



۱- مقدمه:

سرمایه گذاریهای صندوقهای بازنشستگی دارای منطقیها، اصول و محدودیتهایی می باشد که به نظر میرسد به دلیل ماهیت بیمه های اجتماعی این منطقیها، اصول و محدودیتهای منحصر به فرد باشند. صندوقهای بازنشستگی معمولاً با محدودیتهای از پیش تعیین شده مواجه اند. این نوع صندوقها متولد می شوند، رشد می کنند، به بلوغ می رسند و در نهایت دچار پدیده سالخوردهگی می شوند. لاجرم صندوقهای مذکور باید به گونه ای عمل کنند که در طول دوره فعالیت خود توزیع مناسبی را از منابع داشته باشند، سرمایه گذاری راه حلی برای این منظور است، منتها سرمایه گذاریها باید بالحفاظ شرایط از پیش تعیین شده مذکور انجام شود. همچنین صندوقهای بازنشستگی دارای حجم عظیمی از ذخایر و پس اندازهای قراردادی هستند که آنها را از سرمایه گذاران جز در بازار متمایز می سازد و همین حجم عظیم ذخایر به شدت عملکرد این صندوقها را در حوزه تعیین پرتفوی داراییها و تدوین استراتژی مدیریت پرتفوی به وضعیت اقتصادی (به ویژه بازار سرمایه) گره می زند. لذا به نظر می رسد نوع سرمایه گذاریهای صندوقهای بازنشستگی دارای ادبیات منحصر به فرد و متمایزی باشد. گزارش حاضر اشاراتی مختصر از این ادبیات است، آنچه که در پی آمده شامل: ارتباط میان بازارهای مالی و سرمایه گذاری صندوقهای بازنشستگی، اصول و ابزارهای سرمایه گذاری صندوقها، عوامل موثر بر تعیین پرتفوی، مباحث نوین در عرصه سرمایه گذاریها و شیوه مدیریت دارائی ها در این نوع صندوقها و بالاخره جمع بندی و نتیجه گیری است.

۲- ارتباط میان بازارهای سرمایه و سیاستهای سرمایه گذاری طرحهای تامین اجتماعی:

اهمیت ارتباط میان بازارهای سرمایه و سیاستهای سرمایه گذاری تامین اجتماعی از دو موضوع ناشی می شود:

نخست ابزارهای سرمایه گذاری که بازارهای سرمایه در اختیار سرمایه گذاریهای طرحهای بیمه ای قرار می دهند و دوم توان بالقوه ذخائر تامین اجتماعی برای توسعه و تقویت بازارهای سرمایه داخلی.

پیرامون مقوله نخست شایان ذکر است که به نظر میرسد عدم تنوع در ابزارهای سرمایه گذاری یکی از محدودیتهای اصلی سرمایه گذاریهای صندوقهای بیمه ای است. زیرا وقتی ابزارهای

سرمایه‌گذاری موجود در بازار سرمایه متنوع نباشند سرمایه‌گذاریهای تامین اجتماعی در تشکیل پرتفوی بهینه خود با محدودیت جدی مواجه می‌شوند و همچنین محدودیت بازار سرمایه داخلی از لحاظ عمق و حجم باعث می‌شود که 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 تامین اجتماعی در بازارهای داخلی می‌گردد. به عنوان مثال در مالزی تا پایان سال ۱۹۹۸ برابر ۸۷/۹ درصد از اشخاص حقیقی ۱۳/۲ درصد از بازار سرمایه را در اختیار داشته‌اند، در حالی‌که موسسات سرمایه‌گذاری رسمی که از نظر تعداد ۲/۸ درصد می‌باشند (مانند صندوقهای تامین اجتماعی)، ۴۳/۴ درصد از سهم بازار را در اختیار داشته‌اند (Roslan2000,P:96). این پدیده که از ویژگیهای مشترک بازارهای سرمایه کشورهای درحال توسعه می‌باشد، موجب نوسانات دائمی و فراری بازار سرمایه (Perpetual Fluctuations and Volatility) می‌شود.

از منظر دوم صندوقهای بیمه‌ای می‌توانند نقدینگی بالقوه مورد نیاز توسعه بازارهای سرمایه را فراهم آورند (این پدیده در کشورهای تازه صنعتی شده جنوب شرقی آسیا بیشتر مدنظر بوده است) اما در عمل منافع تامین مالی توسعه بازارهای سرمایه فرار و آسیب پذیر بسیار ناچیز و بر سرمایه‌گذاریهای طرحهای بیمه‌ای هزینه‌های بالایی تحمیل می‌کند. لذا با وجود اینکه فعالیت طرحهای بیمه‌ای می‌تواند باعث نوآوری در بازارهای سرمایه شود (زیرا صندوقهای تامین اجتماعی به منظور بهینه کردن ترکیب دارائیهای خود به ابزارهای متنوع نیاز دارند) اما نا اطمینانی‌های مذکور مانعی جدی در این مسیر به شمار می‌رود.

اهمیت ارتباط دوگانه بازارهای سرمایه و سیستمهای تامین اجتماعی به حدی است که برخی اوقات این بحث مطرح می‌شود که آیا اصلاحات طرحهای مستمری که موجب ارتقاء اندوخته‌گذاریها می‌گردند، می‌توانند به مورد اجرا گذارده شوند؟ زیرا طرحهای اندوخته‌گذاری موجب انباشت پس اندازهای قراردادی می‌شود و اگر این انباشت نتواند در بازار سرمایه به صورت کارآ به کار گرفته شود ممکن است مشکلات موجود طرحهای تامین اجتماعی را بدتر کند. دستیابی به اهداف مورد نظر در رابطه با ایجاد یک تحرک بالقوه میان بازارهای سرمایه و سرمایه‌گذاریهای طرحهای بیمه‌ای معمولاً با مشکلاتی همراه است. به نظر می‌رسد تا زمانیکه مکانیزمهای بازار سرمایه (مانند نظارت بانکی، مقررات حاکم بر

جامعیت صورتهای مالی، قوانین حاکم بر اوراق بهادار و ۰۰۰) بمورت اجرا گذارده نشوند، سطح خطر برای سرمایه گذاریهای تامین اجتماعی در بازارهای سرمایه می تواند تهدید کننده و غیرقابل قبول باشد.

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

به عنوان مثال در سنگاپور صندوق بازنشستگی مرکزی اجازه دارد که ۵۰ درصد از پورتفولیوی خود را در کشورهایمانند تایلند، مالزی، آمریکا، ژاپن، هنگ کنگ و چین سرمایه گذاری کند. البته باید توجه داشت که هدایت ذخایر طرحهای بیمه ای به سوی بازارهای خارجی در صورت عدم ساز و کار مشابه و همسان بین بازار سرمایه خارجی و داخلی می تواند منبع زیان بالقوه ای برای توسعه بازارهای سرمایه داخلی باشد که درخور تامل است و این یکی از مهمترین چالشهای پیش روی کشورهای درحال توسعه می باشد 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 دارند.

اشارات مختصر فوق مؤید این مطلب است که وقتی پیرامون ارزیابی سیاستهای سرمایه گذاری صندوقهای تامین اجتماعی بحث می شود یکی از مهمترین مباحث، چند و چون بازار سرمایه کشورها می باشد. به تعبیر دیگر در تدوین ارزیابی سیاستهای سرمایه گذاری طرحهای بیمه ای اولین و مهمترین قدم شناخت بازار سرمایه و محدودیتهای آن است. زیرا حجم ذخایر این صندوقها به اندازه ای است که بازاریابی فرصتهای سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه با ابزارهای محدود بسیار مهم است.

۳- اصول اصلی سرمایه گذاریهای طرحهای تامین اجتماعی :

صندوقهای تامین اجتماعی معمولاً برای سرمایه گذاریهای خویش می بایست اصولی را لحاظ کنند تا بتوانند هم به هدف حفظ ارزش ذخایر برسند و هم توان پاسخگویی به تعهدات خویش را در هر لحظه ممکن داشته باشند. قبل از آنکه به بحث اصول اساسی سرمایه گذاریها پردازیم باید به یاد داشته باشیم

که شروع هر سرمایه گذاری در تامین اجتماعی نیازمند به یکسری اطلاعات پایه و یا پاسخ دادن به سوالات اولیه است، سئوالاتی از این است که :

▪ امکانات یا حجم ذخایر موجود جهت سرمایه گذاریهای کوتاه مدت ، میان مدت و بلند مدت به چه میزان می باشد ؟

▪ نرخ بازدهی کلی مورد انتظار طرحهای سرمایه گذاری (که بر اساس پیش بینی درآمدها و تعهدات محاسبه می شود) چیست ؟

▪ و بالاخره اینکه آیا بازار سرمایه داخلی قدرت جذب منابع اضافی ذخایر سیستم تامین اجتماعی را دارد یا ندارد ؟

پس از روشن شدن اطلاعات مذکور در سرمایه گذاریهای وجوه تامین اجتماعی می بایست اصول کلی زیر لحاظ شود :

الف - حسابهای ارقام مربوط به درآمد و هزینه باید برای هر یک از شاخه های طرحهای تامین اجتماعی بصورت جداگانه نگهداری شوند (مثلاً ارقام مربوط به درمان، ارقام مربوط به کمکهای کوتاه مدت و ...) و وجوه نقد که در کل نسبت به نیازهای ضروری طرح، مازاد به شمار می روند باید سرمایه گذاری شوند.

ب - مدیریت استفاده از این وجوه باید با دقت بسیار اعمال گردد و مقررات ناظر بر سرمایه گذاریها باید با وضوح کامل تنظیم گردند (مثلاً سهم هر یک از بخشهای سرمایه گذاری می بایست مشخص شود) به نوعی که در هیچ مورد تصمیمات شخصی اتخاذ نشود.

پ - مازاد ذخایر مربوط به حمایتهای کوتاه مدت باید در سرمایه گذاریهای کوتاه مدت که برخوردار از حجم بالایی نقدینگی است مورد بهره برداری قرار گیرند. مازاد ذخایر مربوط به حمایتهای بلند مدت باید در سرمایه گذاریهای بلندمدت سرمایه گذاری شوند.

ت - موسسات تامین اجتماعی باید قادر باشند که ذخایر خود را بطور غیرمستقیم سرمایه گذاری نمایند تا بدان وسیله اعضای هیئت مدیره و مدیریت سازمان بتوانند تلاش خود را برای اداره صندوق متمرکز نمایند. هنگامیکه سرمایه گذاری غیرمستقیم نتواند ذخایر موجود را جذب نماید ، موسسات تامین

اجتماعی معمولاً به سرمایه گذاری مستقیم روی می آورند. سرمایه گذاری مستقیم مواردی چون تصمیم گیری، ارزیابی، اجرا و نظارت مستمر بر پروژه را دربر می گیرد که باید دقیقاً مشخص شود. البته باید توجه داشت صندوقهای تامین اجتماعی به جای سرمایه گذاری مستقیم با سرمایه گذاری غیرمستقیم می توانند به یک توازن رضایت بخش تری در میان اهداف سرمایه گذاری نائل گردند بدون اینکه هیئت مدیره و مدیرعامل ذیربط از مسئولیتهای اصلی خود دور شوند.

ث - موسسات تامین اجتماعی می بایست به مسئله ایمنی سرمایه گذاریها توجه ویژه داشته باشند. پیرامون ایمنی دو مقوله مهم مطرح است: نخست ایمنی قانونی، یعنی برگشت ارزش اسمی اصل ذخایر و دوم، ایمنی اقتصادی یا ایمنی واقعی، یعنی حفظ ارزش ذخایر سرمایه گذاری شده متناسب با نوسانات اقتصادی (از قبیل تورم). برای تضمین ایمنی قانونی تقریباً طرحهای تامین اجتماعی به دنبال سرمایه گذاری در بخشهای دولتی به صورت اوراق قرضه دولتی یا اوراق قرضه تضمین شده از طرف دولت هستند. اما اینکه وجود ایمنی قانونی موجب تحقق ایمنی واقعی شود مورد سؤال است. به هر حال هرچه عدم ثبات پولی بیشتر باشد می بایست جنبه های ایمنی واقعی بیشتر لحاظ شود. زیرا اگر نرخ تورم بیشتر از نرخ بازگشت سرمایه ها باشد دیگر سیستم ذخیره سازی فاقد اعتبار است.

ج - مسئله بازدهی از دیگر مقولات مهم در سرمایه گذاریهای تامین اجتماعی است. طرحهای تامین اجتماعی بخصوص صندوقهای مستمري با حق بیمه ای متوسط، تنها در صورتی قادر به تامین تعهداتشان از منابع مالی خود خواهند بود که سود حاصل از سرمایه گذاریها با برآوردهای کارشناسان آکتواری مطابقت نمایند. سود سرمایه گذاریها یک معیار اساسی است و بهمین دلیل گاهی اوقات بهنگام تصمیم گیری در انتخاب نوع سرمایه گذاری بعنوان عامل اولیه در نظر گرفته می شود.

چ - ضرورت نقدینگی سرمایه ها یکی دیگر از مسائلی است که مستقیماً بستگی به میزان وجه نقد مورد نیاز در برنامه های درآمد و هزینه طرح دارد. حق بیمه هائی که براساس سیستم مالی توازن هزینه با درآمد از بابت تامین مزایای کوتاه مدت دریافت شده اند در زمینه هائی با سررسیدهای یک یا دوساله که دارای نقدینگی بالاست باید سرمایه گذاری شوند. اما ذخائر مربوط به تامین هزینه مزایای بلندمدت (مستمریها) که از طریق سیستم حق بیمه متوسط تامین مالی گردیده اند می توانند در زمینه هائی که سریعاً قابل نقد شدن نیستند منجمله اوراق قرضه طویل المدت با زمان سررسیدهای طولانی و بخشهایی که نقدینگی پائین تری دارند سرمایه گذاری شوند.

ح- بالاخره اگر مجموعه شرایط فوق (از قبیل بازدهی، ایمنی، نقدینگی) به نحو رضایت آمیزی تحقق یابند، آنگاه مطلوبیت اقتصادی و اجتماعی سرمایه گذاریها می‌توانند در خط مشی سرمایه گذاریها مورد توجه قرار گیرند.

۴- ابزارهای در اختیار سرمایه گذاریهای طرحهای بیمه ای و ویژگیهای هریک:

ابزارهای در دسترس برای سرمایه گذاریهای طرحهای بیمه ای عبارتند از: اوراق قرضه شامل اوراق بهادار دولتی، اوراق قرضه منتشر شده توسط موسسات قانونی، اوراق قرضه شرکتها، رهن ها (به صورت وام و اوراق بهادار منتشر شده توسط اشخاص حقیقی)، سپرده های بانکی دارای سود، سرمایه گذاری در بازار سهام (شامل سهام عادی و ممتاز)، مستغلات (دارائیهای ثابت) و همینطور اختصاص منابعی برای ساخت مسکن (که عملاً در راستای هدف مطلوبیت اجتماعی سرمایه گذاریها به کار گرفته می شود). همچنین طرحهای بیمه ای می توانند بطور مستقیم در واحدهای تجاری - تولیدی سرمایه گذاری کنند یعنی یک واحد تجاری یا تولیدی متعلق به خود راه اندازی کنند و بالاخره بحثهای سرمایه گذاری خارجی نیز می تواند مورد استفاده واقع شود. هریک از ابزارهای فوق ویژگیهای خاص خود را از منظر ایمنی، بازدهی، نقدینگی، مطلوبیت اجتماعی و بالاخره هزینه های اداری دارا هستند که در ادامه به طور مختصر به آن اشاره می شود.

تمرکز سرمایه ها در اوراق بهادار دولتی اگرچه تا حدود زیادی ایمنی قانونی را می پوشانند اما در کشورهای نظیر ایران که نرخ بهره واقعی منفی بوده است، در تضمین ایمنی اقتصادی با مشکل مواجه است. مضافاً اینکه این نوع سرمایه گذاریها می توانند از منظر اقتصاد کلان بعنوان زمینه های فاقد قابلیت تولید به حساب آید زیرا ممکن است وامهای پرداختی به دولت صرف هزینه های جاری دولت شود که از منظر مطلوبیت اجتماعی سرمایه گذاریهای تامین اجتماعی با مشکل مواجه است. البته اوراق بهادار دولتی و اوراق بهادار موسسات وابسته به دولت، بخشهای مهمی از عرصه های سرمایه گذاری تامین اجتماعی را به خود اختصاص داده است، خواه سرمایه گذاری در این اوراق الزامی بوده یا خیر؟ این موضوع هم مطلوبیت اوراق بهادار دولتی برای سرمایه گذاریهای بلندمدت و جوه تامین اجتماعی را از منظر ایمنی قانونی و هم نبود بسترهای سرمایه گذاری مناسب دیگر را نشان می دهد و شاید هم الزامات قانونی در بعضی از کشورها منجر به این پدیده شده اند (منظور از الزامات قانونی آن است که دولت ممکن است از لحاظ قانونی به صندوقهای بیمه ای تکلیف کند که در اوراق بهادار دولتی سرمایه گذاری

کنند). البته باید توجه داشت اگر نرخ بهره حقیقی مثبت باشد سرمایه گذاری در اوراق بهادار دولتی از منظر هزینه های مدیریتی بسیار مطلوب است.

سایر سرمایه گذاریهای برخوردار از سود ثابت نظیر اوراق قرضه شرکتها و رهن ها، نسبت به اوراق بهادار دولتی یا تضمین شده از سوی دولت، از درجه اطمینان کمتری برخوردارند و در نتیجه بطور کلی برای بازده هایی با نرخهای بالاتر پیشنهاد می شود. اینگونه سرمایه گذاریها بسته به بازار سرمایه، نسبت به اوراق بهادار دولتی از خاصیت نقدینگی کمتری نیز برخوردارند.

سرمایه گذاری در سهام شرکتهای خصوصی از لحاظ ایمنی و بازده ای از دامنه نوسان وسیعی برخوردار است و خاصیت نقدینگی سرمایه گذاریهای مذکور به شدت به بازار سرمایه مرتبط است. اما در مجموع در مورد این نوع سرمایه گذاریها توصیه می شود که اولاً طرحهای بیمه ای می بایست به نگهداری سهام به جای خرید و فروش بپردازند (نگهداری برای بلندمدت) ثانیاً در خرید یا تشکیل سبد دارائی ها در بورس می بایست تلاش کنند که شاخصها (Index) را خریداری کنند و ثالثاً کمتر از ۱۰ درصد سهام بازار را به خود اختصاص دهند. این توصیه ها به این خاطر است که اگر صندوقهای بیمه ای در بازار بورس بخواهند به خرید و فروش سهام بپردازند به علت حجم بالای فعالیت در هنگام فروش کاهش در قیمت بازار نقش مخربی برای سرمایه های آنها دارد و در هنگام خرید نیز همینطور. از این جهت معمولاً توصیه می شود که در بازار سهام میزان معینی از مجموعه سهام تابلو را خریداری و برای بلندمدت نگهداری نمایند.

سرمایه گذاری در مستغلات می تواند هدف بازده ای و ایمنی واقعی سرمایه گذاری را تحقق بخشد. لیکن تبدیل اینگونه دارائیهها به پول (نقدپذیری) معمولاً دشوار است و به علاوه مشکلات اداری نیز به همراه دارد.

طرحهای تامین اجتماعی همچنین می توانند بطور مستقیم وارد عرصه تولید مسکن شوند و یا طرحهای تامین اجتماعی ممکن است در خرید اوراق قرضه ای که توسط مسئولین اجرای پروژه های خانه سازی ملی و یا دیگر اعطا کنندگان وام صادر می شود سرمایه گذاری نمایند و بدین ترتیب در هزینه های اداری صرفه جوئی نموده و از موانع بالقوه در سرمایه گذاری مستقیم در امر مسکن اجتناب نمایند.

نکته مهم: سرمایه گذاریها در مستغلات، سهام، مالکیت واحدهای تجاری - تولیدی و تولید مسکن انبوه ممکن است امتیازات بالقوه ای را بهمراه داشته باشند اما اداره امور این سرمایه گذاریها مسئله

مهمی است. مسئله اداره این سرمایه گذاریها از بعد مأموریت و نظارت حائز اهمیت است. بویژه وقتی در ساختار اقتصادی - اجتماعی که مقوله رانت های اطلاعاتی و... نقش تعیین کننده ای در چگونگی کسب سود دارند. در چنین ساختارهای سرمایه گذاریهای مستقیم ممکن است منبع فساد مالی شوند و هزینه های اداری و نظارتی این سرمایه گذاریها را به صورت قابل ملاحظه ای بالا ببرند. همچنین حتی اگر طرحهای زیربند در انتخاب سرمایه گذاریهای خود از آزادی عمل قابل توجهی برخوردار باشند مدیریت عالی صندوق تامین اجتماعی باید به خاطر داشته باشد که مسئولیت اصلی طرح ارائه حمایتها به افراد تحت پوشش خود به شیوه ای موثر و مفید است.

۵- مباحث نوین در عرصه سرمایه گذاریهای تامین اجتماعی^۱:

جدای از بحثهای ارائه شده پیرامون سرمایه گذاریهای تامین اجتماعی دو رویکرد نوین در روشهای سرمایه گذاری تامین اجتماعی در دهه های اخیر بیشتر مورد توجه قرار گرفته است. مطرح شدن رویکردهای نوین ریشه در تحولات اقتصادی و تغییرات پیش آمده در سیستم های تامین اجتماعی (حرکت به سمت اندوخته گذاری) داشته است.

این رویکردها شامل:

الف) گرایش به سرمایه گذاری در سهام به جای اوراق قرضه ب) گرایش به سرمایه گذاری بین المللی و نگهداری بخشی از پرتفوی این صندوقها در خارج از کشور میزبان. در ادامه علل این تغییر جهت در حوزه سرمایه گذاریها بررسی شده است.

مهم ترین دلیل مدافعین سرمایه گذاری در بازار سهام ریشه در ماهیت تعهدات صندوقهای بازنشستگی دارد. طرفداران سرمایه گذاری در بازار سهام استدلال می کنند که چون تعهدات صندوقهای بازنشستگی بر اساس ارقام واقعی است و نه اسمی (نرخ آخرین دستمزدهایی که بر اساس تورم تعدیل می شوند) پس باید سرمایه گذاریها را نیز در جاهایی متمرکز گردد که از افزایش نرخها منتفع شوند. از این جهت سرمایه گذاری در سهام شاید مناسب باشد زیرا سهم سود نیروی کار و سرمایه از GDP معمولاً در طول زمان ثابت است و ارزش سهام مبنای خوبی برای درآمد سرمایه است، لذا اگر بنا باشد

^۱ - مباحث این بخش برگرفته از مقاله:

سهم نیروی کار و سرمایه از GDP 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 راه حل مناسبی باشد. البته مدافعین دلایل نسبتاً کم اهمیت‌تر 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 بلند مدت به طور متوسط ۱۰-۱۲ درصد بیشتر بوده است) یا استفاده نامناسب دولت از وام‌های ارزان قیمت طرحهای بازنشستگی را می‌توان نام برد.

سرمایه‌گذاری در بازار سهام با انتقاداتی از این دست نیز مواجه بوده است از جمله احتمال عدم تداوم نرخهای بازدهی مطلوب گذشته در آینده، مسئله ساختار سیاسی مدیریت بخشی عمده‌ای از بازار بورس و تاثیر آن به سیستم تصمیم‌گیری در صندوقهای بیمه‌ای، ماهیت سرمایه‌گذاریهای تامین اجتماعی (اندازه و حجم بالا) که قدرت تصمیم‌گیری به موقع در بورس را تحت شعاع قرار می‌دهد و احتمالاً بازدهی کمتری را از کل بازار نصیب این صندوقها می‌کند از جمله انتقادات دیگری است که به رویکرد سرمایه‌گذاری در بازار سهام وارد است.

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 تامین اجتماعی معمولاً آنقدر زیاد است که یا بازارهای داخلی توان جذب آنها را ندارند و یا در صورت جذب این ذخایر به علت بالارفتن سهم این طرحها در مجموع بازار ریسک قابل توجه‌ای متوجه سرمایه‌گذاریهای تامین اجتماعی می‌شود. لذا در این صورت شاید نگه داشتن بخشی از پرتفوی در خارج از بازارهای داخلی راه حل مناسبی باشد. اما دلیل قوی‌تر جدای از بحث محدودیت بازار برای توجیه سرمایه‌گذاری بین‌المللی توسط صندوقهای بازنشستگی وجود دارد. بر مبنای نظریات تئوری مدرن سرمایه‌گذاری (MPT) نگهداری پرتفوی دارایی به صورت گسترده در بازارهای داخلی می‌تواند ریسک غیرسیستماتیک ناشی از فعالیت شرکتها را از بین ببرد و یا به اندازه قابل توجه‌ای کاهش می‌دهد ولی این نوع پرتفوها در کاهش ریسک سیستماتیک که در مجموعه کل اقتصاد وجود دارد نمی‌توانند نقشی داشته باشد. زیرا ریسک سیستماتیک در یک بازار سرمایه کار آمد از طریق سرمایه‌گذاری در سطح جهانی می‌تواند کاهش یابد. در واقع استراتژی پرتفوی بین‌المللی ریسک سیستماتیک را کاهش می‌دهد زیرا سیکل‌های تجاری و شوک‌های موجود در کشورهای

مختلف باهم همبستگی ندارند. به تعبیر دیگر در کوتاه مدت سهم سود در بازارهای بین المللی ممکن است به صورت متفاوت تغییر کند که در صورت سرمایه گذاری بین المللی ریسک ناشی از کاهش سهم سود بازار داخلی جبران شود. مدافعین سرمایه گذاری بین المللی حتی در زمانی که ریسکهای تجاری در کشورهای مختلف همبستگی باهم داشته باشند (به عنوان مثال تغییرات ناگهانی قیمت نفت معمولاً ریسکهای تجاری را در کشورهای مختلف همسان می کند اگر چه نتایج تغییرات قیمت نفت برای کشورهای صادرکننده و وارد کننده متفاوت است) بازهم متعقدند که این نوع سرمایه گذاریها ضروری است زیرا در بسیاری از جاها ریسک غیرسیستماتیک را کاهش می دهد مثلاً اگر قیمت نفت تغییر کند کسانی که هم در کشورهای صادر کننده نفت و هم در کشورهای وارد کننده نفت سرمایه گذاری کرده اند کمتر متضرر خواهند شد .

البته آنچه که در توجیهات تئوریک گفته شد با آنچه که در عمل اتفاق افتاده است تا حدودی متفاوت بوده است. علیرغم مباحث فوق الذکر صندوقهای بازنشستگی اغلب بین ۹۰-۶۰ درصد از دارائی های خود را در بازارهای داخلی نگهداری می کنند. دلایل چنین امری عبارتند از: مسئله اطلاعات و هزینه مبادله نقش مهمی ایفا می کنند همچنین بحث شفافیت، توقیف اموال و... از جمله محدودیتهای سرمایه گذاری بین الملل است. یک دلیل ضعیف دیگری راجع به سرمایه گذاری بین المللی ممکن است ریسک های دیگری نیز داشته باشد (در مقایسه با سرمایه گذاری داخلی) ریسک نرخ ارز، ریسک نقل و انتقالات و... البته روندهای اخیر در پرتفویهای سرمایه گذاری صندوقهای بازنشستگی حاکی از توجه بیشتر به مقوله سرمایه گذاری خارجی است به عنوان مثال بیشترین سهم دارای خارجی در کشور نیوزلند و در حدود ۴۲ درصد است (یک اقتصاد باز کوچک که صندوق بازنشستگی نسبتاً بزرگ در مقایسه با بازار داخلی دارد) سهم دارایی های خارجی در استرالیا، کانادا، ژاپن، سوئیس و انگلستان در حدود ۲۰ درصد است، ژاپن و انگلیس نسبتاً اقتصادهای بزرگی دارند در حالیکه دیگر این کشورها تا حدودی کوچک هستند. صندوق های بازنشستگی در ایالات متحده آمریکا به عنوان بزرگترین اقتصاد باز حدود ۱۱ درصد دارایی های خود را در خارج سرمایه گذاری کرده اند. (philip

davis,2002,p,16

۶- عوامل تعیین کننده استراتژی سرمایه گذاری طرحهای تامین اجتماعی (تعیین ترکیب پرتفوی):

شمایی کلی از چگونگی ارتباط میان ساختار اقتصادی و سرمایه گذاریها تامین اجتماعی، اصول سرمایه گذاریها، ابزارهای سرمایه گذاری و بالاخره ویژگیهای ابزارهای سرمایه گذاری از بعد اصول متعارف در طرحهای تامین اجتماعی بیان شد. مجموعه آنچه که تبیین شد در نهایت در تعامل ارگانیک با هم مشخص کننده چگونگی پرتفوی دارائیهای طرحهای تامین اجتماعی است که در ادامه به چگونگی این تعامل اشاره شده است.

به طور خلاصه سه دسته عامل در تعیین ترکیب پرتفوی صندوقهای تامین اجتماعی (بازنشستگی) دخیل می باشند.

الف) بحث محدودیتها و اصول که بخش عمده ای از آنها بیان شد.

ب) ساختار اقتصادی و شرایط بازار سرمایه

ج) نوع صندوقهای بازنشستگی از بعد صندوقهای مبتنی بر منافع تعریف شده^۱ (Defined Benefit Fund) و صندوقهای مبتنی بر حق بیمه های تعریف شده^۲ (defined counterbution cost) و از بعد صندوقهای بالغ (mutur fund) و صندوقهای نا بالغ (immutur fund).

محدودیتهای بیان شده از حیث ریسک، بازدهی، نقدینگی، ایمنی و بالاخره مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی بر روی تنوع پرتفوی و گستردگی آن بسیار اثر گذار هستند. شاید برای همه سرمایه گذاران مسئله ریسک و بازدهی و تا حدودی نقد پذیری اهمیت داشته باشد ولی به دلیل ماهیت تعهدات صندوقهای بازنشستگی بده - بستان میان این محدودیتها برای تعیین پرتفوی مناسب بسیار مهم است. همچنین یکی از مهم ترین اصول سرمایه گذاریهای طرحهای تامین اجتماعی بحث قابلیت مدیریت

^۱ صندوقها مبنی بر منافع تعریف شده به صندوقهای گفته می شود که پرداخت تعهدات در دوران بازنشستگی از قبل تعیین شده مثلاً سابقه \times متوسط حقوق $\times \frac{1}{30}$ و ربطی به میزان سودآوری صندوق ندارند. البته نکته ای که وجود دارد این است که این نوع صندوقها به نوعی صندوقها مختلط هستند یعنی فقط بخشی از مصارف خود را از سود سرمایه گذاریها می پردازند. (Partinal fund)

^۲ صندوقهای مبتنی بر حق بیمه های تعریف شده صندوقهای هستند که متناسب با میزان سودآوری صندوق مستمری پرداخت می کنند. مثل صندوقها حسابداری انفرادی و ... که تقریباً کاملاً صندوق ذخیره هستند. (full funded)

و اداره این سرمایه گذاریها است که در واقع این اصل بنیادین تعیین پرتفوی را مقید به کاهش سرمایه گذاری مستقیم می نماید.

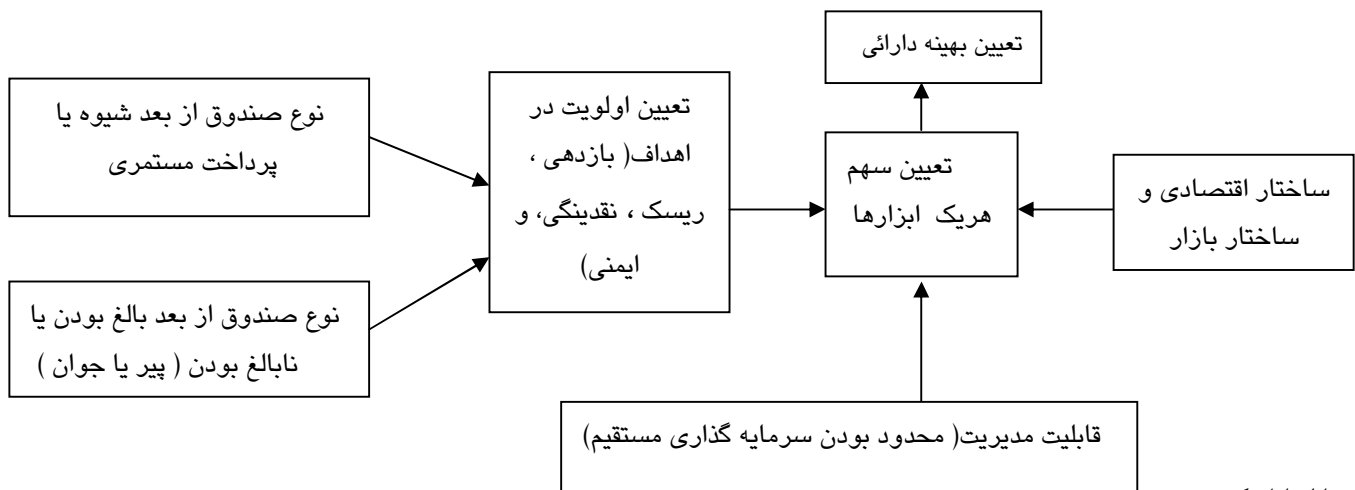
اما اینکه در تعیین پرتفوی کدام یک از اهداف (بازدهی، ایمنی، نقدینگی، ریسک) در اولویت باشد و به تبع سهم کدام یک از ابزارها (اوراق قرضه، سهام، دارائی های واقعی و...) بیشتر باشد، بسته به دو مؤلفه بسیار مهم دارد. ساختار اقتصادی کشور و نوع صندوق. این دو مقوله به طور ماتریسی تعیین کننده اهداف و ابزارها است. در واقع نوع صندوق تعیین کننده اهداف و ساختار اقتصادی تعیین کننده ابزارها است (که البته هر دو اینها در کنار هم اثر گذار هستند)

صندوقهای بازنشستگی مبتنی بر منافع تعریف شده (DB) معمولاً ریسک کاهش منابع را برای پرداخت تعهدات بازنشستگی به کارگران جدید منتقل می کنند. لاجرم اینان معمولاً به دنبال بازدهی های بیشتری هستند چون توان تحمل ریسک بالا را دارند. پرتفوی این نوع طرحها حتماً جسورانه خواهد بود (مثلاً سهم سهام احتمالاً بالاتر خواهد بود). دلیل تحمل ریسک آن است که در صورت کاهش منابع می توانند از طریق دریافت مالیهایی (حق بیمه) بیشتر از نسل فعلی مشکل کمبود منابع را حل کنند. در حالیکه در صندوقهای بازنشستگی مبتنی بر حق بیمه های تعریف شده (DC) پرداخت تعهدات به شدت به میزان نرخ بازدهی سرمایه گذاری ناشی از حق بیمه های دریافتی ارتباط دارد. لذا ریسک در این صندوقها قابل انتقال نیست از این جهت هدف کاهش ریسک احتمالاً در اولویت خواهد بود و پرتفوی این نوع طرحهای محافظه کارانه تر می باشد (مثلاً سهم سهام در مقایسه با اوراق قرضه احتمالاً کمتر خواهد بود).

مقوله بالغ بودن و یا نا بالغ بودن نیز در تعیین میزان نقد پذیری دارائی ها بسیار مهم هستند. برای صندوقهای که دوران بلوغ خود را پشت سر گذاشته اند و در حال حاضر مواجه با کاهش ضریب وابستگی هستند (که در واقع نشان دهنده رشد بازپرداخت تعهدات آنها هست) احتمالاً مسئله نقد پذیری دارائی ها برای آنها در اولویت باشد. در مقابل صندوقهایی که در دوران جوانی هستند نیازی به جریان نقدی زیادی ندارند لذا این نوع صندوقها معمولاً به نقدینگی اولویت چندانی نمی دهند (مثلاً سرمایه گذاری در املاک و دارائی های واقعی ممکن است در مقایسه با صندوقها بالغ بیشتر باشد) و بلکه چون دوره زمانی طولانی در پیش رو دارند احتمالاً مقوله بازدهی و ایمنی برای آنها مهم تر است .

بحث ساختار اقتصادی نیز در تعیین پرتفوی بهینه بسیار موثر است. در یک ساختار اقتصادی توام با تورم های افسار گسیخته و برای یک صندوق جوان شاید سرمایه گذاری در دارائی های واقعی برای حفظ ارزش نخبیر (در یک حد بهینه که امکان اداره آنها باشد) ضروری باشد. همچنین در صورت وجود کسری بودجه ها دولتی پی در پی و ناکارآمدی بخش دولتی شاید سرمایه گذاری در اوراق قرضه دولتی از بعد مطلوبیت اقتصادی و اجتماعی چندان مفید نباشد. همچنین با وجود ناکارآمدی در بازار بورس و کم عمقی بازارهای سرمایه احتمالاً باید در پرتفوی سرمایه گذاری ها سهمی هم برای سرمایه گذاریهای خارجی (صرفنظر از فایده های آنها که بحث شد) لحاظ کرد.

در جمع بندی اگر بخواهیم شاخصه های اصلی تعیین پرتفوی را براساس مبانی تئوریک به طور خلاصه بیان کنیم شاید شکل زیر گویا باشد.



با لحاظ یک اصل مهم:

۷- مدیریت دارائی های در طرحهای تامین اجتماعی^۱:

صندوقهای بازنشستگی از حیث اندازه به صندوقهای کوچک، صندوقهای بزرگ و صندوقهای ائتلافی قابل تقسیم اند. صندوقهای بازنشستگی کوچک به صندوقهایی اطلاق می شود که میزان نخبیر قابل سرمایه گذاری این نوع صندوقها خیلی زیاد نیست (در مقایسه با ظرفیت بازارها سرمایه داخلی). صندوقهای بزرگ معمولاً به صندوقهای اطلاق می شود که حجم نخبیر سرمایه گذاری این صندوقها در

^۱ - قسمت عمده مطالب این بخش برگرفته از کتاب DAVID BLAKE می باشد که آدرس کامل منبع در آخر گزارش آمده است.

مقایسه با بازارهای سرمایه بالا است. و بالاخره صندوقهای ائتلافی به صندوقهایی اطلاق می شود که از مجموع چند صندوق کوچک یک صندوق مرکزی نسبتاً بزرگ از دارائیهای تشکیل می شود. صندوقهای ائتلافی معمولاً بدین منظور تشکیل می شوند که بتوانند از مزایای تنوع در پرتفوی و صرفه های حاصل از مقیاس بهره مند شوند.

هر یک از صندوقهای مذکور به دو شیوه می توانند به مدیریت دارائی ها خود بپردازند. شیوه نخست به این صورت که صندوق بازنشستگی مدیریت دارائی خود در قالب قراردادهای مشخص به یک بانک سرمایه گذاری یا یک شرکت بیمه تجاری واگذار کند و در قبال کسب سود سهمی را به عنوان هزینه مدیریتی به بانک مذکور پرداخت می کند. شیوه دوم در واقع به این صورت است که صندوق بازنشستگی به طور مستقیم به مدیریت دارائی های خود می پردازد (یعنی یک شرکت سرمایه گذاری وابسته و یا یک نظام تشکیلاتی مشخص برای مدیریت دارائی تشکیل دهد). مشهورترین نوع مدیریت در شیوه دوم به مدیریت تعهدات معروف است که در واقع در روش مدیریت تعهدات مدیر صندوق مسئول تصمیمات اخذ شده پیرامون سرمایه گذاری می باشد. این تصمیمات اخذ شده در دو سطح انجام می شود. تصمیم گیری سطح نخست تحت عنوان تصمیم گیری برای اختصاص دارائی نام گذاری می شود (allocation asset) در این سطح تصمیم گیری مدیر صندوق مشخص میکند سرمایه گذاریها در میان گروههای مختلف (سهام، اوراق قرضه، و دارائیهای واقعی و ۰۰۰) چگونه اختصاص یابد. تصمیم گیری در سطوح دوم در واقع شامل مشخص کردن چگونگی تخصیص سرمایه در داخل هر طبقه از گروههای مختلف (سهام، اوراق قرضه و ۰۰۰) است. که این تصمیم گیری تحت عنوان انتخاب نوع وثیقه ها شناخته شده است. (security selection decision) که البته مشکل سیستم مدیریت تعهدات در این است که شاید مدیران انتخاب شده تخصص کافی در همه بازارها را نداشته باشند. به ویژه این مسئله در سطح دوم تصمیم گیری بیشتر قابل مشاهده است.

مدیریت سرمایه گذاریها می بایست وظایف ذیل را انجام دهد :

- تشکیل پرتفوی و تجزیه و تحلیل آن از بعد رسیک و بازدهی با لحاظ محدودیتهای صندوق بازنشستگی که عموماً این محدودیتهای ناشی از تعهدات و اهداف صندوق است.
- تعدیل پرتفوی: شامل انتخاب بخش هایی برای فروش و خرید دارائی های جدید هنگامی که شرایط ذیل را عملی کنند.

• اندازه گیری عملکرد پرتفوی و مستند کردن آن: شامل محاسبه عملکرد و مشخص کردن عوامل تاثیر گذار، بررسی یا قضاوت پیرامون عملکرد با توجه به علائم بازار. البته شاید بهتر باشد این وظیفه توسط یک سازمان مستقل انجام شود.

• وبالاخره مدیریت ریسک با استفاده از ابزارهایی مانند معاملات تامینی (hedging) به منظور مبارزه با ریسک های نرخ بهره، بازار سهام و ...

برای انجام وظایف فوق الذکر (به ویژه مسئله تکشیل پرتفوی و تغییرات آن) استراتژیهای متفاوتی توسط مدیران طرح اعمال می شود که انتخاب هر یک از این استراتژیها تحت تاثیر دو شاخص میزان نخایر قابل سرمایه گذاری طرح (اندازه صندوق) و وضعیت بازارهای سرمایه قرار دارد. به طور اجمالی سه استراتژی کلی برای مدیریت پرتفوی سرمایه گذاری وجود دارد:

(۱) استراتژی مدیریت منفعلانه (Passive management strategy)

(۲) استراتژی مدیریت فعال (Active management strategy)

(۳) استراتژی مختلط (mix management strategy)

۱- استراتژی منفعلانه شامل دو مشخصه اصلی است: الف) خرید دارائی ها به منظور نگهداری در آینده ب) خرید شاخص ها در بازار به ویژه بازار سهام Index (matching)، در واقع در این نوع استراتژی دارائی ها (به ویژه سهام و اوراق قرضه) به منظور نگهداری برای یک مدت طولانی خریداری می شوند و تعدیلهای کمی در طول دوره بر روی پرتفوی انجام می شود. و از طرف دیگر چون بنا نیست مدیریت دارائی ها به صورت فعال عمل کند لاجرم در این استراتژی سعی می شود از سبد دارائی ها به گونه تنظیم شود که نماینده مجموعه ای از تحولات بازار باشد که به این منظور شاخص ها باید خریداری شوند. با این شیوه از خرید در واقع مدیریت، ریسک و بازده پرتفوی را منطبق بر ریسک و بازده بازار در بلند مدت می نماید. پیرامون شاخص های فوق الذکر شایان ذکر است که چندین نوع شاخص در بازار سهام وجود دارد که می تواند مورد استفاده استراتژی مذکور قرار گیرد.

- شاخص های کامل که در واقع شاخص ارائه شده منطبق بر پرتفوی بازار است (از بعد ریسک و بازدهی) این نوع شاخص ها معمولاً دارای قیمت های بالایی هستند اگر چه می توانند بهترین نوع شاخص برای خرید در استراتژی مدیریت منفعلانه باشد.

- شاخص های نمونه: این نوع شاخص های معمولاً از تعدادی سهام تشکیل می شود که از ویژگیهای اصلی سهام های منتخب همبستگی بسیار بالا آنها با شاخص بازار است.

- شاخص های معروف به factor matching که بسیار شاخص های خاصی است. این نوع شاخص هामعمولاً با انتخاب یک عامل ساخته می شودمثلاً بخش صنعت و ۰۰۰

استراتژی مدیریت منفعلانه دارای دو پیش فرض ضمنی است: الف) کارآیی بازار ب) همگنی بازار از بعد چشم اندازها یا انتظارات پیرامون ریسک و بازدهی.

اگر بازار سهام کارآمد باشد قیمت ها درست تعیین شده اند (مبتنی بر عملکردها) و لذا انتظار تغییرات ناگهانی وجود ندارد و ضمناً در صورت وجود مقوله همگنی پیرامون مقوله ریسک و بازدهی نیز انتظار اینکه سبب خاص از دارائی ها تغییرات ناگهانی نسبی زیادی داشته باشد وجود ندارد. لاجرم اگر دو فرض مذکور وجود داشته باشد خرید و فروش دارائی در کوتاه مدت سود چندانی عاید صاحب دارائی نمی نماید و لذا انگیزه ای برای تغییر در ترکیب پرتفوی وجود ندارد.

به طور کلی به نظر میرسد در صورت تحقق دو شرط فوق الذکر صندوقهای بازنشستگی بزرگ از استراتژی منفعلانه پیروی کنند. همچنین صندوقهای بالغ نیز معمولاً از این استراتژی تبعیت می کنند. صندوقهای بازنشستگی بزرگ از استراتژی منفعلانه پیروی می کنند زیرا حجم دارائی های آنها به گونه ای است که توان مدیریت فعال در بازارها را نخواهد داشت. (آثار خرید و فروش این صندوقها به علت حجم بالا در بازار مخرب خواهد بود) و صندوقهای بالغ از این استراتژی پیروی می کنند چون توان تحمل ریسک بالا را ندارند.

۲ - استراتژی مدیریت فعال در پرتفوی: مدیریت فعال بر عکس مدیریت منفعلانه اعتقادی به کارآیی بازارهای ندارد و معتقد است که قیمت گذاری سهام ممکن است درست نباشد و لذا امکان تغییرات ناگهانی وجود دارد. در این صورت با خرید و فروش سهام می توان به سود بیشتری دست یافت و همچنین همگنی بازارها از دید این استراتژی زیر سوال است. در این استراتژی معمولاً خرید و فروش دارائی ها بسیار مهم است و از منابع کسب سود و درآمد محسوب می شود. لذا در این استراتژی (به عکس استراتژی مدیریت منفعلانه) انتظار منفعت سرمایه بسیار بالا است. در استراتژی مدیریت فعال مدیران معمولاً به پیک های بازار (stoke-picking) و زمان بازار توجه دارند و در این دوره ها دست به

تغییر پرتفوی خود می زنند. به نظر می رسد این استراتژی برای صندوقهای کوچک از منظر حجم دارائی ها و برای صندوقهای نابالغ که دارای محدوده ریسک بالا هستند مفید باشد.

۳ - **استراتژی مختلط:** مقوله استراتژی مختلط زمانی مطرح می شود که هیچ یک از شرایط فوق الذکر از قبیل کارایی بازار و ناکارایی آن، بحث همگنی در بازارها یا عدم همگنی به طور قطعی وجود نداشته باشد. و همچنین در شرایطی که حجم ذخایر صندوقها به اندازه کافی بزرگ باشد و در مورد مسئله و کارآیی بازارها ابهام وجود داشته باشد شاید مطرح شدن استراتژی مختلط راه حل نهایی به نظر برسد. در استراتژی مختلط یک صندوق در یک لحظه زمانی خاص می تواند از هر دو استراتژی استفاده کند. برای مثال ممکن است مدیریت صندوق در سطح اول تصمیم گیری یعنی تخصیص دارائی ها (**asset allocation**) از استراتژی منفعلانه پیروی کند و در سطح دوم تصمیم گیری یعنی تصمیم گیری در داخل طبقات برای انتخاب وثیقه ها (**security selection style**) به صورت فعال عمل کند. در این شیوه در واقع سهم هریک از بخشهای سرمایه گذاری از قبیل سهام، اوراق قرضه، دارائی های واقعی و... برای بلند مدت ثابت می ماند ولی در درون هر بخشی البته می توان شاهد تغییراتی بود.

از شیوه های دیگر استراتژی مختلط بحث مدیریت پرتفویهای اقماری است (core-satellite-portfolio). این استراتژی عموماً توسط صندوقهای خیلی بزرگ دنبال می شود. در این استراتژی صندوق یک پرتفوی مرکزی بزرگ دارد (core portfolio) که هرگز خرید و فروش نمی شود زیرا اثرات مخرب قابل ملاحظه ای بر بازار می گذارد. اما در اطراف این پرتفوی اصلی یک تعدادی از پرتفویهای اقماری کوچک قرار گرفته اند. این پرتفویهای اقماری می توانند به طور فعال مدیریت شود.

در جمع بندی شاید جدول ماتریسی زیر انعکاس واضح تری از نوع صندوق و استراتژی مدیریت مطلوب را به طور خلاصه ارائه دهد .

نوع صندوق وضعیت بازار	صندوقهای بزرگ	صندوقهای کوچک
بازارها کارآ و همگن	استراتژی منفعلانه (مطلوبترین)	هر دو استراتژی می توانند نتایج یکسان دهد اما استراتژی فعال شاید ترجیح داده شود.
بازارها غیر کارآ و غیر همگن	(احتمالاً) استراتژی مختلط (مطلوبترین)	استراتژی مدیریت فعال (مطلوبترین)

۸- عملکرد سرمایه گذاری موسسات تامین اجتماعی:

(الف) انگلیس:

صندوقهای بازنشستگی در انگلستان شامل سه نوع صندوق می باشد. صندوقهای بخش خصوصی (private sector fund) صندوقهای دولتی و محلی (local-authority funds). مجموع ارزش دارائی صندوقها مذکور در پایان سال ۱۹۸۹، ۲۰۰۰ و ۲۵۴ میلیارد پوند (lbn) بود. سهم دارائیهای صندوقهای نوع اول ۷۰ درصد، سهم صندوقهای نوع دوم ۱۴ درصد، سهم صندوقهای نوع سوم ۱۶ درصد بود.

وضعیت عملکرد سرمایه گذاریهای صندوقهای مذکور در دوره ۱۹۹۰-۱۹۷۹ در جدول شماره ۱ آمده است. بررسی چگونگی تخصیص دارائیها در طول دوره مذکور حاکی از تغییرات شگرف در عرصه انتخاب ابزارهای سرمایه گذاری دارد. به گونه ای که دارائی خارجی از ۶ درصد در سال ۱۹۷۹ به ۱۷ درصد در سال ۱۹۸۰ افزایش یافته است. که این تغییر در واقع نتیجه کاهش محدودیتهای سرمایه گذاری صندوقها بازنشستگی که در سال ۱۹۷۹ اعمال شد می باشد. همچنین در عرصه پرتفوی داخلی نیز تغییرات مشهودی رخ داده است از آن جمله کاهش اوراق قرضه دولتی و افزایش سهم بازار بورس در کل مجموعه دارائیها.

جدول شماره ۱: چگونگی سرمایه گذاری صندوقهای بازنشستگی در طول دوره ۱۹۹۰-۱۸۷۹

ارقام به درصد

سال	بازار سهام داخلی	بازار سهام خارجی	اوراق قرضه داخلی	اوراق قرضه خارجی	Index – linked bond	املاک داخلی	املاک خارجی	سپردهها	نقد و دیگر اقلام
۱۹۷۹	۴۴	۶	۲۳	-	-	۲۲	-	۴	۲
۱۹۸۰	۴۵	۹	۲۱	-	-	۲۰	-	۳	۱
۱۹۸۱	۴۴	۱۲	۱۹	-	-	۲۱	-	۳	۱
۱۹۸۲	۴۳	۱۴	۱۹	-	۳	۱۸	-	۲	۱
۱۹۸۳	۴۴	۱۷	۱۹	-	۳	۱۴	-	۳	۱
۱۹۸۴	۴۷	۱۶	۱۷	-	۳	۱۳	-	۳	۱
۱۹۸۵	۴۹	۱۷	۱۶	-	۳	۱۱	-	۳	۱
۱۹۸۶	۵۱	۲۰	۱۳	۰	۳	۸	۱	۳	۱
۱۹۸۷	۵۴	۱۴	۱۳	۱	۳	۹	۱	۴	۲
۱۹۸۸	۵۴	۱۷	۱۲	۱	۳	۸	۱	۳	۲
۱۹۸۹	۵۲	۱۴	۱۳	۱	۳	۹	۱	۵	۳
۱۹۹۰	۵۳	۱۵	۹	۱	۳	۱۰	۱	۶	۳

kingdom, p: 345. Blake david (1995), pension schemes and pension funds in the united

ب - خلاصه ای از عملکرد سرمایه گذاریهای موسسات تامین اجتماعی در کشورهای جنوب شرقی آسیا:^۱

کشورهای آسیای جنوب شرقی، کشورهای موفق در جذب سرمایه گذاریها و توسعه بازارهای سرمایه بوده اند، که این امر تا حدی نشان از موفقیت آنها در پائین نگهداشتن نرخ دستمزدها و نرخهای

^۱ - (عمده مباحث این قسمت برگرفته از مقاله ۱۹۹۸ MUKLEG. Ashe است و در غیر اینصورت به مآخذ اشاره شده است)

مالیات در فضای بین المللی می باشد. اما بحرانهای پولی و مالی در حال پیشرفت سالهای اخیر چالش اصلی پیش روی سیاستهای سرمایه گذاری توسط صندوقهای تامین اجتماعی بوده است. نکته مهم اینکه این کشورها در حالی با بحران مواجه شده اند که تجربه رشد اقتصادی بالا، ثبات سیاستهای اقتصاد کلان و ادغام در اقتصاد جهانی را در دو دهه قبل به خوبی تجربه کرده اند.

این تحولات موجب تغییر در سیاستهای سرمایه گذاری طرحهای تامین اجتماعی نیز شده است که در ادامه به طور مختصر به آن اشاره خواهد شد.

(۱): اندونزی:

کل دارائیهای طرحهای تامین اجتماعی تا پایان سال ۱۹۹۴، ۲۱/۱ میلیارد روپیه (۵/۶ درصد از کل GDP) بوده است. صندوقهای بازنشستگی حمایت از کارگران به صورت اختیاری، بیشترین سهم را دارا می باشد (۴۵ درصد) و به بقیه در صندوقهای دیگر متمرکز است. مجموعه دارائیهای سرمایه ای صندوقهای مذکور تا پایان سال ۱۹۹۴ به صورت ذیل اختصاص یافته است:

سهم بازار سهام: ۸٪، اوراق قرضه: ۱۱٪، سپرده های بانکی ۴۱٪، اوراق دولتی کوتاه مدت ۳۰٪، املاک و غیر ۱۰٪ از دارائی را به خود اختصاص داده اند. در اندونزی سرمایه گذاری در بازارهای خارجی از نظر قانونی منع شده است. بنابراین امکان تفکیک ریسک صندوق از ریسک کشور وجود ندارد. از طرف دیگر بیشتر سرمایه گذاریها کوتاه مدت است در حالیکه تعهدات مستمری بلندمدت می باشند بنابراین یک ارتباط منطقی میان دارائی ها و تعهدات وجود ندارد.

اگرچه جزئیات دقیقی از نرخهای بازدهی در دسترس نیست اما یک مطالعه انجام شده برای دوره ۱۹۹۵-۱۹۸۸، نرخ واقعی بازگشت سرمایه را در مورد طرحهای بیمه ای کارگران (که مهمترین صندوق نیز می باشد) بین ۶ الی ۸ درصد تخمین زده است که یک نرخ نسبتاً مناسبی است.

و بالاخره اینکه بیشتر این سرمایه گذاریها توسط خود موسسات بیمه ای مدیریت می شوند و فقط یک قسمت کوچک از این دارائیهها به موسسات تخصصی سرمایه گذاری واگذار شده است. البته لازم به ذکر است در سالهای اخیر الگوی سرمایه گذاریهای موسسات تامین اجتماعی در اندونزی تغییر کرده است. بر طبق آمارهای موجود ۴۵ طرح بازنشستگی در سال ۱۹۹۶، ۵۴ درصد از دارائی های خود را در

حسابهای مدت دار ، ۱۰ درصد در بازار سهام و اوراق قرضه و بقیه را در دیگر دارائیهها سرمایه گذاری کرده اند .

(۲) : مالزی :

کل مجموعه دارائیهای صندوقهای بازنشستگی ۱۳۵۹۹۴ میلیون دلار مالزی تا پایان سال ۱۹۹۶ تخمین زده شده است. که این معادل ۵۴/۵ درصد از GDP این کشور می باشد. که EPF (Employer_Pension Fund) ۸۶/۵ درصد از کل دارائیهها را به خود اختصاص داده است و پس از آن PTF (Pension Trust Fund) که ۵/۶ درصد و ما بقی در بقیه صندوقها متمرکز است.

براساس مشاهدات در سال ۱۹۶۰،۹۷ درصد از سرمایه گذاریها در MGS (Malaysian Governancy Securities) سرمایه گذاری شده بود. اگرچه بعدها سهم MGS در طول دهه ۱۹۹۰ کاهش پیدا کرد به گونه ای که تا پایان سال ۱۹۹۶ به ۳۳/۶ درصد رسید.

به طور کلی وضعیت دارائیههای EPF ها در پایان سال ۱۹۹۸ به شرح ذیل بوده است :

شرح	درصد
وثیقه های دولتی MGS	۳۱/۳۳
تسهیلات	14/26
سهام	18/36
بازار پولی	23/91
املاک(دارئی های ثابت)	0/31

مآخذ: Roslan A . Ghaffar P : 104

نرخ های بازده ای در طول دوره ۱۹۹۶ _ ۱۹۶1 محاسبه شده است. یک متوسط سالیانه ساده از نرخ اسمی طی دوره ۶/۹۱ درصد و نرخ بازگشت واقعی ۳/۴۳ درصد بود.

(۳): فیلیپین:

در فیلیپین تا پایان سال ۱۹۹۶ کل دارائیهای سیستم تامین اجتماعی (Social Security System SSS) و GSIS به ترتیب ۱۴۲/۲ و ۱۰۱/۶ میلیارد پزو بوده است. که مجموعه دو رقم مذکور ۱۱/۲ درصد از کل GDP فیلیپین می باشد. بزرگترین جزء پرتفوی سرمایه گذاریها SSS در وثیقه های دولتی است که حدود ۴۴/۳ درصد از کل سرمایه گذاریها را در سال ۱۹۹۶ به خود اختصاص داده است. پس اندازها و سپرده های مدت دار 65 درصد را به خود اختصاص داده اند. دومین جزء بزرگ سرمایه گذاریها SSS مربوط به تسهیلات می باشد که نزدیک ۲۵ درصد از کل است. که هم شامل وام مستقیم به اعضاء و هم شامل تسهیلات به شرکتها و موسسات مالی دیگر است. اجزاء دیگر هم حدود ۱۰ درصد از کل سرمایه گذاریهای را به خود اختصاص داده است.

یک نرخ بازده ای ساده از تقسیم درآمدها به موجودی سرمایه در سال ۱۹۹۶ حدود ۱۱/۵ درصد بوده است 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 مجموعه کل سرمایه گذاریهای GSIS که ۹۶/۶ میلیارد پزو بوده است به صورت زیر می باشد:

دارائیهای جاری ۳۴/۲ درصد، تسهیلات به اعضاء و غیر اعضاء ۳۶/۱ درصد و بقیه سرمایه گذاریها ۲۹/۷ درصد.

(۴): تایلند:

در مورد تایلند ارقام موجود در مورد صندوقهای بازنشستگی فقط کلیتی از سرمایه گذاریها را به تصویر می کشد. کل دارائیهای صندوق بازنشستگی تایلند تا سال ۱۹۹۶ بین ۶ الی ۸ درصد از GDP این کشور را تشکیل می دهد.

راهنمای سرمایه گذاریها در تایلند تبیین می سازد که ۶۰ درصد سرمایه گذاریها می بایست در وثیقه های دولتی یا سپرده های بانکی سرمایه گذاری شود و تا ۴۰ درصد می تواند در بازارهای سرمایه یا اوراق قرضه شرکتها سرمایه گذاری گردد که از این ۴۰ درصد، ۳۰ درصد در دارائیهای با ریسک کم

مانند تسهیلات به شرکتها و ۱۰ درصد باید در پروژه هایی مانند خانه سازی سرمایه گذاری شود. تا سال ۱۹۹۶ کل دارائیهای صندوقهای مذکور بالغ بر ۸۹/۶ میلیارد باهت (BAHT) بوده که به صورت زیر توزیع شده است:

پول نقد و سپرده ها ۴۹/۲ درصد، تسهیلات به شرکتها ۲۷/۷ درصد، بازار سهام ۸ درصد، تسهیلات اعطائی توسط بانکها ۱۰ درصد و دیگر سرمایه گذاریها ۱/۹ درصد.

اگرچه به دلیل به روز بودن نسبی آمارها ما به ارائه اطلاعات کشورهای فوق اکتفا می کنیم اما وضعیت سیستم های تامین اجتماعی کشورهای درحال توسعه دیگر نیز کم و بیش مشابه وضعیت کشورهای فوق الذکر می باشند. به عنوان مثال گزارشهای سالیانه موسسه مستمریهای پاکستان برای سالهای مالی لغایت ۱۹۸۱ نشان می دهد که فعالیتهای سرمایه گذاری اندوخته های تامین اجتماعی در اوراق قرضه دولتی (۹۰ درصد کل دارائیهای سرمایه گذاری شده) و نیز سپرده ثابت در بانکهای محلی متمرکز شده است. یا در سریلانکا نیز تا سال ۱۹۸۱ قسمت اعظم سرمایه گذاریها انحصاراً به شکل اوراق قرضه دولتی می باشد و همچنین در تونس صندوق تامین اجتماعی ملی عمده سرمایه گذاریها را به صورت اوراق قرضه ضمانت شده دولتی، وام و سهام به کار گرفته است. به این ترتیب که ۴۳ درصد در اوراق قرضه، ۵۳ درصد در سپرده ها، ۱ درصد تسهیلات و ۳ درصد در سهام اختصاص داده است. (سرمایه گذاری موسسات تامین اجتماعی در کشورهای درحال توسعه، ۱۳۷۳)

۹- محدودیتها، چالشها و سوالات اساسی پیش روی سرمایه گذاریهای تامین اجتماعی:

اگرچه صندوقهای بیمه ای برای سرمایه گذاریهای مازاد وجوه خود ملزم به رعایت اصول اساسی (که قبلاً تبیین شد) هستند اما همیشه در تعیین پرتفوی سرمایه گذاریهای خویش آزادی عمل ندارند. زیرا مجموعه ای از محدودیتها شامل قوانین و مقررات، وضعیت بازارهای سرمایه و ... برای سرمایه گذاریها وجود دارد. پاره ای از این محدودیتها به شرح ذیل خلاصه شده اند:

- ضرورت تنوع گریزناپذیر می نماید اما واقعیت آن است که در کشورهای درحال توسعه که دارای بازارهای سرمایه نوپا هستند، فرصتهای تنوع محدودند. در اینگونه کشورها، عرصه های حدواسط و گزینه های مناسب سرمایه گذاری اندکند (گاهی اوقات فقط سپرده های بانکی و اوراق قرضه دولتی وجود دارند و یا مناسب ترین گزینه به نظر می رسند).

- محدودیتهای تنوع سرمایه گذاری در بازارهای داخلی و اشباع بازار به اعمال این فشار از سوی موسسات تامین اجتماعی منجر می شود که مقررات زیربند که معمولاً در کشورهای در حال توسعه سرمایه گذاریهای خارجی را منع می کنند تسهیل شوند. این موضوع احتمالاً طرحهای تامین اجتماعی را قادر می سازد تا به سرمایه گذاریهای خود تنوع بخشند. اما در صورت رفع موانع سرمایه گذاری خارجی آیا توان کارشناسی طرحهای تامین اجتماعی امکان فعالیت در بازارهای بین المللی را فراهم می کند؟ و دیگر اینکه باید توجه داشت که سرمایه گذاری خارجی موسسه تامین اجتماعی را با خطرات ارزی مواجه می سازد، به ویژه اینکه اکثر کشورهای در حال توسعه دارای پولهای ضعیف هستند.

- همچنین محدودیتهای بازار سرمایه به ناچار موسسات تامین اجتماعی را وادار می سازد که به سمت سرمایه گذاریهای مستقیم سوق پیدا کنند (البته به شرط آنکه سرمایه گذاری غیرمستقیم توان جذب وجوه را نداشته باشد) که در این صورت سرمایه گذاری مستقیم مستلزم ارزیابی، تصویب، اجرا و نظارت مستمر بر یک طرح است. آیا یک موسسه تامین اجتماعی می تواند از عهده این کار به خوبی برآید؟ و این سوال که چگونه و با چه هزینه مدیریتی طرحهای تامین اجتماعی ضمن مورد توجه قرار دادن امور اجرائی می توانند بطور مستقیم در سرمایه گذاری کنند خود مسئله مهمی است؟

- محدودیت دیگر غالباً تحمیل قوانین سرمایه گذاری می باشد که صندوقهای مستمري را وادار می سازد تا دارائی خود را در اوراق مشارکت دولتی سرمایه گذاری نمایند. این محدودیت گاهاً ممکن است فقط ناشی از قوانین نباشد و بلکه از دست اندازی دولتها به این صندوقها در مواقع جنگ و ... نیز ناشی شود.

- فقدان نیروی انسانی متخصص، نرم افزارها و سخت افزارهای مورد نیاز یکی دیگر از مهمترین محدودیتها است. لذا این سوال مطرح است که آیا طرحهای بیمه ای متکی بر اندوخته گذاری در بازارهای بسیار متغیر و فرار امروزی می توانند با اتکاء بر توان کارشناسی موجود موفق باشند؟

- شاید مجموعه محدودیتهای فوق الذکر است که باعث شده طرحهای بیمه ای عمده فعالیتهای سرمایه گذاری خود را در اوراق قرضه دولتی و سپرده های بانکی متمرکز کنند اما در همین مرحله هم این سوالات مطرح است که: چه قوانینی در مورد سرمایه گذاریهای تامین اجتماعی در اوراق بهادار دولتی (نیمه دولتی) مناسب می باشند؟ با توجه به محدودیتهای روشهای سرمایه گذاری صحیح، اگر سرمایه گذاریهای بالقوه در اوراق بهادار دولتی اجتناب ناپذیر باشد، چه تمهیداتی باید به کار برد؟ و آیا

روشی وجود دارد که سرمایه گذاریهای انجام شده در اوراق بهادار را به جیتی هدایت نمایند که مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی را به دنبال داشته باشد؟

- و بالاخره اینکه چگونگی ساختار اداره سرمایه گذاریها از مسائل و محدودیتها مهم است؟ آیا موسسات بیمه ای می توانند اداره سرمایه گذاریهای خود را به موسسات سرمایه گذاری تخصصی بسپارند؟ هزینه های این روش چقدر است و منافع آن کدام است؟

جمع بندی و نتیجه گیری:

مباحث به طور خلاصه بیان شد اما در تبیین مباحث سعی شد که پیوستگی میان بازارهای مالی، اصول سرمایه گذاریها، ابزارهای سرمایه گذاری، عوامل موثر در تشکیل پرتفوی و بالاخره چگونگی وضعیت استراتژی مدیریت سرمایه گذاریها، که منجر به عملکرد سرمایه گذاریها در پاره ای از کشورهای مورد بحث در متن شده است تامین شود. درسهایی که می توان از مجموعه مختصر بیان شده پیرامون ادبیات سرمایه گذاریهای صندوقهای تامین اجتماعی گرفت عبارتند از:

- پرتفوی دارائی های صندوقهای بازنشستگی میبایست با لحاظ شرایط اقتصادی به ویژه (بازار سرمایه) و ویژگیهای صندوق از حیث DB یا DC بودن و همچنین از حیث بالغ بودن صندوق و یا نابالغ بودن آن تعیین شود.

- صندوقهای مبتنی بر DB قدرت تحمل ریسک بالاتری دارند و لذا دارای پرتفویهای جسورانه تری هستند و در عوض صندوقهای مبتنی برDC توان تحمل ریسک بالا را ندارند لذا از ابزارهایی استفاده می کنند که ریسک کمتری دارند.

- اهمیت نقدینگی برای صندوقها بالغ بسیار بالا است در حالی که این مقوله برای صندوقهای جوان چندان مورد توجه نیست.

- اولویت اصلی در سرمایه گذاری های طرحهای بیمه ای سرمایه گذاری غیرمستقیم است.

- در عرصه سرمایه گذاریهای غیرمستقیم گرایش سرمایه گذاری در سهام به جای اوراق قرضه رو به افزایش بوده است.

- استراتژی مدیریت پرتفوی دارائی ها در طرحهای بیمه ای به طور همزمان تحت تاثیر دو پدیده ویژگیهای بازارها و نوع صندوقها از حیث اندازه قرار دارد.
- در بازارهای کارآ و همگن و برای صندوقهایی با ذخایر زیاد استراتژی مطلوب استراتژی خرید برای نگهداری است. (Passive management)
- در بازار های غیر کارآ و غیر همگن و برای صندوقهای کوچک استراتژی مطلوب استراتژی خرید و فروش دارائی است (active management)
- در صورت عدم وجود کارآیی و همگنی و برای صندوقهای بزرگ استراتژی مطلوب استراتژی مختلط (mix managment) است . یعنی هم به صورت فعال و هم به صورت منفعلانه عمل شود.
- در استراتژی مختلط میتوان از طریق پرتفویهای اقماری عمل کرد. همچنین میتوان در سطح تصمیم گیری نوع اول (تصمیم گیری برای اختصاص دارائی به بخشها) منفعلانه عمل کرد و در سطح تصمیم گیری نوع دوم (تصمیم گیری برای تغییر ترکیب در درون هر بخش) به صورت فعال عمل کرد.
- تشکیل بخشی از پرتفوی در بازارهای خارج از کشور یکی از رویکردهای نوین و راه گشا برای سرمایه گذاریها برای کاهش ریسک سیستماتیک و بر طرف کردن مشکل محدودیت بازارهای داخلی بوده است .

۱۰- پیشنهادات :

با توجه به نتایج مطالعه حاضر و مسائل پیش روی سرمایه گذاریهای سازمان تامین اجتماعی (که شمایی از آن در گزارش دهساله بخش سرمایه گذاری ترسیم شده است) پیشنهاد می شود بمنظور شفافیت در سیاستهای سرمایه گذاری سازمان برای آینده و ارزیابی درست از وضعیت سرمایه گذاریها (شکست ها و موفقیت ها) :

- مطالعه گسترده ای راجع به بازارهای سرمایه کشور، ابزارهای موجود برای سرمایه گذاری تامین اجتماعی و ویژگیهای هریک از این ابزارها از منظر نقدینگی، بازده ای، ایمنی، مطلوبیت اجتماعی و

هزینه‌های اداری و همچنین وضعیت رقابتی موجود در این بازارها جهت تعیین سهم هریک از این بخشها در سطح کلان انجام پذیرد.

- امکان سنجی حرکت به سمت سرمایه گذاری خارجی با توجه به قوانین و مقررات موجود ، آینده بازار ارز و نوع ارزهای موجود (به ویژه تاثیر یورو در اقتصاد جهانی و نرخ برابری آن با ریال در آینده) و توان کارشناسی موجود به منظور شناسایی احتمالی کشورهای مطلوب، انجام پذیرد.

- امکان سنجی واگذاری اداره پاره ای از سرمایه گذاریها به موسسات تخصصی سرمایه گذاری با توجه به تحلیل هزینه - فایده .

- انجام مطالعات گسترده جهت تدوین استراتژی مدیریت پرتفوی با توجه به شرایط بازارها و موقعیت فعلی صندوق (بالابودن حجم ذخایر و بالغ بودن صندوق).

- و بالاخره اینکه با توجه به حجم عظیم فعالیت سازمان در بازار بورس (برخلاف بسیاری از کشورها) درجه ریسک پذیری سرمایه های سازمان در بورس محاسبه شود.

- پس از روشن شدن مطالعات فوق استراتژی سرمایه گذاریهای سازمان به صورت عملیاتی و واضح تدوین شود. (چون به نظر می رسد در حال حاضر سرمایه گذاریهای سازمان فاقد یک استراتژی مبتنی بر مطالعات بنیادی و بدون ابهام هست).

۱۱- فهرست منابع و مآخذ:

- دفتر بین المللی کار، ترجمه بخش تحقیقات موسسه حسابرسی تامین اجتماعی، منابع مالی در تامین اجتماعی، ژنو، (۱۹۹۷)
- ۲- یازدهمین کنفرانس منطقه ای آسیا و اقیانوسیه ، ترجمه امور بین الملل سازمان تامین اجتماعی ، ارتباط میان اصلاحات صندوقهای مستمری ، بیمه و بازارهای مالی، دیتمری و قیاس (۱۹۹۷)
- ۳- روشهای رایج در سرمایه گذاریهای مستمری ، ترجمه زهره کلهر ومحمدرضا اخوان ، امور بین الملل سازمان تامین اجتماعی
- ۴- مقایسه روشهای مالی در سیستم تامین اجتماعی ، کتاب مجموعه مقالات و انتشارات امور بین الملل سازمان تامین اجتماعی (۱۳۷۳)
- ۵- سرمایه گذاری مؤسسات تامین اجتماعی در کشورهای در حال توسعه ، کتاب مجموعه مقالات و انتشارات امور بین الملل سازمان تامین اجتماعی ، (۱۳۷۳)
- 6_ Roslan A . Ghaffar (2000) , Pension Funds and Capital Market development, "ISSA" , in book Social Security challenges in Asia and Pacific
- 7_ Muklg G. Asher (1998) , investment Policies and Performance of provident fund in Southeast Asia.
- 8_ Pension fund Governance investment strategy And their Role in corporate covernance , Note by the OECD Secretariat.
- 9_ Alicia H . Munnell and Pete . f Druckher (1998) . Impact of equity Investment on the social security Program.
- 10- Martin Feldstein (2002), a new strategy for social security Investment in Latin America , (Wpdocs\socialse carity. Mexico. 2002 – 2 . wpd)
- 11 – DAVID BLAKE (1995), pension schemes and pension Funds in the united KinGDOM , GLARENDON PRSS . OXFord

12 – E Philip Davis (2002) , pension Fund Management and International Investment , available in www.pensions-institute.org .

13 – Andrew L.Gaines and robert G.Koen (2000) , pension fund Investments in Real Estate , Read Estate Finance journal.

14 – john Y.Campbell (2003) , Investment Risk and social security reform , Public policy panel , American Finance Association washington , DC.

15 – Cori E . uccello (2000) , Investment Decisions and social security Refom , Retirement 2000 conf eRnce , USA.