن اشاره می‌شود.

تمرکز سرمایه‌ها در اوراق بهادار دولتی اگرچه تا حدود زیادی ایمنی قانونی را می‌پوشانند، در کشورهایی نظیر ایران که نرخ بهره واقعی منفی بوده، در تضمین ایمنی اقتصادی با مشکل مواجه است. به علاوه این نوع سرمایه‌گذاری‌ها از منظر اقتصاد کلان به عنوان زمینه‌های فاقد قابلیت تولید به حساب می‌آید، زیرا ممکن است وام‌های پرداختی به دولت صرف هزینه‌های جاری دولت شود که از منظر مطلوبیت اجتماعی سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی با مشکل مواجه است. البته اوراق بهادار دولتی و اوراق بهادار مؤسسه‌های وابسته به دولت، بخشهای مهمی از عرصه‌های سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی را به خود اختصاص داده است. این موضوع هم مطلوبیت اوراق بهادار دولتی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و جوه تأمین اجتماعی را از

منظر ایمنی قانونی و هم نبود بسترهای سرمایه‌گذاری مناسب دیگر را نشان می‌دهد و شاید هم الزامات قانونی در بعضی از کشورها منجر به این پدیده شده‌اند (منظور از الزامات قانونی آن است که دولت ممکن است از لحاظ قانونی به صندوقهای بیمه‌ای تکلیف کند که در اوراق بهادار دولتی سرمایه‌گذاری کنند). البته باید توجه داشت که اگر نرخ بهره حقیقی مثبت باشد، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی از منظر هزینه‌های مدیریتی بسیار مطلوب است.

سایر سرمایه‌گذاری‌های برخوردار از سود ثابت نظیر اوراق قرضه شرکتها، نسبت به اوراق بهادار دولتی یا تضمین‌شده از سوی دولت، از درجه اطمینان کمتری برخوردارند و در نتیجه به طور کلی برای بازده‌هایی با نرخهای بالاتر پیشنهاد می‌شود. این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها بسته به بازار سرمایه، نسبت به اوراق بهادار دولتی از خاصیت نقدینگی کمتری نیز برخوردارند.

سرمایه‌گذاری در سهام شرکتهاى خصوصى از لحاظ ایمنی و بازدهی از دامنه نوسان وسیعی برخوردار است و خاصیت نقدینگی سرمایه‌گذاری‌های مذکور بشدت به بازار سرمایه مرتبط است. اما در مجموع در مورد این نوع سرمایه‌گذاری‌ها توصیه می‌شود که اولاً طرحهای بیمه‌ای باید به نگهداری سهام به جای خرید و فروش بپردازند (نگهداری برای بلندمدت). ثانیاً در خرید یا تشکیل سبد دارایی‌ها در بورس باید تلاش کنند شاخصها را خریداری کنند و ثالثاً کمتر از ۱۰ درصد سهام بازار را به خود اختصاص دهند. این توصیه‌ها به این خاطر است که اگر صندوقهای بیمه‌ای در بازار بورس به خرید و فروش سهام بپردازند به علت حجم بالای فعالیت در هنگام فروش، کاهش در قیمت بازار، نقش مخربی برای سرمایه‌های آنها دارد و در هنگام خرید نیز برعکس. از این جهت معمولاً توصیه می‌شود که در بازار سهام میزان معینی از مجموعه سهام تابلو را خریداری و برای بلندمدت نگهداری کنند.

سرمایه‌گذاری در مستغلات هدف بازدهی و ایمنی واقعی سرمایه‌گذاری را تحقق می‌بخشد. لیکن تبدیل این‌گونه داراییها به پول (نقدپذیری) معمولاً دشوار است و به علاوه مشکلات اداری نیز به همراه دارد.

همچنین طرحهای تأمین اجتماعی می‌تواند به طور مستقیم وارد عرصه ساخت مسکن شود یا ممکن است در خرید اوراق قرضه‌ای که توسط مسئولان اجرای پروژه‌های خانه‌سازی ملی یا دیگر اعطاکنندگان وام صادر می‌شود، سرمایه‌گذاری کند و بدین ترتیب در هزینه‌های اداری صرفه‌جویی شده و از موانع بالقوه در سرمایه‌گذاری مستقیم در امر مسکن اجتناب می‌شود.

نکته مهم: سرمایه‌گذاری‌ها در مستغلات، سهام مدیریتی، مالکیت واحدهای تجاری - تولیدی و تولید انبوه مسکن ممکن است امتیازات بالقوه‌ای به همراه داشته باشد اما اداره امور این سرمایه‌گذاری‌ها از بعد نظارت حائز اهمیت است؛ بویژه در ساختار اقتصادی - اجتماعی که مقوله رانت‌های اطلاعاتی و... نقش تعیین‌کننده‌ای در چگونگی کسب سود دارند. در چنین ساختارهایی سرمایه‌گذاری‌های مستقیم ممکن است منبع فساد مالی شود و هزینه‌های اداری و نظارتی را به صورت قابل ملاحظه‌ای بالا ببرد. همچنین حتی اگر طرح‌های زیربند در انتخاب سرمایه‌گذاری‌های خود از آزادی عمل قابل توجهی برخوردار باشد، مدیریت عالی صندوق تأمین اجتماعی باید به خاطر داشته باشد که مسئولیت اصلی طرح ارائه حمایتها به افراد تحت پوشش خود به شیوه‌ای مؤثر و مفید است.

### ۳. مباحث نوین در عرصه سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی

دو رویکرد نوین در روشهای سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی در دهه‌های اخیر بیشتر مورد توجه قرار گرفته است. مطرح شدن رویکردهای نوین ریشه در تحولات اقتصادی و تغییرات پیش‌آمده در سیستم‌های تأمین اجتماعی (حرکت به سمت اندوخته‌گذاری) داشته است.<sup>۱</sup> این رویکردها عبارت است از:

الف) گرایش به سرمایه‌گذاری در سهام به جای اوراق قرضه ب) گرایش به سرمایه‌گذاری بین‌المللی و نگهداری بخشی از سبد دارایی این صندوقها در خارج از کشور میزبان. در ادامه علل این تغییر جهت در حوزه سرمایه‌گذاری‌ها بررسی شده است.

مهمترین دلیل مدافعان سرمایه‌گذاری در بازار سهام ریشه در ماهیت تعهدات صندوقهای بازنشستگی دارد. طرفداران سرمایه‌گذاری در بازار سهام استدلال می‌کنند که چون تعهدات صندوقهای بازنشستگی بر اساس ارقام واقعی است و نه اسمی (نرخ آخرین دستمزدهایی که بر اساس تورم تعدیل می‌شوند) پس باید سرمایه‌گذاری‌ها در جاهایی متمرکز شود که از افزایش نرخها منتفع شوند. از این جهت سرمایه‌گذاری در سهام شاید مناسب باشد زیرا سهم سود نیروی

1. Philip Davis, *Pension Fund Management and International Investment*, senior level seminar, Caribbean Center for monetary Studies, Trinidad 2002.

کار و سرمایه از تولید ناخالص داخلی<sup>۱</sup> معمولاً در طول زمان ثابت است و ارزش سهام مبنای خوبی برای درآمد سرمایه است. لذا اگر بنا باشد سهم نیروی کار و سرمایه از تولید ناخالص داخلی ثابت بماند به موازات افزایش دستمزدها، ارزش سرمایه نیز رشد می‌کند که از این جهت به نظر می‌رسد برای پاسخگویی به تعهدات واقعی طرحهای بازنشستگی، سرمایه‌گذاری در سهام راه‌حل مناسبی باشد. البته مدافعان دلایل نسبتاً کم‌اهمیت‌تری دیگری نیز دارند؛ از آن جمله بالا بودن نرخ بازدهی سهام در مقایسه با اوراق قرضه در گذشته (در آمریکا این بازدهی در مقایسه با بازدهی اوراق خزانه بلندمدت به طور متوسط ۱۲-۱۰ درصد بیشتر بوده است) یا استفاده نامناسب دولت از وام‌های ارزان‌قیمت طرحهای بازنشستگی است.

سرمایه‌گذاری در بازار سهام نیز با انتقاداتی از این دست مواجه بوده، از جمله احتمال عدم تداوم نرخهای بازدهی مطلوب گذشته در آینده، ساختار سیاسی مدیریت بخش عمده‌ای از بازار بورس و تأثیر آن به سیستم تصمیم‌گیری در صندوقهای بیمه‌ای، ماهیت سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی (اندازه و حجم بالا) که قدرت تصمیم‌گیری به موقع در بورس را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد و احتمالاً بازدهی کمتری را از کل بازار نصیب این صندوقها می‌کند.

دومین مقوله مربوط به بحث سرمایه‌گذاری در بازارهای خارجی است. توجه به بحث سرمایه‌گذاری خارجی در ادبیات صندوقهای بازنشستگی دو علت مهم دارد: نخست ظرفیت بازارهای داخلی و امکان توان جذب ذخایر طرحهای بازنشستگی در این بازارها و دوم بحث کاهش ریسک‌های سیستماتیک. مقوله ظرفیت بازارهای داخلی ناشی از این پدیده است که اندازه ذخایر تأمین اجتماعی معمولاً آنقدر زیاد است که یا بازارهای داخلی توان جذب آنها را ندارند یا در صورت جذب این ذخایر به علت بالا رفتن سهم این طرحها در مجموع بازار ریسک قابل توجهی متوجه سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی می‌شود. در این صورت شاید نگره داشتن بخشی از داراییها در خارج از بازارهای داخلی راه‌حل مناسبی باشد.

اما دلیل قویتری جدای از بحث محدودیت بازار برای توجیه سرمایه‌گذاری بین‌المللی توسط صندوقهای بازنشستگی وجود دارد. بر مبنای نظریه مدرن سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> نگهداری سبد دارایی به صورت گسترده در بازارهای داخلی می‌تواند ریسک غیرسیستماتیک ناشی از فعالیت

1. gross domestic product (GDP)

2. modern portfolio theory (MPT)



شرکتها را از بین ببرد یا به اندازه قابل توجهی کاهش دهد، ولی این نوع سبب دارایی در کاهش ریسک سیستماتیک که در مجموعه کل اقتصاد وجود دارد نمی‌تواند نقشی داشته باشد. زیرا ریسک سیستماتیک در بازار سرمایه کارآمد، تنها از طریق سرمایه‌گذاری در سطح جهانی کاهش می‌یابد. در واقع استراتژی سبب دارایی بین‌المللی ریسک سیستماتیک را کاهش می‌دهد زیرا ادوار<sup>۱</sup> تجاری و شوکهای موجود در کشورهای مختلف با هم همبستگی ندارند. به تعبیر دیگر ممکن است در کوتاه‌مدت سهم سود در بازار بین‌المللی به صورت متفاوت تغییر کند که در صورت سرمایه‌گذاری بین‌المللی ریسک ناشی از کاهش سود بازار داخلی جبران شود. مدافعین سرمایه‌گذاری بین‌المللی حتی در زمانی که ریسکهای تجاری در کشورهای مختلف با هم همبستگی داشته باشند (به عنوان مثال تغییرات ناگهانی قیمت نفت معمولاً ادوار تجاری را در کشورهای مختلف همسان می‌کند، اگرچه نتایج تغییرات قیمت نفت برای کشورهای صادرکننده و واردکننده متفاوت است) باز هم معتقدند که این نوع سرمایه‌گذاری‌ها ضروری است زیرا در بسیاری از جاها ریسک غیرسیستماتیک را کاهش می‌دهد؛ مثلاً اگر قیمت نفت تغییر کند کسانی که، هم در کشورهای صادرکننده نفت و هم در کشورهای واردکننده نفت سرمایه‌گذاری کرده‌اند، کمتر متضرر خواهند شد.

آنچه در توجیحات تئوریک گفته شد با آنچه در عمل اتفاق افتاده تا حدودی متفاوت بوده است. به‌رغم مباحث فوق صندوقهای بازنشستگی اغلب بین ۶۰ تا ۹۰ درصد از داراییهای خود را در بازارهای داخلی نگهداری می‌کنند. مسئله به دست آوردن اطلاعات و هزینه مبادله، بحث شفافیت، توقیف اموال و... از جمله محدودیتهای سرمایه‌گذاری بین‌المللی است. دلایل ضعیف‌تر دیگر ناشی از ریسکهای خاصی است (در مقایسه با سرمایه‌گذاری داخلی) مانند ریسک نرخ ارز، ریسک نقل و انتقالات و... البته روندهای اخیر در سبب دارایی‌های سرمایه‌گذاری صندوقهای بازنشستگی حاکی از توجه بیشتر به مقوله سرمایه‌گذاری خارجی است.

به عنوان مثال بیشترین سهم دارایی خارجی در کشور نیوزیلند در حدود ۴۲ درصد است (یک اقتصاد باز کوچک که صندوق بازنشستگی نسبتاً بزرگی در مقایسه با بازار داخل دارد). سهم دارایی‌های خارجی در استرالیا، کانادا، ژاپن، سوئیس و انگلستان در حدود ۲۰ درصد است.

1. cycle

ژاپن و انگلیس نسبتاً اقتصادهای بزرگی دارند در صورتی که اقتصاد دیگر کشورها تا حدودی کوچک است. صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحد آمریکا، به عنوان بزرگترین اقتصاد باز، حدود ۱۱ درصد داراییهای خود را در خارج سرمایه‌گذاری کرده‌اند.<sup>۱</sup>

#### ۴. خلاصه عملکرد و سیاستهای سرمایه‌گذاری صندوقهای تأمین اجتماعی در کشورهای جنوب شرقی آسیا<sup>۲</sup>

کشورهای آسیای جنوب شرقی، کشورهای موفق در جذب سرمایه‌گذاری‌ها و توسعه بازارهای سرمایه بوده‌اند که این امر تا حدی نشان از موفقیت آنها در پایین نگه‌داشتن نرخ دستمزدها و نرخهای مالیات در فضای بین‌المللی است. اما بحرانهای پولی و مالی در حال پیشرفت سالهای اخیر چالش اصلی پیش روی سیاستهای سرمایه‌گذاری توسط صندوقهای تأمین اجتماعی بوده است. نکته مهم این است که این کشورها در حالی با بحران مواجه شده‌اند که تجربه رشد اقتصادی بالا، ثبات سیاستهای اقتصادکلان و ادغام در اقتصاد جهانی را در دو دهه قبل بخوبی تجربه کرده‌اند.

این تحولات موجب تغییر در سیاستهای سرمایه‌گذاری طرحهای تأمین اجتماعی نیز شده که در ادامه به طور مختصر به آن اشاره می‌شود.

#### ۴-۱. اندونزی

کل داراییهای طرحهای تأمین اجتماعی تا پایان سال ۱۹۹۴، ۲/۱ میلیارد روپیه (۵/۶ درصد از کل تولید ناخالص داخلی) بوده است. صندوقهای بازنشستگی حمایت از کارگران به صورت اختیاری، بیشترین سهم را دارا هستند (۴۵ درصد) و بقیه در صندوقهای دیگر متمرکز شده است. مجموعه داراییهای سرمایه‌ای صندوقهای مذکور تا پایان سال ۱۹۹۴ به صورت ذیل اختصاص یافته است:

1. Philip Davis, *Pension Fund Management and International Investment*, senior level seminar, Caribbean Center Monetary Studies, Trinidad 2002, p.16.

۲. عمده مباحث این قسمت برگرفته از مقاله زیر است، در موارد دیگر به مآخذ اشاره شده است:

Mukul G.Asher, "Investment Policies and Performance of Provident Funds in Southeast Asia", World Bank Office, Beijing, 2000.

سهم بازار سهام: ۸ درصد، اوراق قرضه: ۱۱ درصد، سپرده‌های بانکی: ۴۱ درصد، اوراق دولتی کوتاه مدت: ۳۰ درصد، املاک و ... ۱۰ درصد.

در اندونزی سرمایه‌گذاری در بازارهای خارجی از نظر قانونی منع شده است. بنابراین امکان تفکیک ریسک صندوق از ریسک کشور وجود ندارد. از طرف دیگر بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها کوتاه مدت است در صورتیکه تعهدات مستمری بلندمدت هستند. بنابراین ارتباطی منطقی میان دارایی‌ها و تعهدات وجود ندارد.

اگرچه جزئیات دقیقی از نرخهای بازدهی در دسترس نیست، براساس مطالعه انجام شده<sup>۱</sup> طی دوره ۱۹۹۵ - ۱۹۸۸، نرخ واقعی بازگشت سرمایه در مورد طرحهای بیمه‌ای کارگران (که مهمترین صندوق نیز است) بین ۶ الی ۸ درصد تخمین زده شده است که نرخ نسبتاً مناسبی است.

و بالاخره اینکه بیشتر این سرمایه‌گذاری‌ها توسط خود مؤسسه‌های بیمه‌ای مدیریت می‌شوند و فقط قسمت کوچکی از داراییها به مؤسسه‌های تخصصی سرمایه‌گذاری واگذار شده است. البته باید ذکر شود که در سالهای اخیر الگوی سرمایه‌گذاری‌های مؤسسه‌های تأمین اجتماعی در اندونزی تغییر کرده است. طبق اطلاعات ۴۵ طرح بازنشستگی در سال ۱۹۹۶، ۵۴ درصد از داراییهای خود را در حسابهای مدت‌دار، ۱۰ درصد در بازار سهام و اوراق قرضه و بقیه را در دیگر داراییهای واقعی سرمایه‌گذاری کرده‌اند.

## ۴-۲. مالزی

کل مجموعه داراییهای صندوقهای بازنشستگی ۱۳۵,۹۹۴ میلیون دلار مالزی تا پایان سال ۱۹۹۶ تخمین زده شده است که این رقم معادل ۵۴/۵ درصد از تولید ناخالص داخلی این کشور است و صندوق بازنشستگی کارگران<sup>۲</sup> ۸۶/۵ درصد از کل داراییها را به خود اختصاص داده و پس از آن صندوق تأمین بازنشستگی<sup>۳</sup> که ۵/۶ درصد و مابقی در بقیه صندوقها متمرکز است.

1. Leechor. C, "Reforming Indonesian Pension System", Washington D.C, the World Bank Policy Research Working Paper, 1996, No. 1677. 2. Employees Pension Fund (EPF)

3. Pension Trust Fund (PTF)

براساس مشاهدات در سال ۱۹۶۰، ۹۷ درصد از سرمایه‌گذاری‌ها در وثیقه‌های دولتی مالزی<sup>۱</sup> سرمایه‌گذاری شده بود؛ اگرچه بعدها سهم وثیقه‌های دولتی مالزی در طول دهه ۱۹۹۰ کاهش پیدا کرد، به گونه‌ای که تا پایان سال ۱۹۹۶ به ۳۳/۶ درصد رسید. به طور کلی وضعیت داراییهای صندوق بازنشستگی کارگران در پایان سال ۱۹۹۸ به شرح جدول زیر است:

درصد	شرح
۳۱/۳۳	وثیقه‌های دولتی مالزی
۱۴/۲۶	تسهیلات
۱۸/۳۶	سهام
۲۳/۹۱	بازار پولی
۰/۳۱	املاک (دارایی‌های ثابت)

مأخذ:  
Roslan A. Ghaffar, "Pension Fund and Capital Market Development", Challenges in Asia and Pacific, ISSA, 2000, P.104 Social Security.

نرخ‌های بازدهی در طول دوره ۱۹۹۶ - ۱۹۶۱ محاسبه شده است. متوسط سالانه ساده از نرخ اسمی طی دوره ۶/۹۱ درصد و نرخ بازگشت واقعی ۳/۴۳ درصد بود.

### ۳-۴. فیلیپین

در فیلیپین تا پایان سال ۱۹۹۶ کل داراییهای سیستم تأمین اجتماعی<sup>۲</sup> و سیستم تأمین اجتماعی دولتی<sup>۳</sup> به ترتیب ۱۴۳/۲ و ۱۰۱/۶ میلیارد پزو بوده است که مجموعه دو رقم مذکور ۱۱/۲ درصد از کل تولید ناخالص داخلی فیلیپین است. بزرگترین جزء سبد دارایی سرمایه‌گذاری‌های سیستم تأمین اجتماعی در وثیقه‌های دولتی است که حدود ۴۴/۳ درصد از کل سرمایه‌گذاری‌ها را در سال ۱۹۹۶ به خود اختصاص داده است. پس‌اندازها و سپرده‌های

1. Malaysian Government Securities (MGS)
2. Social Security System (SSS)
3. Government Security Institution System (GSIS)

مدت‌دار ۱۹/۷ درصد را به خود اختصاص داده‌اند. دومین جزء بزرگ سرمایه‌گذاری‌های سیستم تأمین اجتماعی دولتی مربوط به تسهیلات است که نزدیک ۲۵ درصد از کل است که هم شامل وام مستقیم به اعضا و هم شامل تسهیلات به شرکتها و مؤسسه‌های مالی دیگر است. اجزای دیگر نیز حدود ۱۱ درصد از کل سرمایه‌گذاری‌ها را به خود اختصاص داده‌اند.

نرخ بازدهی ساده از تقسیم درآمدها به موجودی سرمایه در سال ۱۹۹۶ حدود ۱۱/۵ درصد بوده که چندان قابل قبول نیست زیرا نرخ سود اوراق خزانه ۱۲/۳ درصد بوده است؛ اگرچه هنوز این نرخ در مقایسه با نرخ تورم ۸/۴ درصدی نرخ قابل تحملی است. روند نرخهای بازده طی دوره ۱۹۹۵ - ۱۹۸۷ بهبود داشته است. همچنین در سال ۱۹۹۶ مجموع کل سرمایه‌گذاری‌های سیستم تأمین اجتماعی دولتی ۹۶/۶ میلیارد پزو بوده که به صورت زیر است:

داراییهای جاری ۳۴/۲ درصد، تسهیلات به اعضا و غیراعضا ۳۶/۱ درصد و بقیه سرمایه‌گذاری‌ها ۲۹/۷ درصد.

#### ۴-۴. تایلند

در مورد تایلند ارقام موجود در مورد صندوقهای بازنشستگی فقط کلیتی از سرمایه‌گذاری‌ها را به تصویر می‌کشد. کل داراییهای صندوق بازنشستگی تایلند تا سال ۱۹۹۶ بین ۶ الی ۸ درصد از تولید ناخالص داخلی این کشور را تشکیل می‌دهد.

راهنمای سرمایه‌گذاری‌ها در تایلند تبیین می‌کند که ۶۰ درصد سرمایه‌گذاری‌ها باید در وثیقه‌های دولتی یا سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاری شود و تا ۴۰ درصد می‌تواند در بازار سرمایه یا اوراق قرضه شرکتها سرمایه‌گذاری گردد که از این ۴۰ درصد، ۳۰ درصد در داراییهای با ریسک کم مانند تسهیلات به شرکتها و ۱۰ درصد در پروژه‌هایی مانند خانه‌سازی سرمایه‌گذاری می‌شود. تا سال ۱۹۹۶ کل داراییهای صندوقهای مذکور بالغ بر ۸۹/۶ میلیارد باهت<sup>۱</sup> (واحد پول تایلند) بوده است.

1. Baht

## ۵. عملکرد سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین اجتماعی

پس از تبیین ملاحظات تئوریک خاص سرمایه‌گذاری‌های صندوق تأمین اجتماعی و ارائه چشم‌اندازی از تجارب کشورهای جنوب شرقی آسیا، ترکیب مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی در سطح کلان و در سطح شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی آمده است. با بررسی روند ترکیب مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی می‌توان دریافت که رویکرد اصلی سازمان تأمین اجتماعی در حوزه سرمایه‌گذاری‌ها چه سمت و سویی داشته است.

### ۵-۱. مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی

قبل از بحث دربارهٔ مصارف سرمایه‌گذاری باید یادآوری کنیم که ارقام ارائه شده موجودی سرمایه هستند نه سرمایه‌گذاری، زیرا ارقام صورتهای مالی براساس مانده حساب هستند.

مصارف سرمایه‌گذاری که در اینجا به آنها اشاره شده شامل سرمایه‌گذاری در شرکتها و مؤسسه‌های تابعه، سرمایه‌گذاری در سهام شرکتهای تولیدی و صنعتی، سپرده‌گذاری بلندمدت و اوراق مشارکت، تسهیلات به بخشهای اقتصادی و غیره (که شامل تسهیلات به بیمه‌شدگان نیز می‌شود) و بالاخره مانده وجوه اداره شده نزد بانکهاست. جمع کل این مصارف (موجودی دفتری سرمایه) از رقم ۹۷۲،۱۴۵ میلیون ریال در سال ۱۳۶۸ به رقم ۵،۶۹۲،۵۵۷ میلیون ریال در سال ۱۳۷۸ بالغ شده است. نرخ رشد افزایش مصارف سرمایه‌گذاری در دوره ۱۳۶۸ - ۱۳۷۸ به طور متوسط ۲۲/۸۳ درصد بوده است.

نسبت حجم سرمایه‌گذاری به درآمد بیمه‌ای در طول این سالها در دامنه‌ای بین ۲۳ تا ۶۱ درصد در نوسان بوده است.<sup>۱</sup>

### ۵-۲. ترکیب مصارف سرمایه‌گذاری سازمان

ترکیب مصارف سرمایه‌گذاری در جدول شماره ۱ آمده و همچنین سهم هر یک از انواع سرمایه‌گذاری‌ها نیز در جدول شماره ۲ نشان داده شده است.

۱. میزان سرمایه‌گذاری سالانه عبارت است از مابه‌التفاوت موجودی سرمایه که در جدول شماره ۲ آمده است. با تقسیم این رقم به رقم درآمد حق بیمه نسبت مذکور محاسبه شده است.

جدول شماره ۱. ترکیب مصارف سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین اجتماعی (۱۳۷۹ - ۱۳۶۸)

مبلغ به میلیون ریال

سال	۱۳۶۸	۱۳۶۹	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹
شرح												
جمع کل مصارف سرمایه‌گذاری‌های سازمان در شرکتهای تابعه	۶۱,۰۰۰	۶۱,۰۰۰	۱۱۱,۰۰۰	۲۰۳,۸۴۴	۳۳۶,۶۰۰	۲۳۹,۱۰۰	۲۳۹,۹۰۰	۴۹۸,۸۲۹	۱,۰۶۱,۷۶۶	۱,۱۰۰,۳۷۰	۱,۱۰۰,۳۷۰	۲,۰۱۰,۶۸۰
سرمایه‌گذاری در سهام شرکتهای تولیدی و صنعتی (بورسی و غیربورسی)	۲۲	۳۳	۱۵	۸۶,۷۴۴	۱۵۶,۶۵۳	۶۰۰,۶۱۷	۶۸۶,۵۶۳	۱,۳۷۶,۶۸۸	۱,۳۷۰,۸۰۰	۱,۶۵۶,۹۱۷	۲,۰۶۰,۸۱۵	۳,۲۰۰,۸۶۰
حجم سپرده ثابت بلند مدت و پس‌انداز	۷۸۵,۶۱۳	۹۳۶,۸۰۰	۸۱۰,۹۲۶	۵۸۷,۶۳۴	۵۵۷,۴۳۷	۶۶۶,۱۲۹	۸۱۲,۹۵۳	۷۹۲,۸۲۹	۷۸۶,۳۱۱	۸۰۸,۹۳۴	۱,۲۵۱,۹۳۵	۷۷۳,۵۷۸
سپرده ثابت بلندمدت	۷۵۳,۸۸۱	۹۰۶,۱۶۹	۸۱۹,۱۱۰	۵۸۶,۱۱۰	۵۵۶,۲۱۲	۶۶۵,۱۷۴	۸۱۲,۹۹۸	۷۸۲,۶۶۳	۷۸۶,۹۳۳	۸۰۸,۹۳۴	۱,۱۰۱,۹۳۵	۶۱۳,۵۷۸
اوراق قرضه	۳۱,۷۳۲	۳۱,۷۳۱	۶,۱۶۶	۸۶,۷۷۴	۱,۲۴۵	۹,۵۴۹	۶۵۴	۱۰,۰۶۶	-	-	۱۵۰,۰۰۰	۱۵۰,۰۰۰
تسهیلات اعطایی به بخشهای اقتصادی و غیره	۸۵,۱۷۶	۱۶۳,۰۰۵	۶۹۳,۵۳۰	۵۶۴,۷۰۰	۵۸۶,۶۷۴	۱,۱۶۶,۹۸۲	۱,۳۹۱,۳۳۷	۹۲۲,۹۹۷	۶۰۹,۲۱۷	۵۴۶,۳۳۷	۶۳۰,۳۳۱	۵۸۸,۰۴۰
مانده وجوه اداره شده	۲۰,۳۳۴	۴۵,۵۱۴	۷۳,۷۱۶	۹۸,۶۷۷	۱۳۰,۶۱۰	۱۹۱,۱۵۸	۳۶۵,۲۵۴	۴۳۹,۸۰۳	۵۰۲,۹۵۹	۵۵۳,۶۲۸	۶۶۸,۹۲۶	۷۵۸,۳۹۱
جمع	۹۷۲,۱۲۵	۱,۲۰۷,۶۵۲	۱,۵۰۱,۲۴۰	۱,۵۴۱,۶۹۱	۱,۶۶۲,۵۷۴	۲,۸۱۷,۹۸۶	۳,۶۸۴,۰۹۷	۴,۰۲۹,۱۶۶	۴,۳۳۹,۰۶۳	۴,۶۶۱,۰۰۶	۵,۶۹۲,۵۵۷	۷,۳۳۲,۵۳۹

مآخذ: صورتهای مالی سازمان توضیح: تسهیلات اعطایی به بخشهای اقتصادی و غیره شامل تسهیلات اعطایی به بیمه‌شدگان نیز می‌باشد ضمناً ارقام سال ۱۳۷۹ بر مبنای روش تعدی است.

جدول شماره ۲. سهم هریک از اجزا از کل مصارف سرمایه گذاری (۱۳۷۱ - ۱۳۶۸)

ارقام به درصد		سال											شرح
۱۳۷۹	متوسط سهم دوره	۱۳۷۸	۱۳۷۷	۱۳۷۶	۱۳۷۵	۱۳۷۴	۱۳۷۳	۱۳۷۲	۱۳۷۱	۱۳۷۰	۱۳۶۹	۱۳۶۸	
۲۷	۱۳	۱۹	۲۴	۲۴	۱۲	۷	۸	۱۴	۱۴	۷	۵	۶	سرمایه گذاری در شرکتها و مؤسسات تابعه
۴۴	۱۷	۳۶	۳۵	۳۲	۳۶	۲۰	۲۱	۹	۵	۱	۲	۲	سرمایه گذاری در سهام شرکتهای تولیدی و صنعتی (بورسی و غیربورسی)
۱۰	۳۷	۲۲	۱۷	۱۸	۱۹	۲۴	۲۳	۳۴	۴۰	۵۵	۷۷	۸۰	سپرده ثابت بلندمدت پس انداز
۸	۲۴	۱۱	۱۲	۱۴	۲۳	۴۰	۴۱	۲۵	۳۴	۳۳	۱۳	۸	تسهیلات اعطایی به بخشها و غیره
۱۱	۸	۱۲	۱۲	۱۲	۱۰	۹	۷	۸	۷	۴	۳	۴	وجوه اداره شده
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	جمع



از بررسی جداول مذکور نتایج زیر حاصل می‌شود:

– به رغم گرایش عمومی صندوقهای بیمه‌ای به کاهش شرکت‌داری، در نیمه دوم دهه ۷۰ سهم شرکتهای تابعه از مجموع سرمایه‌گذاری‌ها افزایش محسوسی یافته (از ۶ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۲۷ درصد در سال ۱۳۷۹) است.

– سهم فعالیت سازمان در بازار اعتبارات در نیمه دوم دهه ۷۰ بشدت کاهش یافته است. در مجموع به نظر می‌رسد با توجه به ماهیت سرمایه‌گذاری‌ها در نیمه دوم دهه مورد بررسی ریسک سرمایه‌گذاری سازمان افزایش یافته و جهت‌گیری سرمایه‌گذاری‌ها از سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های کم‌خطرتر مانند سپرده‌گذاری به سمت فعالیت‌های شرکت‌داری کشیده شده است.

– حجم سرمایه‌گذاری در شرکتهای در سال ۱۳۷۸ نسبت به سال ۱۳۶۸، ۱۸ برابر شده است.

– حجم سرمایه‌گذاری در سهام در این دوره ۹۳ برابر شده است.

– سپرده‌گذاری بلندمدت سازمان (بیش از یک سال) و تسهیلات اعطایی به بخشهای

سرمایه‌گذاری به ترتیب ۱/۴ و ۶ برابر شده است.

همچنین ارقام بودجه‌ای سازمان تأمین اجتماعی در حوزه مصارف سرمایه‌گذاری برای سالهای ۱۳۸۰ و ۱۳۸۱ در جدول شماره ۳ آمده است. ارقام نشان می‌دهد در سال ۱۳۸۱ حدود ۶۷ درصد از سرمایه‌گذاری‌ها در حوزه سرمایه‌گذاری مستقیم شامل افزایش سرمایه شرکتهای تابعه و خرید سهام بوده و فقط ۳۱ درصد در بخش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم سرمایه‌گذاری شده است. این ارقام نشان می‌دهد که سازمان تأمین اجتماعی کماکان در روند تحولات نیمه دوم دهه هفتاد به بعد وجوه خود را در بخش مستقیم یعنی در حوزه شرکت‌داری و سهامداری متمرکز کرده است.

### ۳-۵. ترکیب مصارف شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)

شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی به عنوان مهمترین بازوی اجرایی سازمان تأمین اجتماعی در حوزه سرمایه‌گذاری عمل می‌کند. از این رو چند و چون ترکیب مصارف آن نیز بدرستی تبیین‌کننده سیاستهای سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی است.

ترکیب مصارف شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) در طول دوره ۱۳۷۰ - ۱۳۸۰ از دو حیث قابل بررسی است: نخست از زاویه ساختار مصرف سرمایه‌گذاری‌ها از کل و دوم ترکیب سرمایه‌گذاری‌ها در سهام شرکتهای از بعد شرکتهای بورسی و غیربورسی.

جدول شماره ۳. مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی ۱۳۸۰ - ۱۳۸۱			
مبلغ به میلیون ریال			
ردیف	شرح	عملکرد ۱۳۸۰	عملکرد ۱۳۸۱
<b>الف. سرمایه‌گذاری مستقیم</b>			
		۱,۵۴۹,۷۷۴	۱,۵۶۳,۶۱۷
۱	افزایش سرمایه شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی	۶۵۰,۰۰۰	۰
۲	افزایش سرمایه شرکتهای توکیلی و تبصره ۱۰	۱۳۸,۱۵۲	۴۴۸,۱۶۵
۳	افزایش سرمایه بانک رفاه	۳۰۰,۰۰۰	۰
۴	افزایش سرمایه سایر شرکتهای	۰	۱,۹۹۰
۵	خرید سهام	۶۳,۸۷۸	۵۰۹,۷۶۲
۶	خرید اوراق مشارکت دولتی	۳۰,۰۰۰	۰
۷	سپرده‌گذاری نزد بانکها	۳۶۷,۶۹۴	۶۰۳,۷۰۰
<b>ب. سرمایه‌گذاری غیرمستقیم</b>			
		۶۳۸,۶۵۹	۷۷۲,۰۲۸
۸	اعطای تسهیلات به بخشهای اقتصادی	۵۳,۰۰۰	۶۸,۵۰۰
۹	اعطای تسهیلات به بیمه شدگان	۳۱۳,۸۷۹	۳۵۰,۰۰۰
۱۰	وجوه اداره شده نزد بانکها (پرداختی طی سال)	۲۷۱,۷۸۰	۳۰۳,۵۲۸
<b>ج. ساخت و ساز و انبوه‌سازی</b>			
		۱۵,۷۵۲	۳۷,۰۳۱
کل مصارف		۲,۲۰۴,۱۳۵	۲,۳۲۲,۶۷۶
توضیح: ارقام ارائه شده در جدول فوق پرداختی‌ها در طول سال است و مانده حساب نیست. مأخذ: ۱. دفتر تلفیق و بودجه و امور شرکتهای، سازمان تأمین اجتماعی، ۲. دفتر امور ذخایر و سرمایه‌گذاری، سازمان تأمین اجتماعی			

از زاویه نخست ارقام ارائه شده در جدول شماره ۴ نشان می‌دهد که شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی بالغ بر ۸۰ درصد مصارف خود را در سهام شرکتها سرمایه‌گذاری کرده و بخش طرحها و پروژههای ساختمانی و... رقم ناچیزی را به خود اختصاص داده است. از زاویه دوم

جدول شماره ۵ نیز نشان می‌دهد که از سال ۱۳۷۰ به بعد نسبت سرمایه‌گذاری بررسی از کل سرمایه‌گذاری شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) روند صعودی داشته و از ۶ درصد در سال ۱۳۷۰ به ۸۵ درصد در سال ۱۳۸۰ رسیده است.

**جدول شماره ۴. ساختار مصرف سرمایه‌گذاری‌های شرکت سرمایه‌گذاری  
تأمین اجتماعی ۱۳۸۱ - ۱۳۷۱**

مبلغ به میلیون ریال

سال	سرمایه‌گذاری در سهام شرکتها	طرحها	پروژه‌های ساختمانی	تسهیلات اعطایی	جمع مصارف
۱۳۷۱	۹۱	۷۰	۵	۱۷	۱۸۳
۱۳۷۲	۱۸۳	۳۴	۱۴	۱۰	۲۴۱
۱۳۷۳	۲۸۳	۲۴	۱۳	۵	۳۲۵
۱۳۷۴	۲۲۷	۶	۲۴	۴	۳۶۱
۱۳۷۵	۴۱۰	۸	۶۹	۵	۴۹۲
۱۳۷۶	۸۰۱	-	۹۵	۴۳	۹۳۹
۱۳۷۷	۸۸۷۲	-	۱۳۷	۱۴	۱۰۲۳
۱۳۷۸	۱۳۲۶	۹	۱۹۷	۵۵	۱۵۶۹
۱۳۷۹	۱۵۳۵	۳۶	۲۳۷	۹۰	۱۸۹۸
۱۳۸۰/۳/۳۱	۱۵۴۸	۴۱	۲۳۱	۸۸	۱۸۸۰
۱۳۸۱/۳/۳۱	۱۹۴۸	۱۰۰	۸۵	۲۰	۲۱۵۳

مأخذ: گزارش عملکرد هیات مدیره شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی به مجمع عمومی عادی - منتهی  
به ۱۳۸۱/۳/۳۱ - ص ۷

جدول شماره ۵. ترکیب سرمایه گذاری شرکت شستا طی سالهای ۱۳۷۹ - ۱۳۷۰

مبلغ به میلیارد ریال

سال	شرکتهای پذیرفته شده در بورس	شرکتهای خارج از بورس و طرحها	جمع	نسبت سرمایه گذاری بورسی از کل (درصد)
۱۳۷۰	۵	۸۳	۸۸	۶
۱۳۷۱	۴۰	۱۲۱	۱۶۱	۲۵
۱۳۷۲	۵۲	۱۶۵	۲۱۷	۲۴
۱۳۷۳	۱۲۸	۱۷۹	۳۰۷	۴۲
۱۳۷۴	۲۵۱	۸۲	۳۳۳	۷۵
۱۳۷۵	۳۲۴	۹۴	۴۱۸	۷۷
۱۳۷۶	۶۷۸	۱۲۳	۸۰۱	۸۵
۱۳۷۷	۷۴۰	۱۳۲	۸۷۲	۸۵
۱۳۷۸	۱۱۶۱	۱۷۴	۱۳۳۵	۸۷
۱۳۷۹	۱۳۳۶	۲۳۵	۱۵۷۱	۸۵
۸۰/۳/۳۱	۱۳۴۶	۲۴۲	۱۵۸۸	۸۵
۸۱/۳/۳۱	۱۴۱۱	۶۳۷	۲۰۴۸	۶۹

مأخذ: گزارش عملکرد هیئت مدیره به مجمع عمومی عادی - منتهی به ۸۱/۳/۳۱ - ص ۱۲

۶. جمع بندی و نتیجه گیری

سرمایه گذاری صندوقهای بازنشستگی با ملاحظات خاصی همراه است. ملاحظاتی از قبیل توجه به مطلوبیت اجتماعی - اقتصادی سرمایه گذاریها، اهمیت تغییرات سبد دارایی صندوقها متناسب با تحولات ضریب وابستگی<sup>۱</sup> و شرایط خاص اقتصادی کشورها از این دست هستند.

۱. ضریب وابستگی عبارت است از نسبت بیمه شدگان به مستمری بگیران.

مباحث نوین نیز از قبیل توجه ویژه به سرمایه‌گذاری در بازار بورس و همچنین سرمایه‌گذاری خارجی مطرح شده است. عملکرد پاره‌ای از صندوقهای بازنشستگی (کشورهای جنوب شرق آسیا) و توصیه‌های ارائه شده حکایت از تمرکز سرمایه‌گذاری‌ها بر سرمایه‌گذاری در بخش غیرمستقیم از قبیل ارائه تسهیلات و خرید اوراق قرضه و سپرده‌گذاری دارد. براین مؤلفه‌ها در شرایطی که هزینه‌های نظارتی به علت فساد اداری و... بالاست، بیشتر تأکید می‌شود.

البته بررسیها نشان می‌دهد که جهت‌گیریهای مصارف سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی در طی سالهای اخیر بشدت متمایل به سرمایه‌گذاری در حوزه شرکت‌داری و سهامداری در بازار بورس بوده که نتیجه این سیاست باعث افزایش سهم سازمان از بازار بورس در حدود ۱۵/۹ درصد در پایان سال ۱۳۸۲ شده است. همچنین بخش اعظم سبد دارایی سازمان (رقمی حدود ۶۰ درصد) در حوزه شرکت‌داری و سهامداری متمرکز است و سهم تسهیلات اعطایی و سپرده‌گذاری و اوراق مشارکت به عنوان دیگر اشکال متعارف سرمایه‌گذاری از جایگاه خاصی برخوردار نیست. آنچه در ابتدا به نظر می‌رسد این است که رویکرد سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی با اصول متعارف سرمایه‌گذاری صندوقهای بازنشستگی و تجارب جهانی موجود همخوانی ندارد. آیا شرایط خاص اقتصاد ایران باعث اتخاذ چنین رویکردی بوده یا الزام دیگری، بحث در خور تأملی است. اما اتخاذ چنین استراتژی‌ای در حوزه سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی سؤالات جدی را پیش روی سرمایه‌گذاری‌های سازمان قرار می‌دهد؛ سؤالاتی از قبیل اینکه آیا سازمان تأمین اجتماعی توان مدیریت بهنگام و کم هزینه این حجم عظیم از سرمایه‌گذاری مستقیم را داراست یا خیر؟ و آیا هزینه‌های نظارتی و اداری چنین سرمایه‌گذاری‌ها (به علت حجم بالا) صرفه‌های اقتصادی احتمالی آن را تحت الشعاع قرار نخواهد داد؟

## منابع

### الف. فارسی

۱. دفتر بین‌المللی کار؛ منابع مالی در تأمین اجتماعی. بخش تحقیقات مؤسسه حسابرسی تأمین اجتماعی. ژنو. ۱۹۹۷.
۲. سازمان تأمین اجتماعی؛ ارتباط میان اصلاحات صندوقهای مستمری، بیمه و بازارهای مالی. اداره امور بین‌الملل سازمان تأمین اجتماعی. یازدهمین کنفرانس منطقه‌ای آسیا و اقیانوسیه، ۱۹۹۷.

۳. روشهای رایج در سرمایه‌گذاری‌های طرحهای مستمری. زهره کلهر و محمدرضا اخوان. اداره کل روابط عمومی و امور بین‌الملل سازمان تأمین اجتماعی، ۱۳۸۰.
۴. مقایسه روشهای مالی در سیستم تأمین اجتماعی. تهران: اداره امور بین‌الملل سازمان تأمین اجتماعی. ۱۳۷۳.
۵. سرمایه‌گذاری مؤسسات تأمین اجتماعی در کشورهای در حال توسعه. تهران: اداره امور بین‌الملل سازمان تأمین اجتماعی، ۱۳۷۳.

#### ب. لاتین

1. Blake David, *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Glarendon Press, Oxford, 1995.
2. Campbell Y.J., *Investment Risk and Social Security Reform*, Public Policy Panel, American Finance Association Washington Dc. 2003.
3. Davis P.E, *Pension Fund Management and International Investment*, Senior level seminar, Caribbean Center for Monetary Studies, Trinidad, 3 may 2002.
4. Diamond A. P, *What stock marker returns to expect for the future?*, Social Security Bulletin. vol. 63, No. 2, 2000.
5. Feldstein, Martin, *A New Strategy for Social Security Investment in Latin America*, Inter-American Conference Social Security in Mexico City on October, 2002.
6. Ghaffar. R. A, *Pension Funds and Capital Market Development*, "ISSA", in Book Social Security Challenges in Asia and Pacific, 2000.
7. Gaines, L. A. and Koen G. R., *Pension Fund Investment in Real Estate* Finance Journal, Summer 2000.
8. Mukul G. M., *Investment Policies and Performance of Provident Fund in Southeast Asia*". World Bank Office, Beijing, 2000.
9. Munnell H. A. and Drukhe F. P., *Impact of Equity Investment on the Social Security Program*, 1998.
10. "Pension Fund Governance Strategy and Their Role in Corporate", Note by the OECD Secretariat.
11. Uccloo E.C., "Investment Decisions and Social Security Refom", Retirement 2000 conference, USA.