

بررسی رویکردهای سرمایه گذاری در صندوق های بازنشستگی: مطالعه موردی سازمان تأمین اجتماعی ایران^۱

امیرحسین مزینی^۲، رضا علیزاده هسپستان^۳

چکیده

نزدیک به نُه دهه است که در کشور مفهومی به نام بازنشستگی و بهره‌مندی از مستمری حاصل از پس‌انداز دوران اشتغال برای دوران سالمندی در چارچوب صندوق‌های مختلف بازنشستگی تعریف شده است. در این راستا، سازمان تأمین اجتماعی به‌عنوان بزرگترین صندوق بازنشستگی کشور اهمیت اجتماعی و اقتصادی بالایی دارد. بنابراین، مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها و به‌تبع آن، اتخاذ رویکرد مناسب سرمایه‌گذاری برای آن نیز از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است؛ به‌گونه‌ای که بتواند منابع موجود را برای مصارف حال و بازپرداخت تعهدات آتی برای سالیان طولانی تضمین کند. در راستای آسیب‌شناسی و تحلیل این موضوع در مطالعه حاضر، جریان وجه نقد درآمدها و مصارف سازمان به‌همراه ویژگی‌ها و الزامات خاص آن برای دوره ۹۶-۱۳۸۹ معرفی و ترسیم شد. سپس، الزامات اتخاذ رویکردهای فعالانه یا منفعلانه و برون‌سپاری یا درون‌سپاری در مدیریت سرمایه‌گذاری ذخایر سازمان و تجربیات جهانی معرفی و رویکردهای فعلی سازمان تحلیل و ارزیابی شدند. نتایج حکایت از آن دارند که رویکرد فعلی سازمان، منفعلانه و بدون هرگونه برون‌سپاری در مدیریت سرمایه‌گذاری است. ضمن اینکه اتخاذ رویکرد فعالانه در شرایط کنونی با توجه به عمق کم بازار مالی، محدودبودن فضای کسب‌وکار و نفوذ بالای دولت در سازمان تأمین اجتماعی به‌سختی امکان‌پذیر است.

کلیدواژه: رویکردهای سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، مدیریت دارایی- بدهی، تأمین اجتماعی

طبقه‌بندی JEL: G۲۳, G۱۱, H۵۵

۱- مقاله حاضر مستخرج از طرح پژوهشی با عنوان «رویکردهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بیمه اجتماعی با تأکید بر انطباق زمانی دارایی‌ها و تعهدات» از مجموعه طرح‌های مؤسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی است.

۲- دکتری اقتصاد بین‌الملل، دانشیار پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس (نویسنده مسئول). mozayani@modares.ac.ir

۳- کارشناسی ارشد اقتصاد، پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس. reza_eco88@yahoo.com

امروزه یکی از زیربخش‌های اساسی اقتصاد هر جامعه‌ای را شرکت‌های بیمه‌ای و صندوق‌های بازنشستگی و تأمین اجتماعی تشکیل می‌دهند. فاصله زمانی میان دریافت حق بیمه و پرداخت خسارت و یا مستمری، منابع قابل توجهی را در اختیار صندوق‌های تأمین اجتماعی قرار می‌دهد که این صندوق‌ها باید با بهره‌برداری شایسته از آنها، نه تنها از کاهش ارزش اندوخته جلوگیری کنند؛ بلکه پشتوانه لازم را برای عمل به تعهدات آتی خود فراهم سازند. برای اینکه این سازمان‌ها از روند درآمدی و هزینه‌ای خود جهت سرمایه‌گذاری منابع مطلع باشند، نیاز است تا برآورد دقیقی از جریان نقدی وجوه خود داشته باشند و ویژگی‌های متمایز این جریان را با سایر جریان‌های وجوه نقد سازمان‌هایی با ساختار غیربیمه‌ای و غیربازنشستگی و همچنین، جریان وجه نقد پروژه‌های مالی بشناسند.

پس از ترسیم روند جریان وجوه نقد درآمدها و هزینه‌ها با توجه به نظام تأمین مالی سازمان تأمین اجتماعی مورد نظر، می‌توان راجع به نحوه سرمایه‌گذاری منابع سازمان تصمیم‌گیری نمود. سازمان‌های تأمین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی با توجه به نظام تأمین مالی خود می‌توانند هر یک از رویکردهای فعالانه یا منفعلانه و درون‌سپاری یا برون‌سپاری مدیریت سرمایه‌گذاری را با توجه به شرایط موجود انتخاب نمایند. هیچ‌کدام از رویکردهای گفته‌شده نسبت به دیگری برتری مطلق ندارند و این شرایط و الزامات حاکم بر سازمان‌های تأمین اجتماعی است که تعیین می‌کنند کدام روش می‌تواند تأثیر مطلوب‌تری در تأمین تعهدات آتی سازمان‌ها داشته باشد.

پس از شکل‌گیری جریان وجوه نقد و انتخاب رویکرد مناسب سرمایه‌گذاری می‌توان وارد مرحله مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها شد و از طریق مدل‌سازی، اجرا، نظارت و اصلاح استراتژی‌های مرتبط با دارایی‌ها و بدهی‌ها در طول زمان، با توجه به محدودیت‌های مالی موجود به اهداف سازمان، یعنی تضمین و عمل به تعهدات آتی دست یافت. مقاله حاضر در نظر دارد به امکان‌سنجی رویکردهای فعالانه/منفعلانه و برون‌سپاری/درون‌سپاری در مدیریت سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی ایران با نیم‌نگاهی به صندوق‌های تأمین اجتماعی و بازنشستگی برخی کشورهای جهان بپردازد. بدین منظور، ابتدا ادبیات موضوع پژوهش از طریق تشریح مبانی نظری و مروری به مطالعات انجام‌شده بررسی می‌شود و سپس، موضوعات مطرح‌شده در برخی سیستم‌های تأمین اجتماعی در کشورهای جهان بررسی می‌شود. در انتها، مطالب گردآوری‌شده در خصوص سازمان تأمین اجتماعی ایران تحلیل و ارزیابی می‌شود.

مبانی نظری تحقیق

در این بخش با هدف نشان دادن چالش‌های مالی سازمان تأمین اجتماعی و همچنین، الزام به تغییر رویکردهای مدیریت سرمایه‌گذاری جهت تضمین بازپرداخت تعهدات آتی آن، ویژگی‌ها و الزامات جریان نقدی سازمان‌های تأمین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی، ویژگی‌ها و تفاوت‌های رویکردهای فعالانه/ منفعلانه و برون‌سپاری/ درون‌سپاری سرمایه‌گذاری منابع و در نهایت، مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های این نهادها بررسی می‌شوند.

الف) جریان نقدی سازمان‌های تأمین اجتماعی

جریان نقدی سازمان‌های تأمین اجتماعی همانند سایر جریان‌های وجه نقد از دو بخش کلی منابع و مصارف یا جریان درآمدی و جریان هزینه‌ای تشکیل شده است. اجزاء جریان درآمدی در جریان نقدی سازمان‌های تأمین اجتماعی، به‌طور کلی مشتمل بر حق بیمه پرداختی شاغلان، ذخایر احتیاطی و منافع حاصل از سرمایه‌گذاری منابع سازمان و جریان مصارف آنها شامل مستمری (حقوق و مزایای) بازنشستگی، هزینه‌های درمان و هزینه‌های اداری است. هزینه‌ها و مزایای مرتبط با مرگ‌ومیر، از کارافتادگی، غرامت دستمزد، پرداخت‌های انتقالی و غیره ذیل هزینه‌های قبلی آورده می‌شوند.

مهم‌ترین ویژگی جریان وجه نقد سیستم‌های بازنشستگی و تأمین اجتماعی در مقایسه با جریان‌های وجه نقد سایر سازمان‌ها و یا بنگاه‌ها تفاوت در سازکار توازن منابع و مصارف و مدیریت آنها است. عموماً جریان‌های نقدی حسابداری با صرف بخشی از آورده اولیه و همچنین، مخارج جاری به‌عنوان مصارف شروع می‌شود و پس از رسیدن طرح به نتیجه و درآمدزایی، جریان درآمدی نیز به جریان نقدی اضافه می‌شود و مخارج طرح پس از این نقطه، عموماً به هزینه‌های جاری و عملیاتی خلاصه می‌شود. تفاوت جریان درآمدی و هزینه‌ای نیز تا مدتی به بازگشت سرمایه اختصاص می‌یابد و در نهایت، منجر به سوددهی می‌شود. به عبارت دیگر، معمولاً جریان‌های نقدی حسابداری به دو جریان هزینه‌ای (در ابتدا) و درآمدی (پس از بهره‌برداری از طرح و رسیدن به مرحله درآمدزایی) نسبتاً مستقل تقسیم‌بندی می‌شوند؛ اما در سیستم‌های بازنشستگی و تأمین اجتماعی این استقلال وجود ندارد؛ تعادل در جریان درآمدی و هزینه‌ای از ابتدای طرح الزامی است و به تفاوت جریان درآمدی و هزینه‌ای به چشم سود یا بازگشت سرمایه نظر نمی‌شود؛ زیرا مازاد جریان درآمدی برای تأمین منابع جهت پرداخت‌های آینده مورد استفاده قرار می‌گیرد و تعادل در جریان درآمدی و هزینه‌ای تعادلی بلندمدت محسوب می‌شود؛ نه یک تعادل متقارن. همچنین، درآمدزایی (جریان درآمدی) برخلاف جریان نقدی حسابداری معمول از ابتدای شروع به کار سیستم جریان دارد و هر دو جریان درآمدی و

هزینه‌ای نیز از همان ابتدا با نسبت‌های متفاوت در طول زمان برقرار هستند و حتی جریان هزینه‌ای برخلاف جریان‌های نقدی حسابداری معمول در ابتدا کمتر از جریان درآمدی است.

آنچه که به‌مثابه الزام جریان نقدی سیستم‌های مذکور مطرح می‌شود، انتخاب نحوه تأمین مالی سازمان و به عبارت دیگر، انتخاب نظام مالی درآمدی برای آن است؛ با این توضیح که نرخ حق‌بیمه دریافتی از بیمه‌شدگان و مستمری‌بگیران در هر یک از روش‌های تأمین مالی طرح‌های مستمری متفاوت است. به‌طور کلی، دو نظام توازن درآمد و هزینه^۱ و نظام اندوخته‌گذاری کامل^۲ برای تأمین مالی طرح‌های مستمری تعریف می‌شود و سایر روش‌ها در بازه حدی این دو روش قرار می‌گیرند. در روش اول یا ارزیابی سالانه، هزینه‌های سالانه مزایا و امور اجرایی از محل درآمدها یا حق‌بیمه‌های همان سال تأمین می‌شوند؛ به‌علاوه، هیچ اندوخته‌ای نیز در ابتدا کنار گذاشته نمی‌شود. همین موضوع باعث پایین‌بودن نرخ حق‌بیمه در سال‌های ابتدایی می‌شود و این حق‌بیمه سالانه افزایش خواهد یافت. در بلندمدت، این افزایش تا جایی ادامه می‌یابد که کارگران و کارفرمایان توان پرداخت آن را نخواهند داشت (حسن‌زاده اصفهانی، ۱۳۸۶: ۶۶). از طرف دیگر، در نظام اندوخته‌گذاری کامل، ذخایری از حق‌بیمه ذی‌نفعان تشکیل می‌شود که به‌منظور حفظ ارزش آنها، این ذخایر در فعالیت‌های گوناگون سرمایه‌گذاری می‌شوند و عایدی ناشی از این سرمایه‌گذاری‌ها نیز به مستمری افراد اضافه می‌شود (کیمیگری و منوچهری راد، ۱۳۹۰: ۱۵۴).

ب) رویکردهای سرمایه‌گذاری در سازمان‌های تأمین اجتماعی

• رویکردهای فعالانه و منفعلانه

سازمان‌های تأمین اجتماعی می‌توانند در خصوص سرمایه‌گذاری منابع خود از دو رویکرد فعال یا منفعل و یا ترکیبی از هر دو بهره‌مند گردند. در یک رویکرد فعال، مدیران سرمایه‌گذاری به‌جای تقلید صرف از شاخص‌های معیار در بازارهای مالی با خرید و فروش مداوم در این بازارها مانند سهام و اوراق قرضه و با دستیابی به سودهای کوتاه‌مدت، علاوه بر کسب سود و افزایش بازدهی دارایی‌های خود، عملکرد کلی بازار را نیز بهبود می‌بخشند.

نقطه مقابل رویکرد فعال، سرمایه‌گذاری با شیوه منفعلانه است. مدیریت سرمایه‌گذاری منفعل شامل سرمایه‌گذاری‌هایی است که در یک بازار معین (به‌عنوان شاخص) انجام می‌شود. در این روش، تطبیق شاخص بازار معین‌شده با شاخص صندوق مورد نظر به‌عنوان هدف در نظر گرفته می‌شود. مدیران سرمایه‌گذاری منفعل تمایل دارند این کار را با دنبال کردن شاخص سرمایه‌گذاری و نزدیک‌تر کردن

۱- Pay As You Go (PAYG) که از آن با عنوان «نظام ارزیابی سالانه مبتنی بر مستمری» نیز یاد می‌شود.

۲- Full Funding که از آن با عنوان «ذخیره‌سازی کامل» نیز یاد می‌شود.

هرچه بیشتر آن به شاخص هدف (بازار) انجام دهند. روش سرمایه‌گذاری منفعل، صرفاً مخصوص بازار سهام نیست و شامل بازارها و صندوق‌های با درآمد ثابت نیز می‌شود. در این نوع صندوق‌ها ممکن است مدیر انواع مختلفی از اوراق با درآمد ثابت را خریداری و به‌طور ساده آنها را تا سررسید نگه‌داری کند (Vanguard, 2017).

هیچ‌گونه برتری مطلق بین رویکردهای مذکور نمی‌توان برشمرد و شرایط و الزامات حاکم بر سازمان‌های تأمین اجتماعی، عمق بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری یک کشور و همچنین، دوران‌های رونق و رکود اقتصادی است که مناسب بودن یا نبودن یک رویکرد را مشخص می‌کند (Rodgers, 2017: 2). الزامات اتخاذ رویکرد فعال یا منفعل به‌شرح ذیل است:

الف) ریسک: ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی را شاید بتوان پایه و اساس اتخاذ رویکردهای فعالانه و منفعلانه دانست. رویکرد فعالانه مناسب صندوق‌هایی است که ریسک را دغدغه اصلی خود نمی‌دانند و حاضرند برای دستیابی به بازده بالقوه بالا مقدار متعارفی از ریسک را تحمل کنند. در مقابل، رویکرد منفعلانه گزینه‌ای مناسب برای صندوق‌هایی است که به دنبال ریسک کم هستند و نگرانی بابت کسب سریع بازده بالا ندارند. (Vanguard, 2017).

ب) وجود تیم خبره و متخصص: چنانچه یک صندوق سرمایه‌گذاری با رویکرد منفعلانه قصد تغییر رویکرد به سمت فعالیت‌های فعالانه را داشته باشد، پیش از هر چیز نیازمند یک تیم خبره و متخصص است. بدون وجود افرادی که تبحر کافی در تشخیص دارایی‌های پربازده، روند بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری، سیکل‌ها و ادوار تجاری صنفی و ملی، تغییرات و تحولات اقتصادی جهانی و ورود و خروج به‌موقع در بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری را نداشته باشند، امکان مدیریت فعالانه سرمایه‌گذاری عملاً وجود ندارد (ibid).

ج) فضای کسب‌وکار: صندوق‌های تأمین اجتماعی و بازنشستگی دارای ذخایر و دارایی‌های عظیمی هستند که با ورود به هر بازاری آن را تحت تأثیر قرار خواهند داد. چنانچه مدیران سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها قصد اتخاذ رویکرد فعالانه را در سرمایه‌گذاری‌های خود داشته باشند، بایستی فضای کسب‌وکار و سرمایه‌گذاری برای تنوع‌بخشی به محورهای سرمایه‌گذاری و تخصیص دارایی‌های ایجادشده باشد (Impavido, 2008: 20).

د) کارایی بازاری: بازدهی بازارهای مالی معرف کارایی آنها است. یک بازار کارا امکان دستیابی فعالان آن به بازدهی بالاتر را فراهم می‌آورد و بنابراین، رویکردهای فعال و منفعل، هر دو به نحوی از بازارهای مالی در سرمایه‌گذاری‌های خود متأثر می‌شوند. مدیران منفعل از یک لیست مشخص از گزینه‌های سرمایه‌گذاری در بازار مالی تبعیت می‌کنند و از طرف دیگر، مدیران فعال به دنبال خرید و فروش‌های مکرر در بازار جهت به دست آوردن بازدهی بالاتر هستند. از این‌رو، کارایی بازار

مالی امکان موفقیت در هر دو رویکرد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (21 : ibid)؛ برای مثال، مدیریتی با رویکرد سرمایه‌گذاری منفعلانه که از یک شاخص مانند شاخص بورس تبعیت می‌کند و لیستی از سهام بورسی را خریداری کرده است، در صورتی که بازار بورس دارای بازدهی پایینی باشد، نمی‌تواند انتظار بازدهی بالا برای دارایی‌های صندوق خود داشته باشد و بالعکس. برای مدیران فعال نیز وضعیت مشابهی روی خواهد داد؛ بدین صورت که در همان بازار بورس (با کارایی ضعیف) خرید و فروش‌های سودآوری عاید مدیران سرمایه‌گذاری نخواهد شد و هم‌زمان با صرف وقت و هزینه زیاد برای خرید و فروش‌ها سودهای ناچیزی به دست خواهد آمد و بالعکس.

ه) رویکرد اجرایی: در برخی از طرح‌های مستمری، مانند صندوق‌های بازنشستگی کانادا (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۷) و شیلی (Pagnoncelli and et al, 2017: 557) مشاهده شد که می‌توان از چندین صندوق با درجه ریسک‌پذیری مختلف برای حضور در عرضه سرمایه‌گذاری استفاده کرد. از ریسک‌گریزترین صندوق به سمت ریسک‌پذیرترین آنها، رویکردهای منفعلانه به سمت فعالانه در حال تغییر خواهد بود.

و) میزان دخالت دولت: دولتی و خصوصی بودن صندوق‌های بازنشستگی و تأمین اجتماعی از جمله عوامل تأثیرگذار بر موفقیت رویکردهای فعال و منفعل در سرمایه‌گذاری است. عموماً صندوق‌های دولتی تمایل کمتری به تقبل ریسک‌های ناشی از سرمایه‌گذاری و در نتیجه مدیریت فعال دارند و در مقابل، بخش خصوصی از بازدهی بالای سرمایه‌گذاری استقبال می‌کند (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۷).

ز) تعاملات جهانی: مدیران فعالی که قصد سرمایه‌گذاری و تخصیص دارایی در بازارهای مالی خارج از کشور را دارند، بایستی عملکرد بازار مقصد و نحوه تعاملات با آنها را همواره مدنظر قرار دهند و ریسک‌های آن را ارزیابی کنند. اصولاً در هنگام حضور در بازارهای جهانی (مالی و غیرمالی) بایستی شرایط اقتصادی و غیراقتصادی (برای مثال، شرایط سیاسی) زیادی را مورد توجه قرار داد (Shin, 2018: 9).

• رویکردهای درون‌سپاری / برون‌سپاری

برون‌سپاری یعنی واگذار کردن ریسک و مسئولیت انجام یک وظیفه یا خدمت به یک مجموعه دیگر. نقطه مقابل این تعریف درون‌سپاری است. درون‌سپاری به این معنا است که کار یا فعالیتی را که برون‌سپاری شده است یا می‌تواند برون‌سپاری شود، با امکانات درون مجموعه شرکت یا سازمان انجام شود. برون‌سپاری سرمایه‌گذاری فرآیندی است که به‌موجب آن سرمایه‌گذاران سازمانی مانند تأمین اجتماعی شخص (حقیقی یا حقوقی) ثالثی را به‌منظور مدیریت تمام یا بخشی از سرمایه‌گذاری خود به خدمت می‌گیرند. این توافقنامه می‌تواند شامل اقداماتی مانند تخصیص دارایی، انتخاب مدیران سرمایه‌گذاری، پیاده‌سازی تصمیمات در خصوص پورتفوی (هم به‌صورت استراتژیک و هم تاکتیکی)

نظارت مستمر، مدیریت ریسک پورتفوی و سایر زمینه‌های مدیریت پورتفوی باشد (Ashley, 2008). مهم‌ترین عامل برون‌سپاری در بیشتر نقاط جهان کاهش هزینه‌ها است. عواملی نظیر افزایش روزافزون قیمت مواد اولیه و نیروی کار، رقابت در بازار، زمان‌بر بودن بسیاری از فعالیت‌ها و بی‌ثباتی شرایط اقتصادی باعث می‌شوند تا بنگاه‌های اقتصادی به دنبال کاهش هزینه‌های خود برای بقا و رشد و توسعه در بازار باشند. رویکرد برون‌سپاری نیز نمی‌تواند به‌طور مطلق برای یک سازمان مثبت یا منفی تلقی شود.^۱ ریسک افشای اطلاعات، شناسایی تیم خبره، حجم گردش مالی صندوق و نیاز به کاهش هزینه‌های اداری مواردی هستند که پیش از اتخاذ رویکرد درون‌سپاری یا برون‌سپاری باید مورد توجه مدیران سازمان‌های تأمین اجتماعی قرار گیرند.

ج) مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها در سازمان‌های تأمین اجتماعی

مدیریت دارایی-بدهی فرایندهای ارزیابی و کنترل ریسک‌های سازمان است که برای رسیدن به اهداف مالی طرح‌ریزی شده‌اند. این فرایند شامل برنامه‌ریزی، هدایت و کنترل جریان، سطح و ترکیب وجوه کسب‌شده و هزینه‌ها و درآمدهای سازمان است که با کنترل ریسک‌های مالی و دستیابی به اهداف مالی درآمیخته است. مسئله اساسی تنظیم لحظه‌به‌لحظه تصمیم‌گیری درباره دریافت نرخ مشارکت مناسب و اتخاذ بهترین استراتژی سرمایه‌گذاری برای دارایی‌های موجود در یک سیستم تأمین اجتماعی است؛ به‌نحوی که بتوان توأمان کمترین حق‌بیمه را دریافت و بیشترین بدهی‌ها و تعهدات آتی را با اطمینان بالا پوشش داد. اینکه با توجه به ریسک‌های گوناگون، تورم، نوسانات اقتصادی و عوامل دیگر چگونه باید به این اهداف دست یافت، موضوعی است که باعث ورود مبحث مدیریت دارایی-بدهی به سازمان‌های تأمین اجتماعی می‌شود.

بنابراین، در ابتدا مدیران سازمان‌های تأمین اجتماعی باید ریسک‌های درون‌زا و برون‌زای موجود در سیستم را شناسایی کنند تا بتوانند پس از ارزیابی میزان خطرات موجود و نگرش خود نسبت به ریسک (ریسک‌گرایی و ریسک‌گریزی) گزینه‌های موجود جهت تصمیم‌گیری را تعریف و بهترین گزینه را اتخاذ کنند. مهم‌ترین ریسک‌ها عبارتند از ریسک سرمایه‌گذاری، نقدینگی، ریسک تأمین مالی (کسری بودجه) جمعیتی، رشد دستمزد، تورم، ریسک سیاسی و ریسک آماری. شایان ذکر است ریسک آماری زمانی حادث می‌شود که وضعیت مالی صندوق بازنشستگی به اصول و رویه آماری مورد استفاده در امور حسابداری و مدیریت دارایی-بدهی آن وابسته باشد و چنانچه داده‌های آماری به‌درستی جمع‌آوری و از اصول درستی در ارائه و پردازش آنها بهره‌گیری نشود، می‌تواند در مدیریت دارایی-بدهی صندوق تأثیر داشته باشد.

1- Best practices in Pension Funds investment process, 2016, www.pwc.lu.

پیشینه تحقیق

مطالعات و بررسی‌های انجام‌شده در ادبیات تجربی تحقیق را می‌توان به صورت خلاصه در قالب مطالعات داخلی و خارجی به شرح زیر مطرح نمود:

ایزدبخش و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان «مدیریت دارایی و بدهی در صندوق‌های بازنشستگی با رویکرد سیستمی در محیط فازی» به بررسی عوامل کلیدی تأثیرگذار بر مدیریت دارایی و بدهی در صندوق‌های بازنشستگی از طریق سیستم استنتاج فازی پرداخته‌اند. در این راستا، ابتدا ریسک‌های مهم مؤثر بر مدیریت دارایی و بدهی ارزیابی شده و در راستای ریسک‌گراشدن آن، تأثیر هر یک از ریسک‌ها بر مدیریت دارایی و بدهی در صندوق‌های بازنشستگی تعیین شده است.

«اثر مدیریت دارایی- بدهی بر توانگری مالی شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی» عنوان پژوهش مظلومی و یاراحمدی (۱۳۹۴) است که در آن به استفاده از تکنیک بهینه‌سازی «استوار»^۱ در مدیریت دارایی- بدهی و تأثیر این تکنیک‌ها در توانگری مالی پرداخته شده است. مبنای تحلیل‌گران و مقامات قانون‌گذاری برای بررسی سلامت مالی و دوام شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی، تطابق بین ریسک‌های بدهی و تعهدات و ریسک‌های دارایی‌ها و ارزیابی استواری مدل‌های دارایی- بدهی قرار داده شده است. در نهایت، ضرورت به‌کارگیری سیستم‌های مدیریت دارایی- بدهی با ثبات و قابلیت اتکای بالا نتیجه‌گیری شده است.

یولی^۲ (۲۰۰۵) در مقاله‌ای به بررسی جریان نقدی صندوق‌های بازنشستگی با مدل تأمین مالی مزایای معین^۳ پرداخته است. در این مقاله به تفکیک، اجزاء تشکیل‌دهنده جریان درآمدی و جریان مصارف صندوق‌های بازنشستگی در دو حالت بسته (بدون استخدام مجدد) و باز (با استخدام مجدد) طی یک دوره ۸۰ساله فرضی نمایش داده شده است. همچنین، در این مقاله به بررسی نرخ حق بیمه^۴ اعضا صندوق‌های بازنشستگی با توجه به رشد ثابت حقوق و دستمزد و پس‌اندازهای انباشته‌شده در صندوق‌ها توجه شده است.

گوکان و یالچین^۴ (۲۰۱۵) نیز به بررسی رویکرد فعالانه و منفعلانه در سیستم تأمین اجتماعی خصوصی ترکیه پرداخته‌اند. در این مقاله به طرفداری از رویکرد غیرفعال در مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی خصوصی در ترکیه نشان داده شده است که با تغییر رویکرد به مدیریت سرمایه‌گذاری فعال، بهبودی در عملکرد این صندوق از آنچه پیش‌تر به دست آمده بود، ایجاد نمی‌شد.

۱- نام تکنیکی در مدل‌سازی مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها است و به عدم قطعیت اطلاعات در مشکلات بهینه‌سازی از منظر قابلیت محاسباتی می‌پردازد.

2- Ueli

3- defined benefit

4- Gökçen & Yalçın

پانونچلی و همکاران (۲۰۱۷) نیز در مقاله‌ای استراتژی سرمایه‌گذاری ترکیبی دو مرحله‌ای برای صندوق‌های بازنشستگی شیلی ارائه کرده‌اند که در آن برای پنج صندوق بازنشستگی این کشور به نسبت ریسک‌پذیری آنها استراتژی‌های مختلط فعال و منفعل معرفی کرده‌اند. به عبارت دیگر، طی یک دوره زمانی معین، از هر دو استراتژی فعالانه و منفعلانه برای کل سیستم تأمین اجتماعی شیلی بر اساس درجه ریسک‌پذیری صندوق‌ها استفاده شده است. نتایج به دست آمده عملکرد بهتری را از حالت فعلی مدیریت صندوق‌ها نشان می‌دهند.

جیالئوناردو و ماری^۱ (۲۰۱۶) با بررسی هزینه‌های صندوق بازنشستگی ایتالیا در چارچوب داده‌های تلفیقی طی دوره ۲۰۰۷-۲۰۱۳ نتیجه گرفتند که برون‌سپاری برخی فعالیت‌ها در این سازمان می‌تواند به کاهش هزینه‌های آن و صرفه‌های ناشی از مقیاس منجر شود. البته این نتیجه برای حالت فرضی صندوق بازنشستگی بسته به دست‌آمده و نتایج مذکور برای یک صندوق باز اثبات نشده است.

مروری بر عملکرد (تجربه) کشورهای جهان

رویکردهای مدیریت سرمایه‌گذاری در دو بخش فعالانه/منفعلانه و برون‌سپاری/درون‌سپاری در برخی سیستم‌های تأمین اجتماعی در سایر کشورهای جهان تجربه شده است و نتایجی را نیز در بر داشته‌اند. نکته مهم در بررسی تجربه جهانی این است که هیچ‌گاه یک سیستم تأمین اجتماعی با یک رویکرد به فعالیت خود ادامه نداده و همواره تلاش آنها بر این بوده است که متناسب با شرایط زمانی رویکرد خود را تطبیق دهند.

در خصوص اتخاذ رویکرد فعالانه یا منفعلانه در مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی و بازنشستگی می‌توان به تجربه کشورهای هم‌چون کانادا، ایرلند، نیوزیلند، کره جنوبی، شیلی، انگلستان، ایالات متحده، نروژ و ترکیه اشاره کرد. در جدول ۱ کشورهای مذکور به تفکیک حجم صندوق، شرایط بازارهای مالی و رویکرد آنها نسبت به مدیریت سرمایه‌گذاری مشخص شده‌اند. در این کشورها سیستم‌های تأمین اجتماعی گاه به صورت خصوصی، دولتی و یا به‌طور هم‌زمان توسط هر دو نهاد اداره می‌شوند.

جدول شماره ۱. سیستم‌های تأمین اجتماعی کشورهای مختلف به تفکیک حجم، نوع، شرایط بازارهای مالی و رویکرد سرمایه‌گذاری

کشور	نوع	میزان ذخایر	بازار مالی	رویکرد
کانادا	چند صندوق بزرگ خصوصی تحت نظارت دولت	۳۱۷ میلیارد دلار	گسترده	فعالانه از سال ۲۰۰۰ تاکنون
ایرلند	دولتی	۳۰ میلیارد دلار	محدود	فعالانه از سال ۲۰۰۲ تاکنون
نیوزیلند	دولتی	کمتر از ۳۰ میلیارد دلار	محدود	فعالانه از سال ۲۰۰۴ تاکنون
کره جنوبی	دولتی	۴۶۲ میلیارد دلار	گسترده	فعالانه از سال ۲۰۰۶ تاکنون
شیلی	چند صندوق خصوصی تحت نظارت دولت	۱۶۰ میلیارد دلار	محدود	فعالانه از سال ۲۰۰۲ تاکنون
انگلستان	چند صندوق خصوصی	هر کدام حدود ۳۰ میلیون دلار	گسترده	از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷ منفعلانه و پس از آن، تغییر به سمت رویکرد فعالانه
ایالات متحده	خصوصی و دولتی	۲۷۲۰ میلیارد دلار	گسترده	فعالانه از دهه ۹۰ میلادی تاکنون
نروژ	دولتی	۸۹۸ میلیارد دلار	محدود	فعالانه از سال ۲۰۰۶ تاکنون
ترکیه	دولتی	کمتر از ۳۰ میلیارد دلار	محدود	به‌طور کلی منفعلانه همراه با رویکرد غیر موفق مقطعی فعالانه در بازه سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲

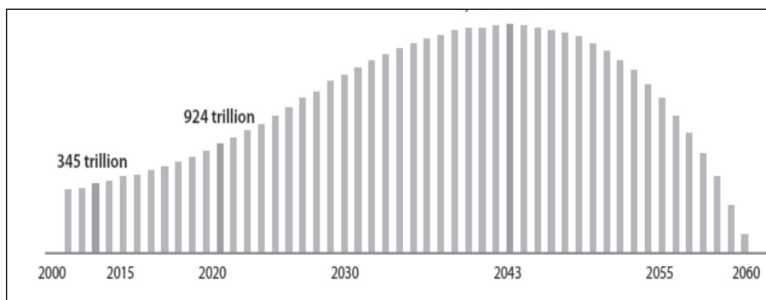
منبع: ایمپاویدو، ۲۰۰۸؛ گوکان و یالچین، ۲۰۱۵؛ شین، ۲۰۱۳؛ پانونچلی، ۲۰۱۷، بررسی مدیریت سرمایه‌گذاری^۱، ۲۰۱۸.

در هر دو کشور کانادا و نروژ در سال‌های اخیر رویکرد فعالانه در مدیریت سرمایه‌گذاری سیستم تأمین اجتماعی حاکم بوده است؛ اما در نروژ به‌علت کوچک‌بودن بازارهای مالی داخلی و حجم بالای ذخایر صندوق تأمین اجتماعی آن، این سازمان ناچار بوده است حجم بالایی از ذخایر خود را در خارج از کشور سرمایه‌گذاری کند. در نقطه مقابل، کانادا به‌علت وسعت بالای بازارهای مالی، بیمه‌ای و سرمایه‌گذاری در داخل کشور، می‌تواند سرمایه‌گذاری ذخایر سیستم تأمین اجتماعی خود را در داخل کشور انجام دهد. بنابراین، صندوق نروژی تا مدت‌ها در سرمایه‌گذاری‌های خود روند محتاطانه‌تری را در پیش گرفت و پس از گسترش سیاست‌های فعالانه در سرمایه‌گذاری، نسبت سرمایه‌گذاری

در سهام به اوراق قرضه را افزایش داده است (از ۴۰ درصد سهام و ۶۰ درصد اوراق قرضه به ۶۰ درصد سهام و ۴۰ درصد اوراق قرضه). این در حالی است که تقریباً در کانادا غالب سرمایه‌گذاری صندوق‌ها روی سهام و در ایرلند و نیوزیلند، ۸۰ درصد سرمایه‌گذاری آنها در بخش سهام بوده است (Impavido, 2008).

کره جنوبی در سال ۲۰۱۲ مطابق با نمودار شماره ۱، با پیش‌بینی صندوق بازنشستگی خود تا سال ۲۰۶۰، به اصلاح رویکردهای خود در مدیریت سرمایه‌گذاری پرداخته است (Shin, 2017: 3).

نمودار شماره ۱. پیش‌بینی دارایی‌های صندوق بازنشستگی کره جنوبی (واحد: دلار)



منبع: همان.

اندازه صندوق بازنشستگی کره جنوبی تا سال ۲۰۶۰ با سه مرحله متفاوت پیش‌بینی شده است؛ مرحله اول از ابتدا تا سال ۲۰۳۰ میلادی است که طی آن سهم بیمه‌شدگان از میزان کل پرداخت حقوق بازنشستگی به ذی‌نفعان بیشتر است و در نتیجه، حجم صندوق بسیار سریع رشد می‌کند. در فاز دوم که تا سال ۲۰۴۳ میلادی ادامه می‌یابد، صندوق با افزایش سرمایه‌گذاری ذخایر به‌دست‌آمده خود، ذخایر بیشتری را به دست می‌آورد و هم‌زمان هزینه‌های بازنشستگی افزایش خواهد یافت. در طول آخرین مرحله، حجم صندوق به سرعت و با شیب زیادی کاهش می‌یابد و انتظار می‌رود که در سال ۲۰۶۰ به پایین‌ترین سطح خود برسد، مگر اینکه اصلاحات عمده‌ای در طرح بازنشستگی ملی انجام شود. دستورالعمل‌های مدیریت این صندوق پنج اصل شامل سودآوری، ثبات، سود عمومی، نقدینگی و استقلال را دنبال می‌کنند.

این صندوق کره‌ای به‌دنبال استراتژی سرمایه‌گذاری فعال است تا به بازدهی بیشتر از شاخص بازار دست یابد و هم‌زمان سعی دارد به‌طور مداوم خطرات احتمالی که ممکن است در طول سرمایه‌گذاری به وجود آید (با قرار گرفتن در معرض دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بالا) را مدیریت کند. مدیریت صندوق، با توجه به اهداف هر دوره، میزان ریسک‌پذیری صندوق را تعیین می‌کند. سپس، این ریسک‌ها را به فعالیت‌های مختلف در حوزه سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهد. صندوق بازنشستگی بازده نهایی هر

سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کند و از این طریق به صندوق اجازه می‌دهد تا به نوسانات بازار به‌درستی پاسخ دهد. تا سال ۲۰۱۷، این صندوق درصد سرمایه‌گذاری در سهام و سرمایه‌گذاری در خارج از کشور (درآمد ثابت و سهام) را افزایش داد و همواره به‌دنبال فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری در داخل و خارج به‌عنوان سرمایه‌گذاری جایگزین در حال افزایش سهم خود در دارایی‌های صندوق بوده است.

در ترکیه، سیستم بازنشستگی انفرادی^۱ به‌طور رسمی در سال ۲۰۰۳ به اجرا درآمد و می‌توان گفت این صندوق کاملاً نوپا است. این سیستم با هدف احیاء سیستم بازنشستگی عمومی و افزایش نرخ پس‌انداز داخلی کشور راه‌اندازی شد. مشارکت در این سیستم داوطلبانه است. مبالغی که به‌عنوان حق مشارکت از بیمه‌شدگان دریافت می‌شود، در حسابی تحت نظارت صندوق بازنشستگی و شرکت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری ترکیه جمع‌آوری می‌شود. بیمه‌شدگان می‌توانند خودشان تصمیم بگیرند که حق مشارکت آنها در کدام موارد سرمایه‌گذاری شود؛ اما گزینه‌های سرمایه‌گذاری در چارچوب موارد تعیین‌شده صندوق است. سبک منفعلانه در مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی ترکیه موفق‌تر از رویکرد فعال عمل کرده است.

پس از بیان نمونه‌ای از تجربه کشورها در زمینه اتخاذ رویکرد فعالانه و منفعلانه در سرمایه‌گذاری‌ها، می‌توان تجربه برخی کشورها در زمینه اتخاذ رویکرد برون‌سپاری و درون‌سپاری مدیریت سرمایه‌گذاری را نیز به‌شرح زیر برشمرد. در جدول شماره ۲، رویکرد صندوق‌های بازنشستگی و تأمین اجتماعی کشورهای ایالات متحده، ایتالیا، استرالیا، ژاپن و مکزیک در خصوص برون‌سپاری یا درون‌سپاری ارائه شده است.

جدول شماره ۲. رویکرد برون‌سپاری در طرح‌های مستمری کشورهای مختلف

کشور	میزان ذخایر	رویکرد
ایالات متحده	۲۷۲۰ میلیارد دلار	برون‌سپاری سرمایه‌گذاری تا سال ۲۰۱۶ و کاهش پس از آن
ایتالیا	کمتر از ۳۰ میلیارد دلار	برون‌سپاری خدمات اداری از ۲۰۰۷ تاکنون
استرالیا	۲۵۳۰ میلیارد دلار	برون‌سپاری مدیریت منابع انسانی و امور خدماتی و برون‌سپاری سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی از دهه ۱۹۹۰ به بعد
ژاپن	چهار صندوق جمعاً به ارزش بالاتر از یک تریلیون دلار	برون‌سپاری مدیریت صندوق‌های خارجی از سال ۲۰۱۵
مکزیک	کمتر از ۳۰ میلیارد دلار	برون‌سپاری فعالیت‌های اداری و اجرایی از سال ۲۰۰۵

منبع: ایندرست و دلاکروک^۲، ۲۰۱۳؛ جیالئوناردو و ماری^۳، ۲۰۱۶؛ کوپر^۴، ۲۰۱۷؛ لدرمن^۵، ۱۹۹۸.

- 1- The Individual Pension System (IPS)
- 2- Inderst and Della Croce
- 3- Cooper
- 4- Lederman

در خصوص ایتالیا و مکزیک، رویکرد برون‌سپاری تنها در خصوص فعالیت‌های اداری و اجرایی به منظور کاهش هزینه‌های سازمانی اتخاذ شده و این رویکرد در مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق اجرا نشده است. ایالات متحده سابقه طولانی در برون‌سپاری فعالیت‌های صندوق‌های تأمین اجتماعی بزرگ خود دارد. یکی از اولین نمونه‌های برون‌سپاری سرمایه‌گذاری در مقیاس سازمانی در سال ۱۹۸۶ اتفاق افتاد. در این راستا، سه مدیر سرمایه‌گذاری که برای صندوق بازنشستگی آی‌بی‌ام^۱ کار کرده بودند، این شرکت را ترک کردند و شرکت سرمایه‌گذاری ساسکو^۲ را تشکیل داده و بخشی از برنامه بازنشستگی آی‌بی‌ام را مدیریت کردند؛ اما آی‌بی‌ام همچنان بخش بزرگی از دارایی‌ها و تیم سرمایه‌گذاری خود را درون خود نگه داشت. در نوامبر سال ۱۹۹۴، جنرال دینامیکس^۳ اولین شرکتی بود که خزانه‌داری خود را به شرکت دیگری برون‌سپاری کرد. سابقه بعدی برون‌سپاری یک صندوق بازنشستگی بزرگ، به جنرال موتورز^۴ در سال ۲۰۰۱ برمی‌گردد؛ شرکت زیراکس^۵ توسط مدیریت سرمایه‌گذاری جنرال موتورز برای مدیریت صندوق بازنشستگی ۴ میلیارد دلاری آن به کار گرفته شد. ژاپن نیز مدیریت صندوق‌های خارجی خود را برون‌سپاری کرده است (کوپر، ۲۰۱۷).

در جمع‌بندی با توجه به نکاتی که تاکنون در مقاله مطرح شده است، می‌توان در راستای موضوع مطالعه حاضر به نکات زیر اشاره کرد:

الف) جریان وجه نقد صندوق‌های تأمین اجتماعی و بازنشستگی بر خلاف سایر جریان‌های وجه نقد معمول، از ابتدا در مواجهه با تقابل جریان درآمدها و جریان مصارف هستند و چه بسا در ابتدا جریان درآمدی از جریان مصارف پیشی بگیرد و سپس، این نسبت برعکس شود (دقیقاً بر خلاف جریان‌های وجه نقد معمول). آنچه جهت تعادل این تقابل الزامی به نظر می‌رسد، انتخاب نظام تأمین مالی مناسب است. لذا نخستین هدف، بررسی این موارد در سازمان تأمین اجتماعی ایران است.

ب) بر اساس تجربه کشورهای مورد بررسی، هیچ قطعیتی در انتخاب رویکردهای مدیریت سرمایه‌گذاری از منظر فعالانه یا منفعلانه بودن و برون‌سپاری یا درون‌سپاری آن وجود ندارد؛ بلکه برخی مؤلفه‌های اقتصادی در یک کشور و همچنین، ویژگی‌های سازمان‌ها تعیین‌کننده بهترین رویکرد برای آن سازمان هستند. البته ذکر این نکته ضروری است که ویژگی‌های سازمان به‌عنوان عوامل درون‌زا برای سازمان تلقی شده و برای انتخاب یک رویکرد صحیح بر اساس شرایط اقتصادی کشور (به‌عنوان عوامل برون‌زا و خارج از دسترس سازمان برای اصلاح‌کردن) می‌توان آنها را اصلاح و به‌سمت اتخاذ

1- IBM
 2- SASCO
 3- General Dynamics
 4- General Motors
 5- Xerox

رویکرد صحیح سوق داد. در ادامه برخی شرایط اقتصادی کشور مرتبط با رویکردهای مدنظر در مدیریت سرمایه‌گذاری و شرایط و الزامات سازمان تأمین اجتماعی برای انتخاب آنها بررسی می‌شود. (ج) برای مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق‌های تأمین اجتماعی و بازنشستگی باید ابتدا ریسک‌های موجود در این حوزه را شناسایی و سپس، در جهت کاهش هر یک اقدام نمود. با کاهش ریسک‌ها شرایط برای برنامه‌ریزی مالی جهت تضمین بازپرداخت تعهدات آتی این نهادها فراهم می‌شود. این نگرش به مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها دیدگاه ریسک‌گرا است. هدف آخر، تحلیل مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های سازمان تأمین اجتماعی از دیدگاه ریسک‌گرا است.

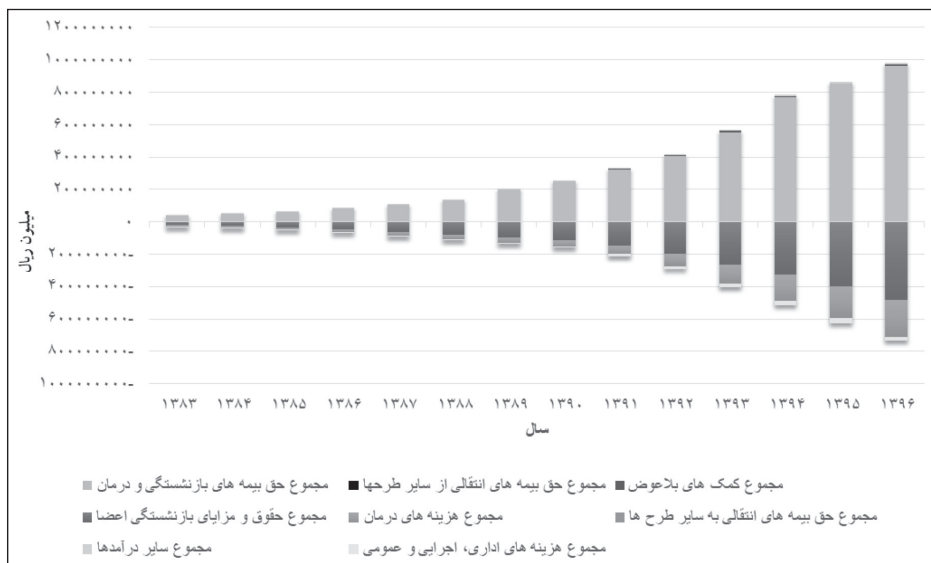
بر همین اساس، در بخش بعد به تحلیل موضوعات اصلی پژوهش یعنی جریان وجه نقد سازمان تأمین اجتماعی، الزامات و عملکرد اتخاذ رویکردهای فعالانه/منفعلا نه و برون‌سپاری/درون‌سپاری مدیریت سرمایه‌گذاری سازمان و مدیریت دارایی- بدهی ذخایر آن در ایران پرداخته می‌شود.

◀ تحلیل وضعیت سازمان تأمین اجتماعی ایران

تحلیل جریان وجه نقد و نظام تأمین مالی

سازمان تأمین اجتماعی با پوشش بیش از ۴۲ میلیون نفر از جمعیت کشور در سال ۱۳۹۶ (سالنامه سازمان تأمین اجتماعی، ۱۳۹۶) به‌صورت عضو تبعی و اصلی بزرگترین صندوق بازنشستگی کشور به شمار می‌رود. شواهد حاکی از آن است که اکنون مخارج سازمان تأمین اجتماعی از منابع آن که بیشتر ناشی از حق بیمه‌های اعضاء است، پیشی گرفته و عدم بازپرداخت بدهی‌های دولت به سازمان تأمین اجتماعی شکاف نقدینگی بسیار بزرگی را برای این سازمان ایجاد کرده است. برای خروج از چالش‌های موجود در این سازمان نیاز است تا روش تأمین مالی و رویکرد مدیریت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های آن تغییر کند. بدین منظور و بر اساس موضوعات این پژوهش، ابتدا جریان نقدی سازمان تأمین اجتماعی ایران از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ (نمودار ۲) ترسیم می‌گردد تا بخشی از این چالش‌ها آشکارتر شود.

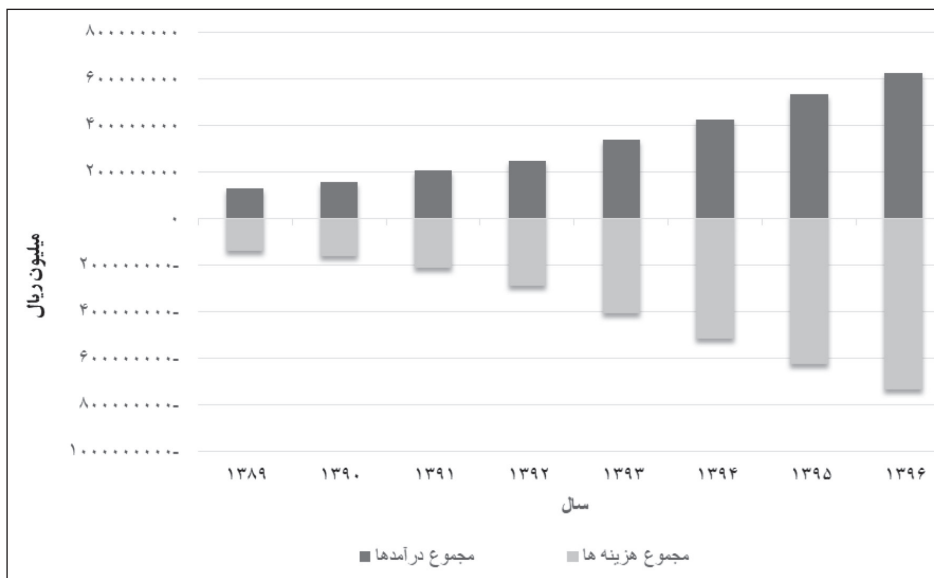
نمودار شماره ۲. جریان نقدی سازمان تأمین اجتماعی به تفکیک درآمدها و هزینه‌ها



منبع: سالنامه‌های آماری سازمان تأمین اجتماعی در سال‌های مختلف

همان‌طور که مشاهده می‌شود، جریان روبه‌بالا نمایانگر درآمدهای سازمان و جریان روبه‌پایین نشان‌دهنده مصارف یا هزینه‌های سازمان است. در نمودار فوق، بدهی‌های دولت در بخشی از مجموع جریان مصارف نیز لحاظ شده است که باعث بالاتر بردن جریان درآمدی از جریان هزینه‌ای شده است؛ اما در عمل، آنچه در جریان نقدی سازمان اهمیت دارد و به‌عنوان ورشکستگی سازمان از آن یاد می‌شود، مجموع درآمدهای نقدی است و نه درآمدهای تعهدی، بنابراین در نمودار شماره ۳، جریان نقدی سازمان تأمین اجتماعی با لحاظ درآمدهای نقدی ترسیم شده است.

نمودار شماره ۳. جریان نقدی سازمان تأمین اجتماعی با لحاظ مجموع درآمدهای نقدی (۹۶-۱۳۸۹)

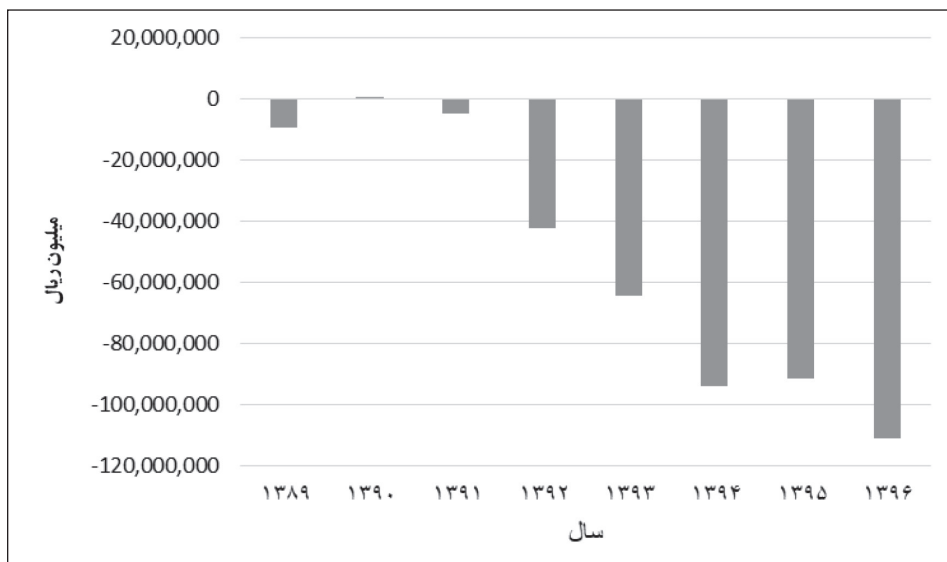


منبع: سالنامه‌های آماری سازمان تأمین اجتماعی در سال‌های مختلف

از نمودارهای ۲ و ۳ چند نکته می‌توان دریافت؛ نخست، بخش اعظم جریان ورودی (درآمدی) صندوق تأمین اجتماعی را مجموع درآمد حاصل از حق بیمه‌های بازنشستگی و درمان و بزرگترین بخش جریان خروجی (مصارف) صندوق را مجموع حقوق و مزایای بازنشستگی اعضا تشکیل می‌دهد. به‌طور دقیق‌تر، طبق آمار و اطلاعات موجود (متناسب با نمودارهای فوق) بین ۸۱ تا ۹۸٫۷ درصد (در سال‌های اخیر) از مجموع درآمدهای صندوق تأمین اجتماعی حاصل از مجموع حق بیمه‌های بازنشستگی و درمان و بین ۶۲ تا ۶۹ درصد مجموع هزینه‌های صندوق تأمین اجتماعی ناشی از حقوق و مزایای بازنشستگی اعضا است. این آمار نشان می‌دهد که مؤلفه سرمایه‌گذاری و بازدهی ناشی از آن در درآمدهای صندوق تأمین اجتماعی ایران تقریباً تأثیری ندارد و کمتر از ۵ درصد از جریان ورودی را تشکیل می‌دهد. همین نکته به‌تنهایی ضرورت تغییر رویکرد کلی نسبت به مقوله سرمایه‌گذاری در صندوق تأمین اجتماعی را نمایان می‌سازد.

دوم آنکه از سال ۱۳۹۲ به بعد، سازمان تأمین اجتماعی به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای دارای کسری است. علت این موضوع نیز همان‌طور که پیش‌تر نیز اشاره شد، میزان بالای بدهی‌های دولت به سازمان تأمین اجتماعی است. برای نمایش بهتر این موضوع، میزان کسری سازمان در نمودار شماره ۴ نشان داده شده است.

نمودار شماره ۴. میزان کسری سازمان تأمین اجتماعی با لحاظ درآمدهای نقدی



منبع: سالنامه‌های آماری سازمان تأمین اجتماعی در سال‌های مختلف

نکتهٔ سومی که از نمودارهای فوق استخراج می‌شود، دربارهٔ ساختار تأمین مالی صندوق تأمین اجتماعی است. ساختار تأمین مالی این سازمان در دستهٔ توازن درآمد و هزینه با مزایای تعریف‌شده^۱ قرار می‌گیرد (خندان، ۱۳۹۴: ۵۸). در ابتدا چون با نرخ حق‌بیمهٔ بالایی معادل ۳۰ درصد فعالیت آن آغاز شد، مزاد منابع بر مصارف را در سال‌های ابتدایی تجربه کرد که موجب شد تا منبعی برای اندوخته‌گذاری و سرمایه‌گذاری ایجاد شود (نیکوپور، ۱۳۸۶: ۲). در نتیجه، سازکار آن را به‌صورت یک سیستم اندوخته‌گذاری جزئی نیز می‌توان برشمرد. گرچه نمی‌توان به‌طور قطع جریان نقدی این سازمان را به‌صورت مطلق، یک سیستم توازن درآمد و هزینه یا یک سیستم اندوخته‌گذاری یا حتی ترکیبی از آن‌ها در نظر گرفت؛ زیرا اولاً در سیستم توازن درآمد و هزینه، حق‌بیمه‌ها در هر سال تغییر و با افزایش جمعیت، افزایش می‌یابد (و بالعکس). این نرخ در بلندمدت آنقدر افزایش می‌یابد که برای بیمه‌شوندگان و کارفرمایان صرفهٔ اقتصادی نخواهد داشت و آنها به عدم پرداخت حق‌بیمه ترجیح خواهند داد. این در حالی است که در ایران (به‌موجب تبصرهٔ ۱ مادهٔ ۲۸ قانون تأمین اجتماعی که در خصوص منابع درآمدی سازمان است، از اوایل سال ۱۳۵۵، مجموع سهم کارفرما، بیمه‌شده و دولت در پرداخت حق‌بیمه ۳۰ درصد مزد یا حقوق است) نرخ حق‌بیمه‌ها کاملاً ثابت و تحت هیچ شرایطی تغییر نکرده است. ثانیاً، اصل در سیستم توازن درآمد و هزینه، پوشش هزینه‌های سالانه

توسط حق بیمه‌های دریافتی در آن سال است که متعاقباً برای همان سال نیز هزینه می‌شود. با توجه به کسری پیوسته در سال‌های اخیر سازمان، نمی‌توان از این منظر نیز یک سیستم توازن درآمد و هزینه را برای نظام تأمین مالی سازمان تأمین اجتماعی ایران در نظر گرفت.

ثالثاً، اندوخته (فرضی) موجود در سیستم تأمین مالی سازمان تأمین اجتماعی باید در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تخصیص یابد. طبق آمارهای موجود، درصد بسیار پایینی از تأمین مالی سازمان تأمین اجتماعی از محل سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد. البته این موضوع به دلایل گوناگونی بستگی دارد که در بخش دیگری به آن پرداخته می‌شود. بنابراین، نسبت‌دادن نظام اندوخته‌گذاری برای این سیستم (با توجه به نمودارها) نیز نمی‌تواند صحیح باشد و همان‌طور که پیش‌تر عنوان شد، این سازمان از نوعی نظام تأمین مالی توازن درآمد و هزینه تبعیت می‌کند.

تحلیل رویکرد فعالانه و منفعلانه

با توجه به وضعیت موجود در جریان نقدی سازمان تأمین اجتماعی، می‌توان رویکرد سازمان درباره مدیریت فعالانه یا منفعلانه و همچنین، برون‌سپاری یا درون‌سپاری سرمایه‌گذاری را تحلیل کرد. در این رابطه، در صورتی که سازمان تأمین اجتماعی قصد اتخاذ رویکرد فعال یا منفعل در مدیریت سرمایه‌گذاری منابع خود داشته باشد، بایستی مواردی از جمله پتانسیل فضای کسب‌وکار، کارایی بازار سرمایه، سازگار اجرایی لازم در صندوق، عملکرد بازارهای بین‌المللی و نحوه تعامل با آنها و در نهایت، استقلال عملکرد خود را مورد توجه قرار دهد.

ایران با داشتن شاخص ۵۶،۹۸ فضای کسب‌وکار در سال ۲۰۱۸ و قرارگیری در جایگاه ۱۲۸ از ۱۹۰ کشور مورد بررسی، از رونق نسبتاً پایینی در خصوص محیط کسب‌وکار به نسبت میانگین جهانی برخوردار است و این موضوع به‌نوبه خود اتخاذ رویکرد فعالانه در مدیریت سرمایه‌گذاری سازمان‌ها را با مشکل مواجه می‌سازد؛ زیرا سازمان باید برای کسب بازدهی بالا امکان انحلال فعالیت قبلی (یا خروج از آن به‌عنوان یک سهام‌دار) و راه‌اندازی فعالیت جدید با کمترین زحمت را داشته باشد. به عبارت دیگر، چابکی سازمان در ایجاد کسب‌وکار جدید یک پارامتر محوری در اتخاذ رویکرد فعالانه است. در این حالت، طبیعتاً سازمانی مانند تأمین اجتماعی با ذخایر بالا با مشکلات بیشتری روبه‌رو خواهد بود؛ اما وجود قدرت رانت در آن، می‌تواند این تهدید را به یک فرصت تبدیل و در خلال مشکلات دیگران در ایجاد کسب‌وکار جدید، به‌آسانی اقدام کند.

عمق مالی^۱ بازار ایران پارامتر دیگری است که در اتخاذ رویکرد فعالانه یا منفعلانه مؤثر است. عمق مالی در حقیقت نسبت شاخص‌های تأمین مالی اقتصاد، یعنی بازار پول، سرمایه و اوراق قرضه به

تولید ناخالص داخلی است. عمق بازار سرمایه ایران به نسبت بسیاری از کشورهای که رویکرد فعال را در مدیریت سرمایه‌گذاری سیستم‌های تأمین اجتماعی خود اتخاذ کرده‌اند، پایین‌تر است. بازار مالی ایران بیشتر از آن که متشکل از سهام، اوراق بهادار و اوراق بدهی باشد، از تسهیلات بانکی اشباع شده است. بازار سرمایه تنها ۳۰ درصد از بازار مالی ایران را تشکیل می‌دهد؛ این در حالی است که این عدد در ترکیه، هند، آلمان و ژاپن به ترتیب ۴۷، ۶۸، ۶۵ و ۷۷ درصد است (اسکندری و همکاران، ۱۳۹۸: ص ۵). در چنین بازاری، سازمان تأمین اجتماعی فضای مناسب برای سرمایه‌گذاری فعال در حوزه سهام و اوراق قرضه را ندارد. گرچه هلدینگ «صبا تأمین» از شرکت‌های زیرمجموعه شستا، با کارایی بالایی در این عرصه فعالیت می‌کند؛ اما امکان وسعت بیشتر در سرمایه‌گذاری این شرکت با فضای محدود بورس اوراق بهادار ایران وجود نخواهد داشت. همچنین، امکان جابه‌جایی یک باره بخش بزرگی از این سرمایه نیز وجود ندارد؛ زیرا تعداد خریدارانی که بتوانند در این حجم از معاملات حضور داشته باشند بسیار محدودند.

یکی از بزرگ‌ترین مشکلات موجود در سازمان تأمین اجتماعی ایران، نحوه سازوکار شکل گرفته در شرکت‌های سرمایه‌گذاری زیرمجموعه آن است. تقریباً هیچ کدام از شرکت‌هایی که زیرمجموعه شستا یا سازمان تأمین اجتماعی به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازند، به انتخاب یا کارشناسی سازمان نبوده است. دولت‌ها در سال‌های مختلف بدهی‌های قابل توجهی به سازمان تأمین اجتماعی داشته‌اند و در فواصل مختلف زمانی سعی داشته‌اند تا با واگذاری شرکت‌های تحت مدیریت خود، نوعی تهاتر در بدهی‌های خود انجام دهند. در حقیقت، پورتفوی سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی یک سبد تحمیلی از شرکت‌های دولتی ناکارآمد و غیرمنسجم است که در ازای بدهی‌های دولت به سازمان واگذار شده‌اند. این انتقال مالکیت‌ها عملاً سازمان تأمین اجتماعی را به یک بنگاه‌دار بزرگ تبدیل کرده است و بنگاه‌داری مانع از چابکی سازمان شده است و عملاً چاره‌ای جز اتخاذ رویکرد منفعلانه در مدیریت سرمایه‌گذاری ندارد.

سازکار صندوق‌های تأمین اجتماعی به استراتژی کلی سرمایه‌گذاری‌های آنها نیز مرتبط است. در اکثر صندوق‌های تأمین اجتماعی استراتژی کلی سرمایه‌گذاری تدوین و تحت نظارت سازمان‌های نظارتی به شرکت‌های زیرمجموعه و تیم سرمایه‌گذاری صندوق ابلاغ می‌شود. با توجه به مطالب فوق، در ایران این موضوع به‌نوعی برعکس دنبال می‌شود. برخی هلدینگ‌های شستا متناسب با شرایط روز اقتصاد ایران اصلاح ساختاری در جهت سودآوری شستا نداشته‌اند و هرکدام راهبرد اقتصادی خود را می‌پیمایند؛ برای مثال، رایتل در ایران بازار مناسبی ندارد و نمی‌توان از آن به‌عنوان مجموعه‌ای در جهت سودآوری شستا نام برد. به عبارت دیگر، استراتژی سرمایه‌گذاری شستا مجموعه‌ای از استراتژی‌های شرکت‌های زیرمجموعه آن است و شستا به‌طور مشخص از استراتژی سرمایه‌گذاری خاصی تبعیت نمی‌کند.

علت دیگر این امر عدم تناسب سرمایه‌گذاری‌های صورت‌گرفته در شستا با سیاست‌های سازمان تأمین اجتماعی است. سازمان تأمین اجتماعی موظف است منابع مالی خود را جهت بازپرداخت تعهدات آتی خود تخصیص دهد و این امر مستلزم اتخاذ رویکردهایی است که افزایش بازدهی دارایی‌ها و ذخایر صندوق را تضمین نماید؛ اما در عمل، همان‌طور که قبلاً اشاره شد، شستا نقش بسیار اندکی در تأمین مالی سازمان تأمین اجتماعی دارد. در سال ۱۳۹۸، بودجه سازمان تأمین اجتماعی ۹۸ هزار میلیارد تومان بوده که از این میزان، کمتر از ۵ هزار میلیارد آن توسط شستا تأمین شده است (کدال). از این‌رو، استراتژی سرمایه‌گذاری‌های آن با اهداف سازمان تأمین اجتماعی هم‌سو نیست؛ زیرا به جای توجه به بازدهی بالاتر سرمایه‌گذاری‌های ذخایر خود به‌منظور تأمین تعهدات بلندمدت سازمان، به رفع مشکلات مالی و عدم زیان‌دهی خود معطوف نموده است.

سرمایه‌گذاری خارجی نیز نمی‌تواند گزینه‌ای مطلوب برای اتخاذ رویکرد فعال در مدیریت سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی باشد. دلیل این امر نیز وجود تحریم‌های بین‌المللی علیه ایران و همچنین، عدم وجود تیم خبره سرمایه‌گذاری خارجی در ایران است (زیرا در کل، میزان سرمایه‌گذاری خارجی ایران بسیار پایین است). دولتی‌بودن سازمان تأمین اجتماعی بر شدت این ضعف‌ها افزوده است. همین موضوع در استقلال عملکرد سازمان تأمین اجتماعی و به‌تبع آن، مدیریت سرمایه‌گذاری آن نیز تأثیرگذار بوده است. استراتژی‌های اقتصادی سازمان نباید تحت تأثیر هرگونه عوامل سیاسی دولت‌ها قرار گیرد و کاملاً باید به‌صورت مستقل و به‌نفع منافع عمومی و در جهت تأمین منابع مالی سازمان باشد.

بازپرداخت بدهی‌های دولت از طریق تهاتر آن با شرکت‌های ناکارآمد، کم‌بازده و گاه زیان‌ده (گزارش دیوان محاسبات کل کشور، ۱۳۹۰؛ بند و تبصره ۵ قانون بودجه کل کشور، ۱۳۹۷) نشان می‌دهد که این سازمان منافع دولت را بر منافع عمومی و اهداف بلندمدت سازمان ترجیح داده است؛ برای مثال، واگذاری شرکت‌های زیرمجموعه توانیر در سال ۱۳۸۹ به سازمان تأمین اجتماعی در حالی صورت پذیرفت که این شرکت‌ها با مشکلاتی نظیر کمبود نقدینگی، عدم رغبت سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در طرح‌های توسعه‌ای و برخی مشکلات ساختاری مواجه بودند (گزارش دیوان محاسبات کل کشور، ۱۳۹۰). چنانچه این سازمان مستقل و غیردولتی می‌بود (که البته بنابر تعریف خود سازمان باید این‌گونه باشد) تبدیل بدهی‌ها به‌نحو دیگری صورت می‌گرفت. حتی این اقدام دولت در تهاتر شرکت‌های زیرمجموعه خود را می‌توان در مغایرت با اصل ۴۴ قانون اساسی دانست؛ زیرا دولت با این اقدام خود از خصوصی‌شدن این شرکت‌ها جلوگیری کرده و به‌گونه دیگری، مجدداً به زیرمجموعه (مالکیت و مدیریت) خود منتقل کرده است.

عدم استقلال در تصمیم‌گیری که نتیجه دولتی‌بودن سازمان تأمین اجتماعی است، می‌تواند در مقوله

ریسک پذیری مدیران سازمان نیز تأثیرگذار باشد. انتخاب مدیرانی که از سوی دولت تعیین می شوند، عموماً با در نظر گرفتن ملاحظات سیاسی صورت می پذیرد؛ به گونه ای که مدیر نیز بایستی تصمیم های خود را در چارچوب رویکرد سیاسی و اقتصادی دولت پیش ببرد؛ بنابراین، نمی تواند از اقداماتی که گاه ریسک بالاتری دارد و با منافع، سیاست ها و اصول دولت مغایر است، دفاع کند. اما همان طور که پیش تر گفته شد، ریسک و ریسک پذیری یکی از مهم ترین عوامل در اتخاذ رویکرد فعال در مدیریت سرمایه گذاری به شمار می رود. به عبارت دیگر، عدم استقلال در عملکرد و تصمیم گیری در سازمان تأمین اجتماعی و به تبع آن، عدم ریسک پذیری مدیران سازمان و مدیران سرمایه گذاری آن، نخستین و جدی ترین مانع در اتخاذ رویکرد فعال در مدیریت سرمایه گذاری منابع سازمان تأمین اجتماعی هستند؛ بنابراین، می توان نتیجه گرفت مدیریت سرمایه گذاری سازمان تأمین اجتماعی تاکنون غالباً از نوع منفعلانه بوده است.

تحلیل درون سپاری و برون سپاری مدیریت سرمایه گذاری

همانند مورد قبل، می توان عملکرد مدیریت سرمایه گذاری سازمان تأمین اجتماعی را از لحاظ برون سپاری یا درون سپاری تحلیل کرد. برای این منظور، باید به عواملی همچون ریسک افشای اطلاعات، حجم گردش مالی صندوق، مشکل یافتن تیم (نیروی انسانی) خبره و هزینه های روزافزون ناشی از بزرگ تر شدن صندوق توجه کرد.

ریسک افشای اطلاعات بیشتر درباره اقتصادهایی صادق است که رقابت در آنها به شکلی گسترده وجود دارد. علی رغم فعالیت انحصاری سازمان تأمین اجتماعی با چنین حجم مالی و وسعت فعالیت، می توان گفت ریسک افشای اطلاعات همچنان پابرجا است؛ زیرا بازار کسب و کار، سرمایه و مالی ایران وسعت و عمق کافی ندارد و حجم بالای ذخایر و دارایی های صندوق باعث تأثیرگذاری بسیار زیادی در اقتصاد کشور می شود؛ بنابراین دسترسی به چنین اطلاعاتی برای هر فعال اقتصادی دیگری بسیار مهم است و می تواند رانت اطلاعاتی بزرگی به شمار رود. اما اینها موضوعاتی نیستند که ممانعت جدی برای برون سپاری سرمایه گذاری به شمار آیند و با نظارت دقیق می توان این ریسک را در ایران به حداقل رساند.

سازمان تأمین اجتماعی با در اختیار داشتن شرکت های زیرمجموعه شستا با دارایی هایی به ارزش بیش از ۲۲ هزار میلیارد تومان (کدال، ۱۳۹۸) ذخایر و دارایی های گسترده ای دارد. گرچه بسیاری از دارایی های این سازمان به صورت بدهی های در دست دولت، املاک و مستغلات و شرکت های بزرگ است، با این وجود و با توجه به ماهیت این سازمان که تأمین تعهدات آتی در قبال بیمه شوندگان و مستمری بگیران را بر عهده دارد، ریسک از دست رفتن ذخایر به علت واسپاری به شرکت های سرمایه گذاری در آن بسیار بالا است. البته هیچ کدام از صندوق های بازنشستگی بزرگ جهان تمام یا اکثر مدیریت سرمایه گذاری خود را به شرکت دیگر برون سپاری نمی کنند. چنانچه حجم متعارف

و مشخصی از سرمایه به‌منظور برون‌سپاری در اختیار شرکت دیگری قرار گیرد (با فرض کارآمدی شرکت) می‌توان از منافع آن به دور از ریسک از دست رفتن یا زیان منابع بهره‌مند شد؛ گرچه سازمان تأمین اجتماعی تاکنون درباره برون‌سپاری اقدامی انجام نداده است.

در خصوص یافتن تیم خبره، ابتدا باید سازمان تأمین اجتماعی به این نتیجه برسد که تیم سرمایه‌گذاری موجود از توانمندی و کارایی کافی برخوردار نیست و نیازمند تیمی خارج از سازمان است. همچنین، اطمینان حاصل کند که حجم فعالیت مدیران سرمایه‌گذاری بیش از توان آنها است و مشغله زیاد بهره‌وری آنها را پایین آورده است. در این حالت سازمان می‌تواند به برون‌سپاری به‌عنوان گزینه‌ای مطلوب بنگرد. هزینه بر بودن مدیریت سرمایه‌گذاری به‌خودی‌خود دلیل منطقی برای برون‌سپاری مدیریت سرمایه‌گذاری نیست و صرفاً کاهش هزینه‌های اداری و اجرایی است که توجیه منطقی برای برون‌سپاری فعالیت‌های مربوطه را توجیه‌پذیر می‌کند.

بنابراین چنانچه شرایط موجود به‌صورت عوامل درون‌زا و برون‌زای سازمان تقسیم‌بندی شوند، موارد ذیل را می‌توان از مطالب فوق نتیجه‌گیری کرد:

الف- عوامل درون‌زای اتخاذ رویکرد فعالانه و منفعلانه در سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی شامل یافتن تیم خبره، سازگار اجرایی سازمان و استقلال عملکرد آن است. همچنین، برای درون‌سپاری برون‌سپاری مدیریت سرمایه‌گذاری نیز عواملی همچون ریسک افشای اطلاعات یک عامل درون‌زا برشمرده می‌شود. از آنجا که سازمان تأمین اجتماعی بر این موارد احاطه دارد و بر تغییر و اصلاح آنها قادر است، می‌تواند بر اساس شرایط اقتصادی کشور به سمت رویکرد مطلوب اصلاحات لازم را اعمال کند.

ب- پتانسیل محیط کسب‌وکار، فضای اقتصاد کلان، عمق پایین بازار مالی، عدم امکان سرمایه‌گذاری خارجی و تأخیر در بازپرداخت بدهی‌های دولت، از جمله عوامل برون‌زا برای سازمان تأمین اجتماعی هستند که بر آنها تأثیرگذاری جدی نمی‌تواند داشته باشد.

ج- با نگاهی به عوامل برون‌زا می‌توان شرایط فعلی اقتصاد کشور را برای اتخاذ رویکرد منفعلانه مناسب‌تر از رویکرد فعالانه دانست؛ اما باید توجه داشت همین رویکرد نیز به استقلال عملکرد، رویکرد اجرایی متناسب با آن و تیم خبره نیازمند است.

تحلیل مدیریت دارایی - بدهی

با توجه به مباحث پیشین، به موضوع مدیریت دارایی و بدهی در سازمان تأمین اجتماعی ایران می‌پردازیم. در این راستا، ابتدا باید علاوه بر لحاظ شرایط تورمی و نوسانات اقتصادی در ایران، بر اساس تئوری ریسک‌گرایی، ریسک‌های تهدیدکننده این سازمان شامل ریسک‌های سرمایه‌گذاری،

نقدینگی، جمعیتی، رشد دستمزد، ریسک سیاسی و ریسک تأمین مالی (کسری بودجه) را معرفی کرد. پس از تعیین میزان دقیق ریسک‌های معرفی شده، می‌توان نسبت به انطباق دقیق دارایی‌ها برای بازپرداخت بدهی‌های بلندمدت اقدام کرد.

ریسک سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که تا چه اندازه وضعیت مالی سازمان تأمین اجتماعی به انتخاب‌های پورتفوی سرمایه‌گذاری آن حساس است. با توجه به اینکه بین ۸۱ تا ۹۸٫۷ درصد از مجموع درآمدهای سازمان تأمین اجتماعی از مجموع حق‌بیمه‌های بازنشستگی و درمان تأمین می‌شود، اصولاً می‌توان گفت درآمدهای سازمان تأمین اجتماعی حساسیت چندانی به پورتفوی سرمایه‌گذاری خود و حتی به‌طور کلی مقوله سرمایه‌گذاری ندارد. از این‌رو، ریسک سرمایه‌گذاری برای سازمان تأمین اجتماعی در شرایط موجود بسیار پایین است. شاید بتوان گفت ریسک سرمایه‌گذاری برای سازمان تأمین اجتماعی ایران موضوعیت چندانی ندارد؛ زیرا عملاً سرمایه‌گذاری خاصی صورت نمی‌گیرد.

در خصوص ریسک نقدینگی باید گفت از آنجا که این ریسک بیشتر برای سیستم‌های تأمین اجتماعی مطرح است که از روش توازن درآمد و هزینه برای تأمین مالی خود استفاده می‌نمایند، لذا در حالت ثئوریک، ریسک نقدینگی برای سازمان تأمین اجتماعی موضوعیت ندارد؛ اما از آنجا که سازمان تأمین اجتماعی ذخیره خاصی را به‌عنوان منبع پس‌انداز جهت رفع نیازهای نقدینگی سازمان نگهداری نمی‌کند، همانند یک سیستم تأمین اجتماعی با روش تأمین مالی توازن درآمد و هزینه در مورد آن اعمال نظر می‌شود. از آنجا که مصارف سازمان در سال‌های اخیر همواره از منابع درآمدی نقدی آن بیشتر بوده است، لذا با قطعیت می‌توان گفت ریسک نقدینگی برای سازمان تأمین اجتماعی بسیار بالاست و هیچ‌پشتوانه خاصی برای تأمین کسری نقدینگی سازمان تأمین اجتماعی پیش‌بینی نشده است.

جمعیت تحت پوشش سازمان تأمین اجتماعی و به‌طور کلی، جمعیت کشور مسن‌تر شده است و این یعنی وجود ریسک جمعیت. مسن‌تر شدن جمعیت نشان‌دهنده کاهش جمعیت جوان و به تبع آن، جمعیت شاغل کشور است که در نهایت، منتج به کاهش پرداخت حق مشارکت می‌شود. از طرف دیگر، شاخص امید به زندگی در ایران روند صعودی داشته است به‌طوری که این شاخص در طی فرآیند آمارگیری نفوس و مسکن، در سال ۱۳۸۵، ۱۳۹۰ و ۱۳۹۵ به ترتیب برای مردان ۷۱٫۱، ۷۱٫۵ و ۷۲٫۵ و برای زنان ۷۳٫۱، ۷۴٫۱ و ۷۵٫۵ بوده است (مرکز آمار ایران). برآیند کاهش جمعیت جوان همراه با افزایش امید به زندگی ریسک جمعیت را برای سازمان تأمین اجتماعی تشدید می‌کند؛ زیرا افزایش مدت‌زمان پرداخت مستمری و کاهش دریافت حق مشارکت را در پی خواهد داشت.

ریسک سیاسی در ایران و در خصوص سازمان تأمین اجتماعی از دو منظر قابل بحث و بررسی است؛ نخست، ریسک سیاسی از منظر قوانین و مقررات جدیدی است که بر وضعیت مالی (جریان ورودی و خروجی) سازمان تأثیر می‌گذارد. از جمله این قوانین تأثیرگذار در سال‌های اخیر می‌توان به قانون

بازنشستگی پیش از موعد در سال ۱۳۸۶ اشاره کرد. این قانون بدون کاهش در سال‌های پرداخت مستمری و مستمری پرداختی، کاهش در دریافت حق مشارکت را در پی داشته است. استقبال زیاد از این طرح تا سال ۱۳۹۸ باعث شد تا ۴۶ درصد بازنشستگان سازمان تأمین اجتماعی را بازنشستگان پیش از موعد شامل شوند و این موضوع باعث برهم خوردن توازن میان منابع و مصارف سازمان تأمین اجتماعی شده است (زدا، ۱۳۹۸).

دومین قانون تأثیرگذار دیگر که در قالب ریسک سیاسی معرفی می‌شود، طرح تحول سلامت است که از سال ۱۳۹۳ با سه رویکرد حفاظت مالی از مردم، ایجاد عدالت در دسترسی به خدمات سلامت و نیز ارتقای کیفیت خدمات اجرا شد. با وجود تمام مزایای موجود در اجرای این طرح، اشکالات عمده‌ای در زمینه تأمین مالی آن مطرح بوده است. در حقیقت، هزینه‌ها و بار مالی ایجادشده در این طرح، به‌علت عدم کارشناسی دقیق، از فواید آن بیشتر بوده و بار مالی سنگینی بر دوش دولت و سازمان تأمین اجتماعی گذاشته است. پیش‌بینی وزارت بهداشت برای جذب منابع مالی این طرح بسیار پایین‌تر از حد واقعی صورت گرفت و این طرح با کسری بودجه بسیار زیادی همراه شد (شریفی مقدم، ۱۳۹۷).

دومین منظری که می‌توان ریسک سیاسی را در آن بررسی کرد، اعمال نفوذ دولت‌ها بر ساختار مدیریتی سازمان تأمین اجتماعی است. دولتی‌بودن سازمان تأمین اجتماعی به بی‌ثباتی در مدیریت منجر می‌شود و بی‌ثباتی در مدیریت، بی‌ثباتی در تصمیم‌گیری را در پی دارد و این عامل در نحوه سرمایه‌گذاری و تخصیص پورتهوی سازمان تأثیر جدی دارد. بنابراین، می‌توان گفت ریسک سیاسی یکی از جدی‌ترین ریسک‌های موجود در سازمان تأمین اجتماعی به شمار می‌رود که سایر ریسک‌ها (نقدینگی و تأمین مالی) را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهد.

میزان حساسیت سرمایه‌گذاری‌های سازمان تأمین اجتماعی به تورم به‌مثابه ریسک تورم شناخته می‌شود. بازدهی برخی سرمایه‌گذاری‌ها در سایه تورم افزایش داشته است. یکی از این اقسام سرمایه‌گذاری، املاک و مستغلات است که سازمان تأمین اجتماعی نیز در آن سرمایه‌گذاری کرده است. حتی تورم در بازار بورس نیز گاه با افزایش قیمت سهام برخی شرکت‌ها (متأثر از تورم) باعث افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری شده است. اما ریسک تورم به تأثیرپذیری کل سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی از تورم اشاره می‌کند. مسئله اصلی این است که درآمدهای سازمان تأمین اجتماعی وابستگی چندانی به بازده سرمایه‌گذاری‌هایش ندارد و از این‌رو، ریسک تورم نیز موضوعیت چندانی پیدا نمی‌کند.

آخرین مورد ریسک تأمین مالی است که چنانچه سازمان تأمین اجتماعی منابع مالی کافی برای پرداخت تعهدات خود نداشته باشد و از طرف دیگر، نرخ مشارکت تکافوی هزینه‌های سازمان را ندهد، میزان این ریسک افزایش می‌یابد. در سال‌های اخیر، به‌علت عدم پرداخت بدهی‌های دولت ناشی از حق بیمه‌های بازنشستگان و شاغلان به سازمان تأمین اجتماعی، همواره مصارف سازمان

تأمین اجتماعی از درآمدهای نقدی آن بیشتر بوده است و مشخصاً بخش مربوط به تأمین مالی از طریق حق مشارکت تکافوی هزینه‌های سازمان را نمی‌دهد. از طرف دیگر، درآمدهای حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری سازمان نیز در حدی نیست که بتواند به‌عنوان منبع درآمدی قابل‌اطمینان برای پرداخت تعهدات سازمان به شمار آید. بنابراین، ریسک تأمین مالی برای سازمان تأمین اجتماعی در حال حاضر بسیار بالا و تا حدی بحرانی است و کسری بودجه بالایی را برای آن ایجاد کرده است.

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها سیاستی

سازمان تأمین اجتماعی با ظاهر غیردولتی و ماهیت دولتی خود، قطعاً یکی از بزرگترین سازمان‌های اقتصادی کشور از لحاظ دارایی و جریان نقدی است که بر عملکرد سایر بخش‌های اقتصاد تأثیر می‌گذارد. این سازمان در سال‌های اخیر با افزایش بار مالی هزینه‌های آن به‌علت اجرای طرح تحول سلامت و همچنین، عدم پرداخت به‌موقع بدهی‌ها توسط دولت، دچار بحران مالی شده که به اعتقاد بسیاری این سازمان عملاً ورشکسته است. بدین دلیل، در مطالعه حاضر ابتدا شدت بحران موجود و علل ایجاد آن در قالب جریان وجه نقد نمایش داده شد. بر این اساس، دو عامل مهم تشدیدکننده و حتی عامل اصلی بحران مذکور هستند؛ نخست، بدهی بالای دولت در خصوص پرداخت حق بیمه‌های شاغلان و بازنشستگان و دوم، عدم بازدهی شرکت‌های سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی. همچنین، الزامات و ویژگی متمایزکننده جریان‌ات وجه نقد سیستم‌های مستمری نیز عنوان شد.

سپس به ارائه الزامات اتخاذ رویکردهای فعالانه/ منفعلانه و برون‌سپاری/ درون‌سپاری در مدیریت سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی و علل اتخاذ یا عدم امکان اتخاذ این رویکردها بیان شد. به‌طور کلی می‌توان گفت تا رفع برخی چالش‌ها و زمینه‌سازی برخی اصلاحات، اتخاذ رویکرد فعالانه و همچنین، برون‌سپاری مدیریت سرمایه‌گذاری امری غیرممکن به نظر می‌رسد و رفع مشکلات درون‌زای دولت مانند پرداخت دیون به سازمان و افزایش استقلال عملکرد سازمان کمک بیشتری در این برهه به آن می‌کند.

همچنین، خروج سازمان تأمین اجتماعی از بنگاهداری به سوی مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های خود، اقدام مثبتی است که به آن توصیه می‌شود؛ زیرا هم می‌تواند مقدمه‌ای برای حرکت به سمت رویکرد فعالانه در مدیریت سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی باشد و هم بار بزرگی از ناکارآمدی این سیستم از دوش سازمان برداشته می‌شود و سازمان تأمین اجتماعی می‌تواند از مزایای سرمایه‌گذاری‌های خود حداکثر انتفاع لازم را برای کاهش ریسک نقدینگی و ریسک مالی و پرداخت تعهدات آتی خود ببرد.

منابع و مآخذ

- اسکندری، حمید؛ صادقی عدل، آرمین؛ ذوالفقاری، مهدی (۱۳۹۸) «نقش بازار سرمایه در تولید و رشد اقتصادی با رویکردی بر جایگاه بورس اوراق بهادار تهران»، مدیریت تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران.
- ایزدبخش، حمیدرضا؛ سلیمان زاده، احمد؛ داوری اردکانی، حامد؛ زرین بال، مرضیه (۱۳۹۶) «مدیریت دارایی و بدهی در صندوق های بازنشستگی با رویکرد سیستمی در محیط فازی»، تحقیقات مدل سازی اقتصادی. سال ۸، شماره ۲۹، صص ۲۴۰-۲۰۱.
- حسن زاده اصفهانی، مجید (۱۳۸۶). «روش های تأمین مالی در تأمین اجتماعی (طرح های مستمری و نقش اکچوئری)»، تأمین اجتماعی، سال ۹، شماره ۲۹، صص ۷۷-۵۹.
- زدا، محمد حسن (۱۳۹۸) Mehrnews.com، مرداد ۱۳۹۸.
- سالنامه های آماری سازمان تأمین اجتماعی سال های ۹۶-۱۳۸۹، سازمان تأمین اجتماعی.
- سازمان تأمین اجتماعی از نگاه آمار (۹۰-۱۳۴۰) سازمان تأمین اجتماعی.
- سامانه اطلاع رسانی ناشران کدال. قابل دسترسی در: www.Codal.ir
- شریفی مقدم، محمد (۱۳۹۷) EghtesadOnline.com، مرداد ۱۳۹۸.
- قانون بودجه کل کشور، ۱۳۹۷.
- کیمیاگری، علی محمد؛ منوچهری راد، رضا (۱۳۸۹) «بازتوزیع درآمد در صندوق تأمین اجتماعی ایران و اثر تورم بر آن»، پژوهش های اقتصادی ایران. سال ۱۵، شماره ۴۵، صص ۱۸۰-۱۳۹.
- گزارش دیوان محاسبات کل کشور، ۱۳۹۰.
- مرکز آمار ایران، قابل دسترسی در: www.amar.org.ir
- مظلومی، یونس؛ یاراحمدی، مریم (۱۳۹۴). «اثر مدیریت دارایی - بدهی بر توانگری مالی شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی»، مجموعه مقالات بیست و دومین همایش ملی و هشتمین همایش بین المللی بیمه و توسعه. تهران، پژوهشکده بیمه.
- نیکوپور، حسام (۱۳۹۶). «آینده تأمین اجتماعی و پنج مسئله کلیدی»، هفته نامه آتیه نو. شماره ۱۲۲.
- Ashley, L. (2008) "Outsourcing for Dummies", Wiley Publishing Inc, Indianapolis.
- Asset Management Survey (2018) Asset Management in the UK, 2017-2018.
- "General Dynamics Spin-Off" (1994) Plan Sponsor magazine, Retrieved 2012-07-31.
- Gialleonardo, L. Mare, M. (2016) "The efficiency of Italian pension funds: costs, membership, assets".
- Gökçen, U; Yalçın, A (2015) "The case against active pension funds: Evidence from the Turkish Private Pension System". Emerging Markets Review 23, pp. 46-67.
- Impavido, G. O'Connor, R. Vittasc, D. (2008) "Improving the Investment Performance of Public Pension Funds: Lessons for the Social Insurance Fund of Cyprus from the Experience of Four OECD Countries", *Cyprus Economic Policy Review*. Vol.2, No. 2, pp. 3-35.
- Lederman, D. (1998) "Operating Models for Pension System Reforms".

- Rodgers, R. (2017) "Active and Passive, not Active or Passive", *Innovest's Research Report*.
- Shin J. (2013) "National Pension Service of Korea: Challenges and Future Prospective", pp.1-15.
- Ueli. M. (2005) "Projecting Pension Fund Cash Flows", *Working Paper*. 24 Pages.
- Pagnoncelli, B.K; Cifuentes, A; Denis; G. (2017) "A two-step hybrid investment strategy for pension funds", *North American Journal of Economics and Finance*. V42. pp. 574-583.
- "Second Client: Xerox signs on with GM Asset" (2012) *Pensions & Investments*.
- Vanguard Asset Management (2017) Active and passive investing, Vanguard.co.uk, June 2019.
- www.pwc.lu (Best practices in Pension Funds investment process, 2016).