

# سرمایه‌گذاری صندوقهای تأمین اجتماعی

## اصول و ملاحظات (تجربه طرح بازنشستگی کانادا)\*

ادوارد تاماگنو

ترجمه علی فلاح زیارانی

### مقدمه

بیشتر مطالعات انجام شده در سطح بین‌المللی درباره تأمین مالی طرحهای بازنشستگی در سالهای اخیر، توجه خود را معطوف به موفقیتها و شکستهای طرحهای بدون اندوخته‌گذاری، نظام ارزیابی سالانه، طرحهای اندوخته‌گذاری کامل و بالاخره طرحهای خصوصی مبتنی بر حسابهای انفرادی کرده و در مقابل، تمرکز کمتری بر طرحهای ترکیبی از قبیل اندوخته‌گذاری جزئی و طرحهای مبتنی بر مدیریت عمومی داشته است؛ در حالی که بسیاری از این نوع طرحها در سطح جهانی وجود دارد.

گزارش بانک جهانی در سال ۲۰۰۰ نشان می‌دهد که ۲۶ کشور دارای طرحهای اندوخته‌گذاری جزئی، طرحهای مبتنی بر مدیریت عمومی و بالاخره طرحهایی از نوع مزایای معین بوده‌اند. اینها شامل طرحهای اصلی است که بر مبنای مدیریت عمومی عمل می‌کنند و در آفریقا، امریکا، آسیا و اروپا پراکنده‌اند. به علاوه، تعدادی از کشورهای با ثبات‌تر در آفریقا، آسیا و منطقه اقیانوسیه دارای صندوقهای احتیاط مبتنی بر مدیریت عمومی هستند که ذخایر آنها قابل توجه است.

\* Investing Social Security Funds: Principles and considerations, Edward Tamagno, February 2001.

تعداد و حجم طرحهای بازنشتگی عمومی اعم از طرحهای مبتنی بر اندوخته گذاری کامل یا اندوخته گذاری جزئی در کنار احتمال توجه بیشتر به این نوع طرحها در آینده، تمرکز بر نیازهای این نوع طرحها را برای تأمین امنیت دارایی‌هایشان که باید برای پاسخ به تعهدات آنها سرمایه گذاری شود، ضروری می‌سازد. زیرا این نوع طرحها باید دارای نرخ بازدهی قابل قبولی برای پاسخگویی به تعهدات آتی باشد.

این مقاله ۶ اصل مرتبط به هم را که عواملان سرمایه گذاری‌های صندوقهای تأمین اجتماعی باید به آنها توجه کنند، بررسی می‌کند. این ۶ اصل عبارت است از:

۱. اتخاذ اهداف مشخص؛

۲. مستقل از مداخلات سیاسی؛

۳. پاسخگویی به بیمه‌شدگان؛

۴. اداره بی‌عیب و نقص؛

۵. کاهش هزینه‌های اداری؛

۶. دوراندیشی در سرمایه گذاری‌ها.

به منظور تشریح کاربرد این اصول و ملاحظات در سرمایه گذاری‌های دارایی‌های طرحهای بازنشتگی عه و می، این مقاله تجربه طرح بازنشتگی کشور کانادا را که خدماتی از قبیل بازنشتگی، ازکارافتادگی و بازماندگی ارائه می‌دهد، ترسیم می‌کند.

اجرای طرح بازنشتگی کانادا از سال ۱۹۶۶ آغاز شد. در ابتدا این طرح مبتنی بر نظام ارزیابی سالانه با نگهداری ذخایر بسیار کمی عمل می‌کرد که حداکثر برای مخارج دو سال (مخارج مربوط به تعهدات و هزینه‌های اداری) کافی بود. تا سال ۱۹۹۹، دارایی‌های صندوق در اوراق قرضه داخلی غیربازاری (غیرقابل خرید و فروش) که معمولاً مربوط به دولتهای مرکزی و محلی بود، سرمایه گذاری می‌شد. نرخ بازدهی پرداختی به اوراق معادل متوسط نرخ پرداختی به اوراق با سررسید ۲۰ سال یا بیشتر بر اساس قوانین دولت کانادا بود.

بعد از آن در سال ۱۹۹۷ به منظور تأمین مالی مناسب برای مواجهه با جمعیت سالمند، تغییرات مهمی در حوزه تأمین مالی طرح بازنشتگی کانادا رخ داد. تغییرات پس از تبادل نظرهای زیادی که به وضوح نشان‌دهنده اهمیت وضعیت طرحهای بازنشتگی برای اکثریت کانادایی‌ها بود، انجام شد. به طور مؤثر تلاش شد تا طرحهای بازنشتگی کانادا از یک سیستم

مبتنی بر نظام ارزیابی سالانه به سمت سیستم مبتنی بر اندوخته‌گذاری جزئی تغییر یابد. در طول هفت سال از سال ۱۹۹۷ تا سال ۲۰۰۳ نرخ حق بیمه (که ۵۰ درصد آن را کارفرما و ۵۰ درصد آن را کارگر پرداخت می‌کند) از ۵/۸۵ درصد به ۹/۹ درصد رسید. طبق محاسبات آکچوثری (اداره اکچوثری، ۱۹۹۸) مطمئناً درآمد کافی (وقتی با درآمدهای سرمایه‌گذاری ناشی از ذخایر صندوق همراه شود) برای تعهدات طرح وجود خواهد داشت و در آینده نزدیک این نرخ تغییر نخواهد کرد (که پیش‌بینی‌ها صد سال را نشان می‌دهد). افزایش نرخ حق بیمه منجر به افزایش قابل ملاحظه‌ای در میزان ذخایر صندوق شد. این ذخایر که در سال ۱۹۹۷ دو برابر مخارج سالیانه یا ۷/۸ درصد از میزان تعهدات بر مبنای محاسبات آکچوثری طرح بود، به گونه‌ای تعدیل شد تا بتواند به ۵ برابر مخارج سالیانه یا ۲۰ درصد تعهدات مبتنی بر محاسبات آکچوثری تا سال ۲۰۱۷ برسد. از منظر دلاری نیز پیش‌بینی شد که ذخیره صندوق از ۳۶/۵ میلیارد دلار (در نرخ ارز جاری، ۲۴ میلیارد دلار آمریکا)، در سال ۱۹۹۷، به ۲۹۸/۸ میلیارد دلار (معادل ۲۰۳/۲ میلیارد دلار آمریکا) در سال ۲۰۱۷ و ۱۰۰۶/۲ میلیارد دلار (۶۸۴/۲ دلار آمریکا) تا سال ۲۰۴۰ برسد.

به منظور بهبود در نرخ بازدهی نیز، دارایی‌های صندوق در بازار سرمایه به کار گرفته می‌شود. یک آژانس عمومی همراه با هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی، تحت مصوبات مجلس، مدیریت این سرمایه‌گذاری‌ها را به نحو مطلوب برعهده دارد. طرح هیئت‌مدیره و نحوه اجرای آن باید با دقت کافی همراه باشد تا بتواند تأمین‌کننده اصول مورد نیاز سرمایه‌گذاری صندوقهای تأمین اجتماعی باشد. این مقاله تجربه‌های به دست آمده در این فرایند را ترسیم می‌کند.

## ۱. اتخاذ اهداف مشخص

اولین عامل مهمی که باید در سرمایه‌گذاری‌های صندوقهای تأمین اجتماعی مورد توجه واقع شود، این است که قصد و هدف از سرمایه‌گذاری‌ها چیست؟ در ابتدا شاید این اهداف مشخص باشد، اما در عمل ملاحظات دیگری (که در اغلب موارد یا اصلاً به بحث سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی ارتباط ندارد و یا فقط در شرایط جدی با این نوع سرمایه‌گذاری‌ها ارتباط پیدا می‌کند) مطرح می‌شود.

حفظ حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری داخلی در اغلب موارد محدودیتی برای این نوع

سرمایه گذاری‌هاست. به این دلیل بیشتر کشورها، محدودیتهایی برای سرمایه‌گذاری خارجی صندوقهای تأمین اجتماعی اعمال می‌کنند. در بسیاری از کشورهای در حال توسعه پیامدهای کلان اقتصادی مضاعفی برای سرمایه‌گذاری‌ها وجود دارد که باید به آنها توجه شود. به عنوان مثال، حجم زیاد سرمایه‌گذاری در کشورهای خارجی از هر منبع که باشد، ارزش پول ملی را کاهش می‌دهد. به علاوه، اهداف رقابتی نیز مطرح است که خروج پول ملی را محدود می‌کند. در نتیجه، تعدادی از کشورها خروج سرمایه صندوق تأمین اجتماعی را ممنوع می‌کنند و یا مکانهایی را که می‌توانند در این نوع صندوقها سرمایه‌گذاری کنند، آنقدر محدود می‌کنند که عملاً سرمایه‌گذاری خارجی این نوع صندوقها را غیرممکن می‌سازد.

در بیشتر موارد استفاده از سرمایه صندوق تأمین اجتماعی در راستای اهداف اقتصادی و توسعه اجتماعی دنبال می‌شود. از بعد تئوری، سرمایه‌گذاری صندوق تأمین اجتماعی در راستای اهداف توسعه ملی باعث بهبود نرخ رشد اقتصادی، سطح زندگی و در سطح وسیع‌تر ایجاد شرایط مناسب برای پایداری برنامه‌های تأمین اجتماعی در بلندمدت می‌شود<sup>1</sup>. اگرچه این مقوله مناسب به نظر می‌رسد، این نوع نگاه می‌تواند فرصتهای سرمایه‌گذاری را محدود کند و در نهایت ریسک بیشتری را به صندوق تأمین اجتماعی تحمیل کند. به علاوه، نتیجه این محدودیتها ممکن است نرخ بازدهی را خیلی متغیر سازد و اغلب این نرخ پایین‌تر از نرخ باشد که در نتیجه شیوه‌های دیگر سرمایه‌گذاری به دست می‌آید.

محدودیتهای مرتبط با مسائل اخلاقی یا مسئولیت‌های اجتماعی سرمایه‌گذاری‌ها در بعضی مواقع بیشتر است. این نوع محدودیتها ممکن است در ارتباط با پیامدهای محیطی یا سیاسی اعمال شود. ممنوعیت گسترده بر سرمایه‌گذاری‌ها در آفریقای جنوبی در دوره آپارتاید، نمونه‌ای قوی از مناسب بودن این نوع محدودیتهاست. البته در نمونه‌های دیگر هم ممکن است خیلی مشکل‌زا باشد.

البته هنوز اهداف دیگری ممکن است در استفاده از سرمایه‌های صندوقهای تأمین اجتماعی به منظور تأمین مالی بخشی از بدهی دولت دنبال شود. بعضی از کشورها کل دارایی‌ها یا بخشی از دارایی صندوق را در اوراق قرضه دولتی سرمایه‌گذاری می‌کنند. اگر این اوراق بر اساس نرخهای بهره بازار سود پرداخت کنند، نرخ بازدهی معقول به نظر می‌رسد. اما اگر نرخ بهره

1. Mcgilivray, 2002

پرداختی کمتر از بازار باشد، نرخ بازدهی کمی به دست می‌آید و حتی در شرایط تورمی ممکن است نرخ بازدهی واقعی، ناچیز باشد و در شرایط خیلی بد، منفی شود.

اتخاذ روش صحیح یا حتی غلط برای تنظیم اهداف سرمایه‌گذاری صندوق تأمین اجتماعی ساده نیست. به طور واضح باید به شرایط ملی توجه کرد. همچنین در شروع فعالیت باید اهداف مشخصی اتخاذ کرد تا مدیران و ناظران ماهر قادر به کنترل این اهداف باشند. ابهام و ناسازگاری در اهداف به طور جدی امنیت صندوقها را به خطر می‌اندازد و برای مدیریت در شرایط نامناسب مشکل ایجاد می‌کند.

در قانون عمومی چه به صورت آشکار و چه به صورت ضمنی، هدف صندوقهای اندوخته‌گذاری جزئی، افزایش دارایی‌ها برای آینده به منظور توان پرداخت تعهدات است. این هدف به طور خیلی دقیق و موشکافانه قبل از شروع فعالیت باید تحلیل شود.

مصوبه هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا اهداف شفافی را برای هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری تعیین می‌کند. اهداف هیئت‌مدیره عبارت است از:

الف. هر گونه مبادله را برای کسب بهترین منافع برای شرکا و ذینفعان مدیریت کند؛

ب. دارایی‌ها را با نگاه کسب حداکثر نرخ بازدهی و با پرهیز از ریسک بیش از اندازه سرمایه‌گذاری کند و بر عواملی که بر تأمین مالی طرحهای بازنشستگی کانادا اثر می‌گذارد، توجه داشته باشد.

اتخاذ اهداف مشخص به ایجاد شاخص‌هایی کمک می‌کند که مجلس، دولت مرکزی و محلی و بالاخره بیمه‌شدگان می‌توانند با اتکا بر این شاخص‌ها عملکرد هیئت سرمایه‌گذاری را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند.

محدودیت‌های سرمایه‌گذاری هیئت‌مدیره طرح بر اساس شروط قانونی است و اساساً مشابه قوانین سرمایه‌گذاری است که برای طرحهای بازنشستگی خصوصی در کانادا به کار گرفته می‌شود. به طور مشخص با توجه به قانون مالیات بر درآمد که برای طرحهای بازنشستگی خصوصی نیز کاربرد دارد، سهم دارایی‌های خارجی که در خارج از کشور کانادا سرمایه‌گذاری می‌شود، محدود است. تا سال ۱۹۹۹، باید کمتر از ۲۰ درصد از دارایی‌های طرحهای بازنشستگی (همراه با هزینه‌ها) در خارج از کشور کانادا سرمایه‌گذاری می‌شد. بر اساس بودجه دولت فدرال از سال ۲۰۰۰، حداکثر - میزان - قابل قبول این نوع سرمایه‌گذاری‌ها در سال ۲۰۰۰ به ۲۵ درصد

افزایش یافت. این رقم دوباره برای سال ۲۰۰۱ و سالهای بعد به ۳۰ درصد افزایش یافت. اگرچه هیئت مدیره طرح بازنشستگی کانادا برای تعیین ترکیب دارایی‌ها اختیار کامل دارد، اگر تصمیم بگیرد در طول یک ماه در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری کند، بر اساس قانون باید سهمی از این دارایی‌ها را در اوراق قرضه دولت ایالتی سرمایه‌گذاری کند. میزان سهم مذکور برای سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه ایالتی بر مبنای نسبت کل اوراق قرضه (اعم از بخشهای خصوصی و دولتی) تعیین می‌شود که توسط طرحهای بازنشستگی خصوصی خریداری شده است. این قانون قبل از تشکیل هیئت سرمایه‌گذاری نیز اجرا می‌شد. بر اساس آن همه صندوقهای ذخیره‌گذاری در اوراق قرضه دولتی سرمایه‌گذاری کرده بودند. به منظور اطمینان از اینکه منابع این صندوقها به صورت تسهیلات حمایتی مورد استفاده دولتهای ایالتی قرار نگیرد، قانون مشخصی وجود دارد که دولتهای ایالتی را به رعایت شرایط برابر با شرایط بازار در استقراض از این صندوقها و امی دارد. به تعبیر دیگر اوراق قرضه ایالتی باید همان نرخ بهره‌ای را پرداخت کنند که اگر دولتهای ایالتی از بازار آزاد استقراض می‌کردند، می‌پرداختند.

## ۲. مستقل از مداخلات سیاسی

به منظور سرمایه‌گذاری کارآمد، مدیریت صندوق تأمین اجتماعی باید اطمینان داشته باشد که می‌تواند اهداف صندوق و رفتارهای مبتنی بر سرمایه‌گذاری بی‌عیب و نقص را بدون قضاوتها و مداخلات سیاسی دنبال کند. حجم ذخایر صندوقهای تأمین اجتماعی، گاهی اوقات باعث ایجاد انگیزه در دولت می‌شود که از منابع این صندوقها برای حمایت اهداف کوتاه‌مدت سیاسی و یا حتی منافع شخصی استفاده کند. محافظت صحیح باید مانع این اتفاق شود.

رعایت این اصل به این معنا نیست که مدیریت صندوقهای تأمین اجتماعی در قبال تصمیمات خود به دولت یا بیمه‌شدگان پاسخگو نیست، بلکه برای پرهیز از خودرأیی‌ها، پاسخگویی، مقوله‌ای ضروری است. همچنین این استقلال، نقش دولتها در تشکیل صندوقها، نظارت بر آنها و وضع قوانین بر مدیریت این نوع صندوقها را حذف نمی‌کند. مکانیسم مدیریت این صندوقها باید به گونه‌ای طراحی شود که دولت بتواند وظایف قانونگذاری برای کنترل و نظارت بر صندوقها را داشته باشد و در عین حال ریسک مداخلات بی‌رویه را حداقل کند. در بسیاری از کشورها، مکانیسم به کار گرفته شده برای نظام مدیریت از الگوی اجتماعی

خاصی پیروی می‌کند که در آن نماینده کارفرمایان، نماینده اتحادیه‌ها و نماینده بیمه‌شدگان، به همراه نماینده رسمی دولت سیستم را مدیریت می‌کنند. برخی از کشورها هم مکانیسم‌های متفاوتی به کار می‌گیرند.

در کانادا، به منظور جلوگیری از مداخلات سیاسی، هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کانادا بر اساس قانون ویژه‌ای انتخاب می‌شود. طبق این قانون صندوق بازنشستگی کانادا با مشارکت دولت فدرال و دولتهای محلی شکل می‌گیرد. اگرچه صندوق توسط دولت مرکزی مدیریت می‌شود، تمام تصمیمات اتخاذشده نیازمند مشارکت دولت مرکزی و دولتهای محلی است که حداقل شامل هفت دولت محلی می‌شود و دوسوم جمعیت کانادا را تشکیل می‌دهد. این روش که شریک سیاسی دیگری در کنار دولت مرکزی قرار می‌گیرد، ناشی از این ضرورت است که تصمیم‌گیری منوط به توافقی این دولتها، ریسک مداخلات یک‌جانبه را به حداقل می‌رساند.

مراحل انتخاب هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری بر اساس مشارکت دولتهای ایالتی و مرکزی که طرح بازنشستگی کانادا را مدیریت می‌کنند، شکل می‌گیرد. دولت مرکزی و هر کدام از نه دولت ایالتی که در طرح بازنشستگی کانادا مشارکت دارند، یک نماینده در کمیته پیشنهاددهندگان دارند که مسئول معرفی مدیران جدید و یا انتصاب مدیران فعلی است. کمیته پیشنهاددهندگان ترکیبی از مقامات بخش عمومی و مدیران بخش خصوصی است و رئیس از بخش خصوصی انتخاب می‌شود. به منظور تصمیم‌گیری، کمیته پیشنهاددهندگان افرادی را به وزیر امور مالی، (که با مسئول امور مالی دولتهای ایالتی مشورت می‌کند)، برای تصمیم‌گیری درباره انتخاب هیئت‌مدیره طرح معرفی می‌کند. انتخاب رسمی هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری توسط کابینه مرکزی صورت می‌گیرد. مصوبه هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا به طور خاص ضروری می‌سازد وزیر مالی مرکزی با همتای خود در دولتهای ایالتی برای تصمیم‌گیری درباره هیئت‌مدیره مشورت کند. شروط بیشتر در انتخاب مدیران این است که وزیر مربوط باید توجه داشته باشد که مدیران توانایی مالی اثبات‌شده و یا تجربه کاری مرتبط را به میزان کافی دارا بوده تا بتوانند به طور مؤثر صندوق را در دستیابی به اهداف خود کمک کنند.

در نهایت قانون سلب صلاحیت از کارکنان و نمایندگان به همان نحوی که در انتخاب اعضای پارلمان مرکز و ... وجود دارد، برای هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری نیز صادق است. علاوه بر روشی که مدیران هیئت سرمایه‌گذاری انتخاب می‌شوند، مکانیسم‌های دیگری نیز برای اطمینان از این

استقلال وجود دارد. اینها شامل معیارهای پاسخگویی است که در بخش بعدی همین مقاله مورد بحث قرار می‌گیرد.

به منظور تصمیم‌گیری شفاف و قابل ارزیابی و پاسخگویی به بیمه‌شدگان و ذینفع‌ها، رسانه‌های گروهی بزرگ به طور موشکافانه تمام ابعاد اداره هیئت‌مدیره را کنترل و بررسی می‌کنند. هر دولتی که در تصمیمات هیئت سرمایه‌گذاری دخالت می‌کند، شانس بالای فهم حقیقت درباره مسائل سرمایه‌گذاری را از دست می‌دهد.

### ۳. پاسخگویی به بیمه‌شدگان

برنامه تأمین اجتماعی، زمانی از نظر کارایی مؤثر است که اعتماد ذینفعان خود را که هم شامل بیمه‌شدگان و هم شامل مستمری‌بگیران می‌شود، جلب کند. برنامه‌ای که بتواند اعتماد بیمه‌شدگان را جلب کند، باید از سیستم تصمیم‌گیری حمایت کند. به علاوه، همان‌طور که تجارب بسیاری از کشورها نشان می‌دهد، اعتماد به برنامه تأمین اجتماعی، عامل بسیار مهمی در تشویق کارمندان و اشخاص بیمه‌شده برای ایفای نقش کاملتری بویژه در پایداری به پرداخت حق بیمه است.

عنصر مهم در ایجاد و حفظ اعتماد در بیمه‌شدگان پاسخگویی به آنهاست. همچنین دولت و دیگر شرکا باید درباره نحوه اداره برنامه تأمین اجتماعی پاسخگو باشند. برنامه تأمین اجتماعی باید اطلاعات کامل و صحیحی درباره همه عناصر اداره طرح از جمله سرمایه‌گذاری‌های صندوق تهیه کند. این اطلاعات باید به آسانی در دسترس بیمه‌شدگان قرار گیرد.

البته، پاسخگویی فقط مربوط به حفظ اعتماد نمی‌شود. پاسخگویی قلب مدیریت عمومی است و به طور کامل به حقوق اولیه شهروندان مرتبط است که می‌خواهند عملکرد آژانس‌های عمومی را که بر زندگی آنها تأثیر می‌گذارد بدانند.

قانون تشکیل هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا به طور دقیقی تأمین‌کننده پاسخگویی هیئت‌مدیره به کانادایی‌هاست.

هیئت‌مدیره باید گزارش سالانه‌ای به منظور ارائه به پارلمان و همچنین ارائه به عموم ذینفعان تهیه کند. هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا ملزم است در پایان دوره مالی معین که معمولاً پایان سال مالی است، گزارش کاملی ارائه دهد. این قانون همچنین ماهیت اطلاعاتی را که باید در گزارش سالیانه آورده شود مشخص می‌کند. این اطلاعات شامل نکات زیر است:

- اهداف هیئت‌مدیره برای سال جاری و شرایطی که راه را برای رسیدن به این اهداف هموار می‌کند، مشخص شود؛
  - اهداف سال آتی و اهداف آینده نزدیک بیان شود؛
  - خلاصه‌ای از سیاستهای سرمایه‌گذاری، شاخص‌ها و امکانات ارائه شود؛
  - شرایط مالی مشخص شود؛
  - گزارش حسابرسی هیئت‌مدیره برای سال جاری ارائه شود؛
  - در سندی که توسط یکی از مدیران به نمایندگی از طرف هیئت‌مدیره امضا شده، چگونگی وضعیت سرمایه‌گذاری‌ها در طول سال، سیاستهای سرمایه‌گذاری هیئت‌مدیره، و امکانات موجود ارائه شود؛
  - میزان حقوق پرداختی به هیئت‌مدیران و کارکنان مشخص شود.
- گزارش سالیانه و سیاستهای سرمایه‌گذاری هم در شیوه‌های سنتی و هم در فرم‌های الکترونیکی در وبسایت مربوط ارائه شده است. طبق قانون مذکور، هیئت‌مدیره هر دو سال یک بار در یکی از ایالتها به منظور بحث درباره طرحها و استراتژی‌های آینده نشست عمومی دارد. اولین این نشست‌ها، در نوامبر ۲۰۰۰، فرصت مناسبی برای کانادایی‌ها بود تا با فعاليتها و طرحهای هیئت‌مدیره از نزدیک آشنا شوند.

#### ۴. اداره بی‌عیب و نقص

- در سالهای اخیر نحوه اداره موضوعی مهم برای افزایش بهره‌وری هم در بخش خصوصی و هم در بخش عمومی بوده است. و روشن است که اگر سازمانی می‌خواهد به طور کارآمد عمل کند، باید ساختار اداری شفاف و بی‌عیب و نقص داشته باشد.
- در مفهومی وسیع، اداره کردن شامل انجام کار به منظور مدیریت سازمان در سطح ارشد و چگونگی تصمیم‌گیری در شرایط بحرانی و تحقق بخشیدن تصمیمات است که مشتمل است بر:
- اختیارات و نقش هیئت‌مدیره سازمانها و مدیران ارشد آنها؛
  - فرایندی که اعضای هیئت‌مدیره و مدیران ارشد انتخاب می‌شوند و عملکردشان ارزیابی می‌شود؛
  - توسعه و اجرای آیین‌نامه‌ها و دستورالعملهای متفاوت؛

- ساختار و فرایندهای تصمیم‌گیری و برنامه‌ریزی؛
  - تقسیم وظایف و مسئولیت‌ها در سازمان و به همین نحو بین سازمان و سهامداران اصلی بیرونی؛
  - ارائه گزارش؛
  - مکانیسم‌های کنترلی؛
  - سنجش عملکرد سازمان طبق اهداف و مأموریت‌ها.
- برای نهادی که مسئولیت مدیریت طرح تأمین اجتماعی را بر عهده دارد، بسیاری از اجزای اداره در قوانین تأسیس طرح پیش‌بینی شده است. اما قانون فقط کلیت شبکه اداری را بیان می‌کند. اداره مفید و کارآمد نیازمند بررسی جزئیات بیشتر توسط هیئت‌مدیره و مدیران ارشد به منظور توسعه طرح است.
- در دو سال اول فعالیت، هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا توجه خاصی به تبعات نحوه اداره داشت. هیئت‌مدیره توسعه یافت و هماهنگ شد به نحوی که بتواند در چارچوب قانون تفویض اختیار کند. همچنین هیئت‌مدیره اهداف سالیانه‌ای را به همین منظور تنظیم کرد.
- در این راستا، چهار کمیته تشکیل شد: ۱. کمیته منابع انسانی و پرداخت؛ ۲. کمیته ممیزی؛ ۳. کمیته اداری و ۴. کمیته سرمایه‌گذاری (طبق قانون حداقل دو کمیته ممیزی و سرمایه‌گذاری مورد نیاز بود). نقش کمیته‌ها که در گزارش اخیر هیئت‌مدیره طرح پیش‌بینی شده است، به شرح زیر است:
۱. کمیته منابع انسانی و پرداخت حقوق، سطح حقوق و دستمزد پرداختی را پیشنهاد می‌دهد و همچنین ارزیابی عملکرد مدیران اجرایی را ارائه و وضعیت ردیفهای تشکیلاتی در واحدها و ساختارهای سازمانی را بررسی می‌کند؛
  ۲. کمیته ممیزی گزارشهای مالی، گزارش حسابرسی، سیستم‌های اطلاعاتی و عملکردها و کنترلهای درونی را بررسی می‌کند. همچنین مسئول بررسی مدیریت ریسک‌های تجاری است که هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری و دیگر کمیته‌ها در آن سهیم هستند؛
  ۳. کمیته اداری، سیاستهای اداری را پیشنهاد می‌دهد. دستورالعمل‌ها و آیین‌نامه‌ها را تهیه و همخوانی تضاد میان دستورالعمل‌ها و دیگر وظایفی را که مورد نیاز مدیریت است تبیین می‌کند؛
  ۴. کمیته سرمایه‌گذاری که متشکل از همه اعضای هیئت‌مدیره است، سیاستهای سرمایه‌گذاری

را تصویب می‌کند. معیارها و آیین‌نامه‌ها و بازنگری‌ها را انجام می‌دهد و طرح سرمایه‌گذاری هیئت‌مدیره را تحلیل و تصویب می‌کند. همچنین مسئولیت بازنگری در مدیریت ریسک و تعیین مدیران صندوقهای خارجی و متصدیان سرمایه‌گذاری را دارا است.

قانون طرح بازنشستگی کانادا، ضروری می‌سازد که هیئت‌مدیره ضوابطی را به منظور شفاف‌سازی رفتارهای مبتنی بر تضاد منافع، تدوین کند. همچنین بر اساس قانون مذکور ضروری است هیئت‌مدیره، کارکنان و سایر اعضا را برای مراقبت از آیین‌نامه‌ها و راهبری موازین مربوط به رفتارهای مبتنی بر تضاد منافع همراه سازد.

به منظور پیروی از این نیاز قانونی، هیئت‌مدیره سیاستهای مکتوبی را توسعه داده و دستورالعمل‌های حفاظتی ایجاد کرده است. این دستورالعمل‌ها، هم در فرم‌های دستی و هم در وب‌سایت هیئت‌مدیره موجود است. دستورالعمل‌ها همچنین در عناصر دیگر تبلیغاتی که هیئت‌مدیره برای پاسخگویی به بیمه‌شدگان استفاده می‌کند، آمده است.

آیین‌نامه‌های مذکور آزمون شفاهی است که اعضای هیئت سرمایه‌گذاری و کارمندان آنها برای هر رفتاری باید به این سؤالات پاسخ دهند:

- آیا آن قانونی است؟
  - آیا تضادها بهترین منافع را برای هیئت سرمایه‌گذاری و برای ذینفعان طرح بازنشستگی کانادا (بیمه‌شدگان و مستمری‌بگیران) به وجود می‌آورد؟
  - آیا تفاوتها (در سود) برابر یا بیشتر از معیارهای مورد انتظار رفتار در عموم مردم کانادا است؟
- به منظور تأمین سیاست منافع متفاوت و اجرای آیین‌نامه‌ها، هر مدیر باید هر سال اظهارنامه‌ای ارائه دهد و در آن روابطی که منجر به افزایش می‌شود، شرح دهد. مدیران قبل از آنکه شرایط مناسب یک کمپانی یا سازمانی را که با هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا دارای منافع مشترک هستند بپذیرند، باید آن را به اطلاع هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری برسانند.
- مدیران و کارکنان باید هر گونه مبادله بین اعضا و واحدهای مستقل موجود را که منافع عمده‌ای دارند، به موقع اعلام کنند. این فقط شامل مبادلات سهام نمی‌شود. مدیران نمی‌توانند آشکارا در معاملات که برای آنها منافع عمده دارد، مشارکت داشته باشند. همچنین سیاست تضاد منافع و آیین‌نامه‌های مذکور بر قوانین مراقبتی که معاملات شخصی و مبتنی بر اطلاعات درونی را بر ملا می‌سازد، تأکید می‌کند.

## ۵. کاهش هزینه‌های اداری

هزینه‌های اداری یکی از مهمترین ملاحظات سرمایه‌گذاری صندوقهای تأمین اجتماعی است. روشن است که اگر بتوان این هزینه‌ها را پایین نگه داشت، هم به نفع بیمه‌شدگان و هم به نفع طرح تأمین اجتماعی است. اما منابع کافی مورد نیاز است که بتوان تصمیم‌گیری‌های بی‌عیب و نقص در سرمایه‌گذاری، مراقبت مناسب از سبد دارایی و تعدیل‌های لازم سبد کنونی در شرایط مورد نیاز را انجام داد.

در ۳۱ مارس سال ۲۰۰۰، کل هزینه اداری هیئت‌مدیره طرح بازنشستگی کانادا ۳/۷ میلیون دلار (در نرخ ارز جاری ۲/۵ میلیون دلار آمریکا) و ارزش بازاری سرمایه‌گذاری‌ها در پایان سال ۲/۴ میلیارد دلار بود. به بیان دیگر درصد هزینه‌های مدیریتی در طول سال ۰/۳۱ درصد از کل دارایی‌های موجود بود. هزینه‌های اداری هیئت سرمایه‌گذاری وقتی با هزینه‌های اداری بخش خصوصی با توجه به درصد مذکور مقایسه شود، مطلوب است.

در کانادا، هزینه‌های اداری طرح بازنشستگی خصوصی حدود ۰/۷ درصد از کل ارزش دارایی‌های تحت مدیریت است (آمارهای کانادا ۱۹۹۸). بر اساس گزارش ایسا<sup>۱</sup>، هزینه مدیریتی طرح مبتنی بر منافع تعریف‌شده نظام بازنشستگی آمریکا، حدود ۰/۵ درصد از ارزش دارایی‌های تحت مدیریت است. باید توجه داشت که به موازات رشد صندوقها و به موازات اینکه هیئت مذکور استراتژی جسورانه‌تری در عرصه سیاستگذاری اتخاذ خواهد کرد، هزینه‌های مدیریتی هیئت سرمایه‌گذاری در آینده تغییر خواهد کرد. در بیشتر گزارشهای اخیر هیئت سرمایه‌گذاری، هزینه‌های اجرایی و اداره طرح به عنوان درصدی از دارایی‌های تحت مدیریت کاهش یافته، اما هزینه‌های سرمایه‌گذاری مستقیم رو به افزایش است. همچنین باید توجه داشت که هیئت سرمایه‌گذاری منحصر به فردی مسئول سرمایه‌گذاری‌های تحت مالکیت صندوقهای ذخیره است که از طرح بازنشستگی کانادا نگهداری می‌کند. مدیریت اجرایی طرح (جمع‌آوری حقیقه و پرداخت مستمری) که باید پاسخگوی دولت مرکزی بویژه بخش توسعه منابع انسانی باشد، نیز وجود دارد. هزینه مدیریتی کل طرح در سال ۲۰۰۰، ۳۶۵ میلیون دلار و کل منافع پرداختی ۱۸/۸ میلیارد دلار بود.

1. (ISSA), (Thonnpson, 1996).

برای کاهش هزینه‌های اداری در سالهای آتی، هیئت سرمایه‌گذاری باید استراتژی هماهنگ شدن با بنگاه‌های مجاز را دنبال کند. در آخرین گزارش هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا<sup>۱</sup>، رئیس و مدیرارشد، اجرای این مدل را به شرح زیر بیان کرده است:

«در مدل شرکتهای سستی، بیشتر وظایف و کارکردها باید از درون سازمان حمایت شوند و جزئی از ساختار سازمان مرکزی هستند. اگر این مدل را انتخاب کنیم، مجبوریم سازمان و تشکیلات گسترده‌ای داشته باشیم که شامل واحدهای تحقیقاتی، تعدد مدیر برای مدیریت دارایی‌ها، اتاقهای تجاری، واحدهایی برای مدیریت اوراق قرضه و دارایی‌های مالی دیگر، بویژه واحدهایی برای مبادلات بانکی، مدیریت طرحهای زیربنایی و مؤسسه حسابرسی سرمایه‌گذاری بزرگ و واحد متولی منابع انسانی، مسائل حقوقی و خدمات دیگر است که فعالیتهای تجاری را پشتیبانی می‌کنند.»

در مقابل، وقتی دیدگاه اداره مجازی انتخاب شود، سیستم کوچکی از مدیران ارشد مورد نیاز است که مسئولیت توسعه سرمایه‌گذاری‌ها و استراتژی‌های راهبردی را بر عهده بگیرند و از تجارب خارجی و تخصص‌های بیرونی به منظور کمک به مدیریت دارایی‌ها و افزایش ارزش آنها در بلندمدت استفاده کنند. این روش، منافع و ایده‌های وسیعی در اختیار قرار می‌دهد که از آن جمله جریان مبادله و تولید خدمات، تکمیل زنجیره روابط با شرکای داخلی (خارجی)، ظهور فرصتهای جدید برای توسعه توان کارشناسی در هر زمان و مکان در چارچوب استراتژی و حداقل هزینه برای تحقق مسائل فوق است. چه، زمانی که ما متکی بر توان درونی هستیم و چه، زمانی که از امکانات بیرونی استفاده می‌کنیم، تیم ارشد مسئول پاسخگویی به همه عناصر سرمایه‌گذار است و کنترل عملکرد تجاری را بر عهده دارد.

ما بر این باوریم که در مدل بنگاههای مجازی، انرژی خود را بر فعالیتهای و منابعی که ارزش افزوده بالایی دارند، صرف کنیم. در این مدل به مهارتهای تخصصی بیشتر و منابع افزونتر دسترسی داریم. در مورد انتخابهایی که به مهارتها و ظرفیتهای بالاتری نیاز دارد، انعطاف‌پذیر هستیم و امکان استفاده

1. cppyb, 2000.

2. John, maclacgtho

مناسب از پتانسیل‌های موجود را به منظور کاهش هزینه‌ها و فراهم کردن مدیریت ریسک و منافع متنوع داریم. به بیان دیگر با سازمانهای دانشی نوظهور مواجه می‌شویم که پیشرفتهای تاکتیکی کاملی به منظور ایجاد استعدادهای رشد و شکوفایی در بازارهای رقابتی دارند.

## ۶. دوراندیشی در سرمایه‌گذاری‌ها

مدیران صندوقهای تأمین اجتماعی در مقابل بیمه‌شدگان خود که به آنها حق بیمه پرداخت می‌کنند، مسئولیت دارند. این مسئولیت آنها را وادار می‌کند به گونه‌ای رفتار کنند تا بهترین منفعت را هم برای کل طرح و هم برای بیمه‌شدگان داشته باشد. در ایفای وظایف سرمایه‌گذاری باید بسیار دوراندیش عمل کنند و از ریسک‌های نابجا و انحراف معیار زیاد در سود دوری گزینند. به منظور اطمینان از این موضوع دولتها معمولاً یک گروه ناظر یا نمایندگانی در قالب وزارت یا آژانس ایجاد می‌کنند.

قانون هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا به طور مشخص وظایف مدیران و اعضای هیئت‌مدیره را مشخص کرده است. قانون مقید کرده است که:

الف. آنها باید بر مبنای صداقت و اعتماد مناسب همراه با چشم‌اندازی خوب در جهت منافع هیئت سرمایه‌گذاری عمل کنند؛

ب. در راستای نظارت، سختکوشی و مهارتهایی که برای پاسخگویی یک شخص دوراندیش در شرایط مشابه انجام می‌دهند، تلاش کنند. آزمایش انسان دوراندیش در بیشتر کشورها به عنوان قانون مشترک تجاری وجود دارد.

همان‌گونه که گفته شد آینده‌نگری ضابطه‌مند، محدودیتهایی را بر سرمایه‌گذاری‌های هیئت سرمایه‌گذاری اعمال می‌کند. به طور مؤثر، سرمایه‌گذاری‌های هیئت مذکور باید از قانون مشابه برای سرمایه‌گذاری طرحهای بازنشستگی خصوصی اعمال می‌شود پیروی کند. کانادا هم در سطح دولت مرکزی و هم در سطح دولتهای ایالتی، قوانین مصوب مناسبی برای طرحهای بازنشستگی خصوصی دارد. به همین دلیل بسیار مناسب است تا این قوانین برای طرحهای بازنشستگی دولتی نیز تسری پیدا کند. محدودیتهایی که بر سرمایه‌گذاری هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا اعمال می‌شود به شرح زیر است:

- هیئت‌مدیره چه به صورت مستقیم و چه به صورت غیرمستقیم نمی‌تواند بیش از ده درصد

کل ارزش دفتری دارایی‌های خود را در وثیقه‌های یک شخص یا دو شخص یا بیشتر، از افرادی که با هم مشارکت دارند، یا حتی دو شرکت یا بیشتر که با هم مشارکت دارند، سرمایه‌گذاری کند (در این قانون شخص هم شامل اشخاص حقیقی و هم شامل اشخاص حقوقی و همچنین شامل صندوقهای غیرسازمان‌یافته یا سازمان‌یافته می‌شود)؛

- هیئت‌مدیره نمی‌تواند چه به صورت مستقیم و چه به صورت غیرمستقیم بیش از ۵ درصد از ارزش دفتری منابع خود را برای هر قطعه از دارایی‌های واقعی و یا املاک سرمایه‌گذاری کند. همچنین نمی‌تواند بیش از ۱۵ درصد از ارزش دفتری خود را در املاک کانادا و یا بالاخره بیش از ۲۵ درصد ارزش دفتری دارایی‌های خود را در املاک و دارایی‌های واقعی کانادایی‌ها سرمایه‌گذاری کند؛

- هیئت‌مدیره چه به صورت مستقیم و چه به صورت غیرمستقیم نمی‌تواند بالای ۳۰ درصد در سهام شرکتهایی سرمایه‌گذاری کند که باعث می‌شود هیئت‌مدیره حق انتخاب مدیران بنگاه را داشته باشد.

به موجب سبب سرمایه‌گذاری جدید و محدودیتهای قانونی خاص، دوره‌ جدیدی از سرمایه‌گذاری آغاز شده است. این محدودیتها از یک طرف تجربه‌ کاری و قوانین اداری و از طرف دیگر عاقبت‌اندیشی‌ای را که مورد نیاز این نوع سرمایه‌گذاری‌هاست، توسعه داده است. همچنین این محدودیتها باعث واکنش هیئت‌مدیره در زمینه‌ توجه ویژه بر تخصصی عمل کردن مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود که بیشترین آن بحث آژانس سرمایه‌گذاری است که در بازار سرمایه کانادا فعالیت می‌کند.

مهمترین محدودیت در دوره‌ جدید سرمایه‌گذاری این است که هیئت‌مدیره باید در بازار سرمایه داخلی به‌طور غیرفعال عمل کند<sup>۱</sup> (سرمایه‌گذاری غیرفعال به این معناست که باید از قبل شاخص‌های بازار را در سید دارایی داشته باشیم. در مقابل، سرمایه‌گذاری فعال به معنای خرید و مبادله سهام است که معمولاً هدف از این کار کسب سود بیشتر از شاخص بازار است). این استراتژی فقط برای فعالیت در بازار سهام کانادا باید اعمال شود و برای بازارهای خارجی ضرورتی ندارد.

1. Passively management.

همانگونه که اشاره شد تا سال ۱۹۹۹ همه ذخایر طرح بازنشتگی کانادا در اوراق قرضه غیرقابل مبادله دولتی سرمایه‌گذاری می‌شد. به منظور متنوع ساختن سرمایه‌گذاری‌ها هیئت‌مدیره در اواخر سال ۱۹۹۸ تصمیم گرفت جریان نقدی خود را در شروع دوره اخیر، در بازار سرمایه به کار گیرد. در شرایط جدید حدود ۸۰ درصد از کل سبد دارایی در سهام کانادایی‌ها سرمایه‌گذاری شده است. به منظور تحقق استراتژی غیرفعال، هیئت‌مدیره بزرگترین شاخص بازار کانادا (یعنی شاخص سهام تورنتو) را برای سرمایه‌گذاری انتخاب کرده است. به منظور تأمین عاقبت‌اندیشی در سرمایه‌گذاری‌ها هیئت‌مدیره ۲۰ درصد باقی‌مانده را در سهام غیرکانادایی‌ها سرمایه‌گذاری کرده که این سرمایه‌گذاری در شروع دوره جدید بر اساس استراتژی غیرفعال عمل کرده است. با این شرایط، سرمایه‌گذاری نزدیک به شاخص<sup>۱</sup> شد.

نتایج سرمایه‌گذاری‌ها در طول دو سال اخیر در جدول زیر نشان داده شده است، همچنین در ادامه شاخص‌های مختلفی ارائه شده که برای مقایسه وضعیت ارزش دارایی‌های تحت مدیریت هیئت‌مدیره در پایان سال مالی استفاده می‌شود.

نتایج سرمایه‌گذاری‌ها ۲۰۰۰ - ۱۹۹۸					
سال مالی	بازدهی سبد سرمایه‌گذاری (درصد)	بازدهی استاندارد <sup>۲</sup> (درصد)	تورم +۴٪ (درصد)	اوراق قرضه که توسط طرح نگهداری می‌شد (درصد)	دارایی‌ها در پایان سال (میلیون دلار)
۱۹۹۸-۱۹۹۹	۵/۰	۴/۷	۴/۹	۱۱/۴	۱۲/۱
۱۹۹۹-۲۰۰۰	۴۰/۱	۳۹/۳	۵/۷	۱۱/۳	۲۳۹۲/۸

به طور خلاصه معیارهایی که برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده است، عبارت‌اند از:

- سبد استاندارد که ترکیبی از شاخص ۳۰۰ TSE<sup>۳</sup> و شاخص MSCI بر اساس وزن ترکیب

1. Morgan Stanley capital international world index, (MSCI).
2. Bench mark
3. The toronto stock exchange 300 index (TSE 300).

دارایی‌هاست (۸۰ درصد در سرمایه‌گذاری کانادایی‌ها و ۲۰ درصد سرمایه‌گذاری غیرکانادایی‌ها)؛

- مجموع متوسط نرخ تورم سالیانه به اضافه ۴ درصد (که ارزیابی بررسی‌های اکچوئری طرح بازنشستگی کانادا نرخ بازدهی بلندمدت را ۴ درصد پیش‌بینی کرده بود)؛
- نرخ بازدهی اوراق قرضه دولتی (شامل اوراق مرکزی و ایالتی) که توسط طرح بازنشستگی کانادا نگهداری می‌شد.

همان‌گونه که جدول نشان می‌دهد عملکرد سرمایه‌گذاری‌ها طی سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۰ عالی بوده است؛ با توجه به اینکه شاخص TSE ۳۰۰۰ بیشترین افزایش را در بورسهای اصلی کشورهای صنعتی داشته و تا ۴۵/۵ درصد نیز رسیده است (با توجه به اینکه ۸۰ درصد دارایی‌ها در این شاخص نگهداری می‌شد) و همچنین رشد ۱۶/۱ درصدی شاخص MSCI نشان‌دهنده این واقعیت است.

در همه سالها سبد سرمایه‌گذاری طرح وضعیت بهتری از استاندارد داشته است. این موفقیت مدیون این واقعیت است که ۸۰ درصد از ترکیب دارایی‌ها در استاندارد سرمایه‌گذاری شده است. به همین نحو در همه سالها، نرخ بازدهی واقعی به دست آمده بیش از ۴ درصد بوده است؛ (نرخ‌های محاسبات اکچوئری آن را برای طرح بازنشستگی کانادا فرض کرده بود).

طی سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۰ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های بورس هیئت‌مدیره به طور قابل ملاحظه‌ای از اوراق قرضه مرکزی و ایالتی که صندوق ذخایر طرح بازنشستگی کانادا نگهداری کرده، بیشتر بوده است. البته وضعیت برای سالهای ۱۹۹۸ و ۱۹۹۹ فرق می‌کرده است.

در گزارش عملکرد ۲۰۰۰ - ۱۹۹۹ هیئت‌مدیره انتظار چنین نرخ‌های آتی متفی می‌داند. در سخنرانی ۲۰۰۰ رئیس اجرایی طرح بیان داشت «همچنان که میزان سرمایه‌گذاری را گسترش می‌دهیم، نوسان سبد دارایی‌ها کاهش می‌یابد و البته به همین نحو نیز عملکرد یا بازدهی چشمگیر سالیانه نیز کاهش می‌یابد». رئیس هیئت‌مدیره بیان کرد که «از زمانی (۱۹۹۶) که طرح بازنشستگی به صورت اندوخته‌گذاری عمل کرده، نرخ بازدهی اسمی شاخص ۳۰۰ TSE فقط برای سه بار بالای ۴۰ درصد بوده است». همچنین این شاخص از نوسان بالایی نیز برخوردار بوده و کمترین آن ۱۱/۳ درصد در سال ۱۹۹۹ بوده است.

تجربه موفق هیئت‌مدیره در دو سال اخیر باعث تسهیل محدودیت بر سرمایه‌گذاری‌های

داخلی شده است. در سال ۱۹۹۹ دولت مرکزی و ایالتی موافقت کرده که هیئت مدیره می تواند ۵۰ درصد سبد داخلی خود را به صورت فعال مدیریت کند. اجرایی شدن این تغییرات قانونی از اوت سال ۲۰۰۰ آغاز شده است. همچنین دولت مرکزی و ایالتی موافقت کرده پیرامون ۵۰ درصد باقی مانده‌ای که باید به صورت غیر فعال مدیریت شود، بازنگری کند.

در صورتی که هیئت مدیره مطمئناً مایل است به سمت مدیریت فعال حرکت کند، هنوز این کار انجام نشده است. دوراندیشی و مطالعات مورد نیاز باعث تأخیر در تصمیم‌گیری شده است. هیئت مدیره مایل است مدلی طراحی کند که به او اجازه دهد ترکیب دارایی‌های خود را گسترش دهد. برای توسعه این استراتژی، به عنوان روش کنونی، بررسی بر منافع مدیریت فعال و غیر فعال، تحلیل پیرامون سرمایه‌گذاری‌ها در بازار سهام، اوراق قرضه، بانک تجاری، سهام خصوصی، پروژه‌های زیربنایی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری خاص، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی و استفاده از موافقت‌نامه‌های دوجانبه شروع شده است. همچنین مشخص کردن سیاست‌های مدیریت ریسک و روشهایی که همخوان با استراتژی جدید سرمایه‌گذاری باشد، نیز در دستور کار است.

### نتیجه‌گیری

در حالی که کشورها پیامدهای تفویض اختیارات به برنامه‌های تأمین اجتماعی را در زمینه تأمین مالی مناسب ناشی از سالمندی جمعیت بررسی می‌کنند، تمرکز بیشتری به منظور شکل‌دهی به سمت سیستم‌های مبتنی بر اندوخته‌گذاری (چه به صورت اندوخته‌گذاری جزئی و چه به صورت اندوخته‌گذاری کامل) و سرمایه‌گذاری ذخایر در این نوع سیستم‌ها دارند. بر اساس مباحث موجود، این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به منظور تبعیت از مکانیسم رایج بازار باید توسط اهرم‌های بخش خصوصی اداره شود. اما همان‌گونه که تجربه برخی کشورها نشان داده، اتکای صرف به مکانیسم بخش خصوصی مستلزم ایجاد هزینه‌های واقعی چه به صورت مستقیم (هزینه اجرایی و حق‌الوکاله مدیریت سرمایه‌گذاری) و چه به صورت غیرمستقیم (از قبیل نظارت و تدوین ضوابط) است.

مثال کانادا که در این نوشتار به عنوان یک مدل مختلط، شامل آژانس مدیریت عمومی است و طبق قوانین مشابه طرح‌های بازنشستگی خصوصی عمل می‌کند، بهترین ترکیب اجرا را دارد.

مدل تحت بررسی هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا می‌تواند استراتژی سرمایه‌گذاری متنوع و موفقی را محقق سازد که توان تأمین اهداف بلندمدت را به دور از هزینه‌های مدیریتی در فضای رقابتی و تحت مکانیسم نظارتی وسیع داراست. البته هنوز زود است که درباره عملکرد نامناسب هیئت سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی کانادا بحث کرد. مدتی است که هیئت مذکور به اداره سرمایه‌گذاری‌ها پرداخته و زمان بیشتری مورد نیاز است تا چنین ادعایی بیان شود. اما آنچه شواهد نشان می‌دهد دو سال اول بسیار دلگرم‌کننده بوده است.

## منابع

1. Candada Pension Plan Investment Board (CPPIB), *Annual Report: Fiscal year ended March 31, 2000*. Toronto, 2000.
2. Iglesias, A. and R. Palacios. *Managing public pension reserves. Part I: Evidence from the international experience*. Washington: The World Bank, 2000.
3. McGillivray, W. *Investment of social security funds*. Geneva: International Social Security Association.
4. Office of the Chief Actuary. *Canada Pension Plan. Seventeenth Actuarial Report as at 31 December 1997*. Ottawa: Office of the Superintendent of Financial Institutions, 1998.
5. Statistics Canada. *Trusteed Pension Funds: Financial Statistics, 1998*. Ottawa, 2000.
6. Thompson, L. 1998. *Older and Wiser: The Economics of Public Pensions*. Washington: The Urban Institute Press.