

# مجریان یا قربانیان خط‌مشی‌های اقتصادی؟

## کارایی صندوق‌های بازنشستگی عمومی

### اشکان قشقایی

پژوهشگر صندوق‌های بازنشستگی

اقتصادی و رونق بازارهای سرمایه ایفا کنند. از طرف دیگر نظام تأمین مالی مبتنی بر PAYG و نبود دستیابی به نرخ بازده مناسب سرمایه‌گذاری که ناشی از مجموعه‌ای از عوامل مدیریتی و محیطی (مشمول بر محیط اقتصاد کلان و سیاسی) است، باعث شده راهبران صندوق‌های بازنشستگی مجموع جریان ورودی ناشی از پرداخت حق بیمه این صندوق‌ها را، جهت پرداخت تعهدات جاری خود، استفاده کنند، در نتیجه با در نظر گرفتن این مهم که منابع لازم جهت تأثیر بر بازار سرمایه و تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها وجود ندارد، نقش آنها در دستیابی به اهداف رونق اقتصادی بسیار کاهش یافته است. همچنین شوک‌های مقرراتی (که عمدتاً رویکردی حمایتی، به جای اقتصادی، داشته‌اند)، تغییرات جمعیت‌شناختی، وضعیت اشتغال در سطح کشور، رکود اقتصادی حاکم بر محیط کسب‌وکار (که به کاهش نرخ بازده سبد دارایی صندوق‌های بازنشستگی انجامیده) و نیز رکود بازار سرمایه (که با توجه به ترکیب سبد دارایی این صندوق‌ها باعث کاهش قابل توجه ارزش سبد دارایی آنها شده)، به کاهش مضاعف قدرت تأثیرگذاری این صندوق‌ها بر اقتصاد ملی منجر شده‌اند. توجه به این مهم نیز حائز اهمیت است که کم‌عمق بودن بازار سرمایه و نبودن زیرساخت‌های مورد نیاز جهت خروج از بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی سبب شده است این صندوق‌ها هم‌اکنون به عنوان یکی از سهامداران عمده در بسیاری از صنایع استراتژیک کشور، از جمله صنایع شیمیایی، دارویی، سیمان، آهن و فولاد، پیمانکاری، صنایع لبنی، حمل‌ونقل و واسطه‌گری مالی، به شمار روند. در این حالت نبود ساختار حکمرانی بهینه با در نظر گرفتن ماهیت نظام منافع مشخص (DB) در این صندوق‌ها (که بیانگر نقش مردم به عنوان اصلی‌ترین متعهدان آنهاست) سبب شده است بسیاری اوقات کژکارکردی‌ها و کژمنشی‌های موجود در آنها، کنار فشارهای سیاسی، به ناکارایی در مدیریت سبد دارایی صندوق‌های بازنشستگی بینجامد که این مهم علاوه بر منجر شدن به کاهش قدرت تأثیرگذاری سبد دارایی صندوق‌ها، با در نظر گرفتن سهم آن در مدیریت و راهبری بخش حائز اهمیتی از صنایع کشور، سبب تشدید رکود و بهره‌وری کار و سرمایه در آنها شده است. در این شرایط، با توجه به اینکه دولت اصلی‌ترین حامی این صندوق‌هاست، در صورت کاهش قدرت سبد دارایی‌های خود و ایجاد بی‌تعادلی میان منابع و مصارف، جهت تأمین مالی مزایای مستمری، باید از منابع عمومی استفاده کنند که این موضوع علاوه بر اینکه می‌تواند زمینه‌ساز ایجاد کسری بودجه دولت باشد، در صورت تشدید، به بروز پدیده جانشینی جبری و به تبع آن کاهش سرمایه‌گذاری عمرانی دولت و رشد اقتصادی منجر خواهد شد که این مهم خود قادر به ترسیم چرخه تشدید بحران صندوق‌های بازنشستگی و بحران اقتصاد کلان است. همچنین عدم تعادل میان منابع و مصارف صندوق‌های بازنشستگی سبب خواهد شد این صندوق‌ها به فروش دارایی‌های خود در بازار سرمایه، در راستای تأمین نقدینگی مورد نیاز جهت پرداخت تعهدات جاری‌شان، اقدام کنند که این موضوع به کاهش چشمگیر ارزش شاخص بازار سرمایه خواهد انجامید و در نتیجه بحران موجود را تشدید خواهد کرد.

نقش صندوق‌های بازنشستگی در رشد اقتصادی کشورها از دو مسیر است؛ مسیر نخست: این صندوق‌ها، به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی، از اصلی‌ترین مسیرهای تجهیز منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی، از طریق هدایت بخش عمده‌ای از پس‌اندازهای سپرده‌گذاران به بخش سرمایه‌گذاری، هستند که پروژه‌های بزرگ مقیاس و زیرساختی را در بر می‌گیرند؛ مسیر دوم: از طریق ایجاد رونق بازارهای اوراق بهادار است. از طرف دیگر صندوق‌های بازنشستگی، با افزایش طرف تقاضا در بازارهای مالی، خلأیت و تنوع ابزارها را در این بازارها ارتقا می‌دهند؛ همچنین نیاز آنها به ابزارهای پوشش ریسک، به توسعه ابزارهایی همچون پیمان‌های آتی منجر خواهد شد. البته شایان ذکر است که نقش صندوق‌های بازنشستگی در تأمین سرمایه و توسعه بازارهای مالی با در نظر گرفتن استفاده از نظام‌های تأمین مالی متفاوت آنها در قالب‌های PAYG یا نظام مبتنی بر سرمایه‌گذاری (Fully funded base) و با توجه به وضعیت صندوق در چرخه عمر، متفاوت خواهد بود. از طرف دیگر اثر مثبت صندوق‌های بازنشستگی بر رونق بازار سرمایه تنها در کشورهای دارای بازارهای مالی توسعه‌یافته حائز اهمیت است و کشورهای دارای بازارهای مالی کمتر توسعه‌یافته به میزان کمتری از منافع این صندوق‌ها در بازارهای مالی برخوردار خواهند شد. نگاهی به سبد دارایی صندوق‌های بازنشستگی در اقتصاد کشور بیانگر این است که حجم سبد دارایی تحت مدیریت صندوق‌های بازنشستگی تقریباً ۲۰ درصد از تولید ناخالص داخلی کشور بوده که اگرچه نسبت به متوسط جهانی بسیار پایین‌تر است، همچنان اهمیت و نقش صندوق‌های بازنشستگی در اقتصاد کشور را بازگو می‌کند. نگاهی آسیب‌شناسانه به عملکرد این صندوق‌ها نشان می‌دهد مجموعه‌ای از عوامل محیطی و داخلی موجب ایجاد این ناکارایی‌ها و کژکارکردی‌ها در صندوق‌های بازنشستگی شده که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود. نگاهی به سبد دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی بیانگر این مهم است که بخش مهمی از ساختار دارایی آنها به مطالبات این صندوق‌ها از دولت اختصاص یافته؛ به صورتی که در برخی از آنها میزان این مطالبات بیش از نیمی از سبد دارایی‌ها را به خود اختصاص داده‌اند. از طرف دیگر براساس مفاد بودجه‌های مصوب، دولت به پرداخت این مطالبات، از طریق انتقال سهام به همراه هزینه دوره عدم پرداخت آنها، مکلف است. این موضوع باعث شده بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های این صندوق‌ها، بیش از آنکه بر مبنای مطالعات اقتصادی و راهبردهای سرمایه‌گذاری باشد، به دلیل انتقال سهام، از طریق پرداخت بدهی‌های دولت است که این موضوع علاوه بر منتهی شدن به کاهش نقش صندوق‌های بازنشستگی در رونق اقتصادی، به از دست دادن فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری نیز منجر شده است. از طرف دیگر انتقال شرکت‌های زیان‌ده که می‌توان آنها را، به جای خالص دارایی‌ها، خالص بدهی‌ها تلقی کرد، موجب تشدید کاهش قدرت و ارزش سبد دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی شده تا این صندوق‌ها نتوانند نقش بالقوه خود را در دستیابی به اهداف توسعه

نگاهی به سبد دارایی صندوق‌های بازنشستگی در اقتصاد کشور بیانگر این است که حجم سبد دارایی تحت مدیریت صندوق‌های بازنشستگی تقریباً ۲۰ درصد از تولید ناخالص داخلی کشور بوده که اگرچه نسبت به متوسط جهانی بسیار پایین‌تر است، همچنان اهمیت و نقش صندوق‌های بازنشستگی در اقتصاد کشور را بازگو می‌کند.