

آینده مدیریت نظام‌های بازنشتگی

رویکردی جامع به طراحی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری

کیت پی آماخچیر
مترجم: سید وحید میردبیگی



به نام آنکه جان را فکرت آموخت



مؤسسه راهبردهای
بازنشستگی صبا

آینده مدیریت نظام‌های بازنشستگی

رویکردی جامع به طراحی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری

کیت پی آماخچیر

مترجم:
سید وحید میره‌بیگی

به سفارش:

مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا
«نهاد پژوهشی صندوق بازنشستگی کشوری»

۱۴۰۰



مؤسسه راهبردهای
بازنشستگی صبا

آینده مدیریت نظام‌های بازنشستگی

رویکردی جامع به طراحی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری

نویسنده:

کیت پی آمباچپر

مترجم:

سید وحید میرمیگی

مدیر پژوهش:

میکائیل عظیمی

ناظر پژوهش:

رضا میرزا ابراهیمی

گرافیک و صفحه‌آرایی:

احمد صدیقی

تیراژ: ۱۰۰۰

نوبت چاپ: اول-۱۴۰۴

قیمت: ۳۰۰۰۰۰ تومان

نشانی مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا: تهران، خیابان سید جمال الدین اسدآبادی
(یوسف آباد)، روبروی خیابان پنجاه و هشتم، پلاک ۴۴۳

وبسایت: WWW.SABA-PSI.IR



کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر برای

مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا محفوظ است

فهرست

دیباجه ۱۵

تحول تدریجی انقلاب بازنشستگی ۱۵

سه انسان نامعقول ۱۶

بخش اول: سنگ محک ۱۹

فصل اول: طرح‌ها و سازمان‌های بازنشستگی پیشرفته

دروازه‌ای به سرمایه‌داری‌ای کارآمدتر ۲۱

سخنرانی «دروازه‌ها» در لندن ۲۲

مهم‌یا کردن زمینه / بسترسازی / آماده کردن صحنه ۲۲

بررسی چالش‌های سرمایه‌داری قرن بیست و یکم ۲۴

طراحی نظام بازنشستگی پایدار ۲۵

سازمان‌های کارای صندوق‌های بازنشستگی ۲۶

گامی به پیش ۲۸

یک چشم‌انداز ۲۹

فصل دوم: طرح بازنشستگی برای همه: ایده خوب یا رؤیای واهی؟ ۳۱

قریب‌الوقوع بودن چالش پس‌اندازهای بازنشستگی ۳۱

- برنامه نوآورانه صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده ۳۲
- آیا ایالت‌های جداگانه می‌توانند پیش قدم شوند؟ ۳۴
- بازنشستگی در بریتانیا ۳۶
- آموزه‌هایی برای ایالات متحده و کانادا ۳۷
- فصل سوم: آیا سرمایه‌گذاری نهادی، آینده‌ای دارد؟** ۳۹
- گفت‌وگویی در توکیو ۳۹
- هزینه سرمایه‌گذاری فعال ۴۰
- شواهد جدیدی از بخش صندوق‌های بازنشستگی ۴۱
- نهادهای مالی باید چگونه سرمایه‌گذاری کنند؟ ۴۲
- از نظریه به عمل: مورد طرح بازنشستگی آموزگاران آنتاریو ۴۴
- سازمان‌های دارای سرمایه‌گذاری «آرامی» و هزینه سرمایه‌گذاری‌ها ۴۶
- رفتن از این‌جا به آن‌جا ۴۷
- فصل چهارم: سرمایه در قرن بیست‌ویکم توماس پیکتی**
- ارتباط این کتاب به مدیریت صندوق‌های بازنشستگی ۴۹
- پدیده پیکتی ۴۹
- نابرابری $R > G$ ۵۰
- قوانین حکم‌فرما بر تمرکز ثروت ۵۱
- داستان R چیست؟ ۵۲
- اهمیت صندوق‌های بازنشستگی در متن کلی جهان ۵۳
- مشارکت‌های پیکتی ۵۵
- بخش دوم: طراحی صندوق‌های بازنشستگی** ۵۷
- فصل پنجم: چرا به گفت‌وگو درباره اصلاحات بازنشستگی نیاز داریم؟** ۵۹
- بحث درباره صندوق‌های بازنشستگی در واشنگتن دی‌سی ۵۹
- کتابی تازه درباره اصلاح صندوق‌های بازنشستگی ۶۰

- ۶۱..... تغییر گفت‌وگو دربارهٔ اصلاح بازنشستگی
- ۶۲..... فرمول طراحی در خدمت هدف
- ۶۳..... عدالت بین نسلی
- ۶۵..... از این جا به کجا برویم؟
- ۶۷..... تغییر گفت‌وگو

فصل ششم: دربارهٔ منابع و مصارف طرح‌های بازنشستگی مزایای معین؛

- ۶۹..... جدا کردن واقعیت از افسانه
- ۶۹..... نیاز به خرد غیرمتعارف
- ۷۰..... قراردادهای کامل بازنشستگی
- ۷۲..... آزمون آربیتراژ بدون ریسک
- ۷۳..... مورد طرح بازنشستگی کارفرمایان بخش عمومی (PERS)
- ۷۴..... حل مسئله ترازنامه طرح پرس
- ۷۶..... تأملات بیش‌تر

فصل هفتم: تعریف طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین؛

- ۷۹..... نتایجی از یک گفت‌وگوی بین‌المللی
- ۷۹..... گفت‌وگوی بین‌المللی روتردام
- ۸۰..... رسیدگی به مسائل بفرنج کفایت امنیت توان مالی
- ۸۱..... طراحی طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین در قرن بیست‌ویکم
- ۸۲..... داستان صندوق Qsuper
- ۸۳..... داستان PFZW-PGGM
- ۸۵..... نگاهی به آینده: سه چالش قرن بیست‌ویکم

فصل هشتم: طرح‌های مزایای هدف چیستند و چرا باید به آن‌ها اهمیت بدهید؟

- ۸۷..... چرا باید به این طرح‌ها اهمیت بدهید؟
- ۸۷..... ما از کدام «مزایا» حرف می‌زنیم؟
- ۸۸..... تأمین مالی مزایا

- این طرح، کارگری را که مثال زدیم، در چه موقعیتی به حال خود رها خواهد کرد؟ ۸۹
- پاسخ یکم: طرح‌های توزیع‌ریسک مزایای هدف در سطوح تک‌کارفرما و چندکارفرما ۹۰
- پاسخ دوم: راه‌حل تجاری ۹۱
- پاسخ سوم: برنامه‌های ابتکاری دولت ۹۲
- خب، طرح‌های مزایای هدف چیستند؟ ۹۳

فصل نهم: طراحی طرح‌های بازنشتگی قرن بیست‌ویکم؛

- داریم پیشرفت می‌کنیم! ۹۵
- طراحی بازنشتگی در قرن بیست‌ویکم ۹۵
- توهم تاریخی بازده بالا ۹۶
- تأثیرات این امر برای سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، و برای طراحی طرح بازنشتگی ۹۷
- بازاندیشی درباره توزیع‌ریسک سرمایه‌گذاری ۹۸
- بازاندیشی درباره توزیع‌ریسک طول عمر ۹۹
- به‌روز کردن مدل بازنشتگی تینبرگن و کاربردهای آن ۱۰۰

بخش سوم: حکمرانی بازنشتگی ۱۰۳

فصل دهم: امروزه حکمرانی صندوق بازنشتگی چقدر اثربخش است؟

- یافته‌های پیمایشی جدید ۱۰۵
- پیمایشی جدید راجع به حکمرانی ۱۰۵
- یافته‌های پژوهش‌های پیشین راجع به حکمرانی بازنشتگی ۱۰۶
- فهم «کسری حکمرانی» در صندوق‌های بازنشتگی ۱۰۷
- توصیه‌هایی برای اقدام ۱۱۰
- توصیف پیمایش سال ۲۰۱۴ و پاسخگویان آن ۱۱۱
- یافته‌های پیمایش سال ۲۰۱۴ درباره حکمرانی ۱۱۲
- بینش‌های دیگری راجع به حکمرانی، بر اساس توضیحات پاسخگویان ۱۱۶
- ترکیب و مهارت‌های هیئت‌مدیره ۱۱۶

۱۱۷.....فرایندهای هیئت‌مدیره

۱۱۷.....جبران خدمات

۱۱۸.....مهم‌ترین نگرانی‌های باقی‌مانده راجع به حکمرانی

فصل یازدهم: تحول معنای وظیفه امانی؛

۱۱۹.....آیا هیئت‌امنای شما این اصل را رعایت می‌کند؟

هیئت‌امنای صندوق‌های بازنشستگی در تفسیر وظیفه امانی در قرن بیست‌ویکم از دادگاه‌ها

۱۲۰.....عقب افتاده‌اند

۱۲۰.....چرا حالا؟

۱۲۳.....پاسخ‌ها در سطح سازمان بازنشستگی

۱۲۴.....واکنش‌های جمعی در سطوح ملی و جهانی

۱۲۵.....انجام کار درست

فصل دوازدهم: سازمان‌های بازنشستگی و گزارش‌گری یکپارچه بهبود ارتباط با ذی‌نفعان

۱۲۷.....طرح ابتکاری <IR>

۱۲۸.....نسخه جدید چارچوب گزارش‌گری یکپارچه- اصول راهنما

۱۲۹.....نسخه جدید چارچوب گزارش‌گری یکپارچه- اجزای محتوا

۱۳۰.....صندوق بازنشستگی صنایع معدنی آفریقای جنوبی: سنتینل

۱۳۱.....عمل در مقابل نظریه

۱۳۲.....سه گام ممکن بعدی در این سفر

فصل سیزدهم: سنجش ارزش منابع هزینه‌شده: نگاهی تازه

۱۳۵.....تعریف موفقیت

۱۳۶.....سنجش ارزش منابع هزینه‌شده

۱۳۷.....نتایج ده‌ساله سرمایه‌گذاری [با رویکرد] ارزش منابع هزینه‌شده

۱۳۷.....نتایج ده‌ساله سنجش ارزش منابع هزینه‌شده

۱۳۹.....سنجش ارزش منابع هزینه‌شده در مدیریت خدمات/ مزایای عضو

۱۴۱.....سنجش ریسک و ارزش منابع هزینه‌شده برای صندوق‌های بازنشستگی

فصل چهاردهم: سنجش ارزش عوامل هزینه‌شده برای سرمایه‌گذاری در بازارهای خصوصی

- ۱۴۳ چرا سرمایه‌گذاران نیازمند پروتکل استاندارد هستند؟
- ۱۴۳ تماس بیدارباش برای صندوق‌های بازنشتی
- ۱۴۴ سنجش ارزش منابع هزینه‌شده در سرمایه‌گذاری‌های بازارهای خصوصی: یک پس‌نگری
- ۱۴۶ سنجش ارزش منابع هزینه‌شده: از پس‌نگری به پیش‌نگری
- ۱۴۷ شیوه ابتکاری و استانداردشده سنجش هزینه‌ها در مؤسسه CEM
- ۱۴۸ از این جا به کجا می‌خواهیم برسیم؟

فصل پانزدهم: صندوق‌های بازنشتی چگونه به کارکنان بخش سرمایه‌گذاری خود حقوق

- ۱۵۱ پرداخت می‌کنند؟
- مطالعه‌ای منحصربه‌فرد راجع به رویه‌های پرداخت [به کارکنان بخش] سرمایه‌گذاری صندوق
- ۱۵۱ بازنشتی
- ۱۵۳ مطالعه‌ای با چهار بخش
- ۱۵۳ ویژگی‌های صندوق
- ۱۵۵ تخصیص دارایی‌ها و ساختارهای سازمانی
- ۱۵۶ اصول جبران خدمات و محدودیت‌ها
- ۱۵۹ رویه‌های جبران خدمات
- ۱۶۵ رویه‌های محک‌زنی عملکرد سرمایه‌گذاری
- ۱۶۷ چهار بینش حاصل از یافته‌ها
- ۱۶۸ جست‌وجوی علل جبران خدمات بالا
- ۱۷۳ پنج نظر پایانی

فصل شانزدهم: باورهای سرمایه‌گذاری و طراحی سازمانی

- ۱۷۵ آیا باورهای سرمایه‌گذاری با سازمان شما همسویی دارد؟
- ۱۷۵ گفت‌وگویی جدید
- ۱۷۶ باورهای سرمایه‌گذاری
- ۱۷۷ دو هدف... دو ابزار

- ۱۷۸.....مدیریت سبد معطوف به بازده جویی
- ۱۸۰.....مدیریت سبد معطوف به تضمین پرداخت‌ها
- ۱۸۱.....پیامدهای سازمانی
- ۱۸۲.....معمای هیئت‌مدیره

فصل هفدهم: نروژ در مقابل بیل یا در مقابل کانادا؟

- ۱۸۳.....مقایسهٔ الگوهای سرمایه‌گذاری
- ۱۸۳.....فراخوان کانادا
- ۱۸۴.....سنجهای بسیار مناسب‌تر
- ۱۸۵.....الگوهای سرمایه‌گذاری رقیب
- ۱۸۶.....الگوهای سازمانی رقیب
- ۱۸۷.....کدام الگو «برنده» است؟
- ۱۸۹.....بهترین راه برای صندوق نروژ
- ۱۹۰.....نروژ باید کانادایی شود؟

فصل هجدهم: آیا در سازمان‌های بازنشستگی، فرهنگ اهمیت دارد؟

- ۱۹۳.....مسئلهٔ فرهنگ
- ۱۹۴.....فرهنگ بد، نتایج بد
- ۱۹۷.....فرهنگ خوب، نتایج خوب
- ۱۹۸.....چارچوبی زیست‌شناختی
- ۱۹۹.....مسائل فرهنگی در سازمان‌های بازنشستگی

بخش چهارم: سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی

فصل نوزدهم: آیا بازده سرمایه‌گذاری پیش‌بینی‌پذیر است؟

- ۲۰۳.....سازگاری نظریهٔ سرمایه‌گذاری با عمل
- ۲۰۵.....نظریهٔ پیش‌بینی‌پذیری بازده
- ۲۰۶.....فرضیهٔ بازارهای سازگار شوندهٔ لو

- ۲۰۸ سرمایه‌گذاران «مسابقه زیبایی» کینز
- ۲۰۹ نظریه «اتومبیل‌های بی کیفیت» آکرلف
- ۲۰۹ نهادهای سرمایه‌گذاری دارای مسئولیت امانی از نظر دراگر
- ۲۱۰ ماجراجویی امباتچیر برای پیش‌بینی بازده
- ۲۱۱ بازگشت به پرسش آغازین
- ۲۱۳ **فصل بیستم: بازده سرمایه‌گذاری در قرن بیست‌ویکم**
- ۲۱۳ بازنگری در باورهای سرمایه‌گذاری
- ۲۱۴ داستان بازارهای سرمایه
- ۲۱۵ روایت‌های متعارف راجع به سرمایه‌داری بالغ
- ۲۱۷ اجزای S&P 500: نگاهی دقیق‌تر
- ۲۲۰ قیمت‌گذاری معقول
- ۲۲۱ **فصل بیست و یکم: بلندمدت‌گرایی به مثابه پارادایم غالب سرمایه‌گذاری هنوز رخ نداده است**
- ۲۲۱ جنبشی به سوی بلندمدت‌گرایی؟
- ۲۲۲ دفاع از بلندمدت‌گرایی
- ۲۲۴ یک پیمایش
- ۲۲۵ یافته‌های پیمایش راجع به سرمایه‌گذاری بلندمدت
- **فصل بیست و دوم: سرمایه‌گذاری برای بلندمدت (۱)**
- ۲۲۹ **از سخن تا عمل**
- ۲۲۹ طرح ابتکاری متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت
- ۲۳۰ جهت‌دهی دوباره به راهبردهای سبدمایه و مدیریت در پنج حیطه اصلی
- ۲۳۱ باورهای سرمایه‌گذاری
- ۲۳۲ بیانیه اشتباهات ریسک
- ۲۳۳ فرایندهای محک‌زنی
- ۲۳۴ ارزیابی و انگیزش
- ۲۳۵ دستورالعمل سرمایه‌گذاری

از سخن تا عمل ۲۳۵

فصل: بیست و سوم: سرمایه‌گذاری برای بلندمدت (۲)

چگونه باید عملکرد را سنجید؟ ۲۳۷

سرمایه‌گذاری بلندمدت: نتایج اندازه‌گیری ۲۳۷

نشانه‌های بارز پیشرفت ۲۳۸

ارزیابی سلامت و اثربخشی سازمان‌های سرمایه‌پذیر ۲۳۸

درآمدزایی سرمایه‌گذاری به مثابه عملکرد ۲۴۰

بازده کل منابع مالی هنوز اهمیت دارد ۲۴۲

فصل بیست و چهارم: سرمایه‌گذاری برای بلندمدت (۳)

آیا سرمایه‌گذاری بلندمدت به نتایج بهتر می‌انجامد؟ ۲۴۳

پیامدهای بهتر؟ ۲۴۳

طراحی مطالعه‌ای. س. ۴۴۲

شرکت یونیفور ۲۴۶

درس‌هایی برای سازمان‌های بازنشستگی ۲۴۷

فصل بیست و پنجم: آلفاها و بتاها بی‌معنی‌اند؟

قضایای نظری از لحاظ عملی مهم ۲۵۱

سودمند کردن نظریه سبد سهام ۲۵۲

آشکار کردن «انقلاب پنهان» پیتدراکر ۲۵۲

ویژگی‌های اصلی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بازده‌جو و تضمین‌کننده پرداخت‌ها ۲۵۴

ماهیت پارادایم سرمایه‌گذاری علمی ۲۵۵

همخوانی‌ها و ناهمخوانی‌ها ۲۵۶

آلفاها و بتاها بی‌معنی‌اند؟ ۲۵۷

فصل بیست و ششم: بازنگری در مدیریت ریسک

آیا نظریه مدرن سبدسهم نیازمند ویرایش است... یا چگونه آن را به کار بندیم؟ ۲۵۹

بینش‌های نظریه مدرن سبدسهم ۲۶۰

- از نظریه تا عمل: نظریه مدرن سبد سهام چقدر مفید است؟ ۲۶۱
- تا حد امکان ساده، اما نه خیلی ساده ۲۶۲
- چه کسی در معرض ریسک است؟ ۲۶۳
- ریسک‌های پیش‌روی ما چیست؟ ۲۶۵
- توصیه‌های راهبردی برجسته و اجرای آن‌ها ۲۶۵
- فصل بیست و هفتم: از یک ناشناخته به یک شناخته؛ مدیریت ریسک تغییرات اقلیمی ۲۶۷
- مقوله‌بندی ریسک‌ها ۲۶۷
- ریسک و مدیریت صندوق‌های بازنشستگی ۲۶۸
- مطالعهٔ مرسر راجع به تغییرات اقلیمی ۲۶۹
- اکنون چه کنیم؟ ۲۷۱
- مدیریت ریسک بازنگری شده ۲۷۲
- نتیجه‌گیری ۲۷۵
- فهرست منابع ۲۷۷

انسان اگر معقول باشد، با جهان سازگار می‌شود و اگر نه،
با سماجت می‌کوشد جهان را با خودش سازگار کند. بنابراین
تمامی پیشرفت‌ها به آدم‌های نامعقول بستگی دارد.
جرج برنارد شو، انسان و ابرانسان، ۱۹۰۳

دیباچه

می‌پنداشتم که سومین کتابم دربارهٔ مدیریت نظام‌های بازنشستگی، با عنوان انقلاب بازنشستگی که در سال ۲۰۰۷ منتشر شد، آخرین کتابم خواهد بود. بیل فالون^۱ و همکارانش در دانشگاه ویلی، در کنفرانس سالانهٔ فرانکفورت در سال ۲۰۱۵، دربارهٔ کتابم ارائه‌ای داشتند و همین نظرم را عوض کرد. به شگفت آمدم که شرکت‌کنندگان کنفرانس برای خریدن کتابی دربارهٔ انقلاب در طراحی، مدیریت و سرمایه‌گذاری نظام‌های بازنشستگی، که هشت سال از انتشارش گذشته، صف کشیده بودند.

تحول تدریجی انقلاب بازنشستگی

در هشت سال گذشته، در جهان نظام‌های بازنشستگی چیزهای بسیاری رخ داده است که برخی از آن‌ها در کتابم پیش‌بینی شده بود و برخی نه. در خصوص طراحی نظام‌های بازنشستگی، قواعد سنتی مزایای معین (DB) و حق‌بیمهٔ معین (DC) همگراتر و با نظام‌های بازنشستگی جدید ترکیب شده‌اند: مانند نظام‌های بلندپروازی معین (DA)^۲ و مزایای هدف (TB)^۳. هلند و استرالیا از کشورهایی هستند که این تغییر را تجربه کردند. هلند در حال تبدیل نظام‌های سنتی DB به DA و استرالیا در حال تبدیل نظام‌های سنتی DC به TB است. هم‌زمان، در بعضی کشورها، با تدابیر ابتکاری دولت، پوشش بازنشستگی در حال گسترش است. بریتانیا با برنامهٔ صندوق پس‌انداز اشتغال ملی (NEST) پیش‌گام است. ایالات متحده و کانادا برای گسترش پوشش بازنشستگی محل کار^۴، در حال طراحی راهبردهای خود هستند.

1. Bill Falloon

2. defined-ambition (DA)

3. target benefit (TB)

4. Workplace pension

در مورد حاکمیت بازنشتی، برای هیئت‌های امنایی که قرار است هم خصلت نمایندگی را حفظ کنند و هم به طور راهبردی تصمیم بگیرند، فرایند سازگار کردن نیازهای متناقض، همچنان به‌آهستگی در مسیر درست پیش می‌رود. در واقع، با مسئله «یا این-یا آن» روبه‌رو نیستیم، بلکه بحث دربارهٔ این است که چگونه هردو را داشته باشیم. چرا هردو؟ زیرا اگر هیئت‌امنای صندوق‌های بازنشتی مشروعیت نداشته باشند، امین هم نیستند، و در عین حال اگر رویکرد راهبردی نداشته باشند، نمی‌توانند برای ذی‌نفعان خویش نتایج ارزنده به بار بیاورند. این طرزفکر راهبردی به مسائل دشواری، مانند طراحی سازمانی و فرهنگ سازمانی، باورهای سرمایه‌گذاری^۱، انگیزه‌ها، و روابط با ذی‌نفعان و اقدام به ارتباط با آنان، رسیدگی می‌کند. این ضرورت‌های حکمرانی ظاهر قضیه‌اند و مسئله کلی‌تر، استقلال سازمانی است. امروزه این نگاه رایج شده که محدودیت‌های قانونی غیرضروری، ارزش منابع هزینه‌شده^۲ در سازمان‌های بازنشتی را تباه می‌کند. سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشتی که مسیری رو به بهبود را پیموده بود، اکنون با آزمون دوباره باورهای سرمایه‌گذاری مواجه است. شواهد فزاینده‌ای در دست است که نشان می‌دهد رهبران صندوق‌های بازنشتی در جهان، دارند شغل خود را به جای مدیریت پس‌اندازهای بازنشتی، سرمایه‌داری‌ای سودآفرین می‌بینند. در این امر شماری از عوامل نقش بازی می‌کنند: نخست این واقعیت ساده که دستیابی به یک بازده مناسب برای سرمایه‌گذاری روزبه‌روز دشوارتر می‌شود؛ دوم این که فهم بیش‌تری از این واقعیت به دست آمده است که مدیریت فعالانه در بازهٔ کوتاه‌مدت، یک بازی با حاصل جمع صفر^۳ است؛ سوم این که شواهد تجربی و منطقی از این ایده پشتیبانی می‌کنند که مدیریت فعالانه در بلندمدت، نسبت به مدیریت انفعالی یا مدیریت فعالانه در کوتاه‌مدت، باید بتواند بازده‌های بلندمدت بیش‌تری ایجاد کند و واقعاً نیز همین‌طور است. اما از سخن تا عمل راه بسیار است. برای بسیاری از سازمان‌های بازنشتی، هنوز فاصلهٔ بسیاری میان خواسته‌ها و اقدامات وجود دارد.

سه انسان نامعقول

آن لحظه در کنفرانس فرانکفورت، فهمیدم که تحولات مهم هشت‌ساله در طراحی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری نظام‌های بازنشتی باید به روشی یکپارچه و منسجم، به طور تاریخی شرح داده شود و برای پرداختن به این موضوع در جای مناسبی بودم. اما نمی‌خواستم این کار را به‌تنهایی انجام دهم. در این کنفرانس، از سه

-
1. investment beliefs
 2. value-for-money
 3. zero-sum

انسان «نامعقول»، به اندازه کافی، بینش و الهام مورد نیاز را دریافت کردم؛ همان که جرج برنارد شاو می گوید: «... تمامی پیشرفت‌ها به انسان نامعقول بستگی دارد...»

اصل دو هدف/ دو ابزار جان تینبرگن^۱، برنده هلدی جایزه نوبل، راهی برای برون رفت از معضلی دوگانه و بلندمدت در طراحی نظام‌های بازنشستگی ارائه می کند؛ معضل توان مالی-امنیت. دستیابی به هر دو هدف مستلزم دو ابزار است، نه یک ابزار. پیتر دراگر^۲، که پدر اصول و روش‌های مدیریت مدرن است، می گوید سازمان‌های بازنشستگی از اصول حکمرانی مؤثر مستثنا نیستند. حکمرانی ناکارآمد نتایج ضعیفی برای ذی‌نفعان سازمان‌های بازنشستگی در پی خواهد داشت. تأثیرگذارترین اقتصاددان قرن بیستم، جان مینارد کینز^۳، به وضوح میان سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت غیرکارکردی «مسابقه زیبایی»^۴ و فرایندهای بلندمدت و ثروت‌آفرین تمایز قائل می‌شود. برخلاف انتظار، هنوز بسیاری از گردانندگان سازمان‌های بازنشستگی، اولی را به دومی ترجیح می‌دهند. در فصل بیست‌وهفتم این کتاب، بارها با این سه انسان «نامعقول» و ایده‌های آن‌ها برخورد خواهید کرد.

افراد «نامعقول» دیگری نیز هستند که در این کتاب از ایده‌ها و عملکردهای آنان استفاده شده و شایسته ذکرند. اندیشه‌های من راجع به طراحی نظام‌ها و سازمان‌های بازنشستگی، کاملاً به بینش «اطلاعات نامتقارن» جرج آکرلوف^۵ و نظریه چرخه زندگی [در حوزه] امور مالی شخصی^۶ رابرت مرتون^۷ و پال ساموئلسون^۸ مدیون است که همگی از برندگان جایزه نوبل‌اند. همچنین کتاب رئیس پیشین دانشکده مدیریت راتمن (دانشگاه تورنتو)، راجر مارتین^۹، که درباره تفکر جامع‌نگر^{۱۰} و راه‌حل‌های خلاقانه برای ایده‌های متناقض

1. Jan Tinbergen

2. Peter Drucker

3. John Maynard Keynes

۴. beauty contes: کینز در کتاب نظریه جامع اشتغال، بهره و پول تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران درباره گزینه‌های خرید/فروش سهام در بازار سرمایه را با تصمیم‌گیری کسانی مقایسه می‌کند که در مسابقه‌ای فرضی شرکت می‌کنند تا زیباترین چهره را از میان تصویر چهره‌های منتشر شده در یک روزنامه انتخاب کنند. برنده از میان کسانی انتخاب می‌شود که چهره دارنده بیش‌ترین امتیاز را برگزیده باشند. شرکت‌کنندگان در این مسابقه باید با بر اساس سلیقه خود انتخاب کنند، یا حدس بزنند که دیگران چه انتخابی خواهند داشت و بر اساس آن انتخاب کنند. اما با توجه به تنوع سلیقه‌ها راه سومی نیز هست: داشتن برآوردی منطقی از سلیقه میانگین شرکت‌کنندگان. یعنی اگر همه شرکت‌کنندگان روش سوم را برگزینند، هریک «سهام خود را نه بر اساس قیمت ذاتی آن، بلکه بر اساس ارزیابی سایر فعالان بازار سرمایه از آن سهم و پیش‌بینی سایر فعالان درباره قیمت و روند آینده سهم انتخاب می‌کنند». به این ترتیب قیمت در بازار سهام، بر اساس برداشت‌ها و راهبردهای بازیگران، همیشه نوسان دارد. - م.

5. George Akerlof

6. life-cycle theory of personal finance

7. Robert Merton

8. Paul Samuelson

9. Roger Martin

10. integrative thinking

است، نقشی اساسی در ساختار و سبک این کتاب داشته است. بسیاری دیگر، شامل همکاران، مشتریان، خانواده و دوستانم، به یک یا چند طریق، در این کتاب مشارکت داشته‌اند. من از تمامی آن‌ها سپاسگزارم، اما فقط نام دو تن را می‌برم: همسر و همراهم، ویرجینیا آتکین^۱، یک بار دیگر برای نگارش کتاب تشویق‌ها و الهام‌بخشی‌ها داشت و از رنج نگارش این اثر کاست؛ ویراستارم، کریستینا وریگن^۲، با مهارت نسخه اولیه کتاب را به این نسخه نهایی بسیار بهبودیافته بدل کرد.

کیت پی امباخچیر - تورنتو، کانادا
ژانویه ۲۰۱۶

بخش اول

سنگ محک

معنای تحت اللفظی: سنگی که برای آزمودن کیفیت فلزات
گرانبها استفاده می شود.

معنای استعاری: آزمودن برای ارزیابی ارزش و شایستگی یک
ایده یا ادعا.

اقتباس از فرهنگ لغت انگلیسی آکسفورد

فصل اول

طرح‌ها و سازمان‌های بازنشستگی پیشرفته دروازه‌ای به سرمایه‌داری‌ای کارآمدتر

«... با جدایی مالکیت از مدیریت که امروزه متداول شده است... و با توسعه بازارهای سازمان‌یافته سرمایه... عاملی جدید و پراهمیت ظهور کرده است... که گاه سرمایه‌گذاری را تسهیل... اما گاه بی‌ثباتی این سیستم را بسیار تشدید می‌کند...»

«... ممکن است فرض شود که رقابت بین حرفه‌ای‌های متخصص... ممکن است بوالهوسی‌های افراد نادانی را که به حال خود رها شده‌اند رفع کند... در غیر این صورت، انرژی و مهارت آنان به کار گرفته می‌شود... عمدتاً به شکل پیش‌بینی تغییرات ارزیابی‌های متعارف در کوتاه‌مدت...»

«... میزان موفقیت وال‌استریت... به مثابه نهادی که هدف شایسته اجتماعی‌اش هدایت سرمایه‌گذاری‌های جدید به کانال‌های سودآور برحسب بازده آینده است... اگر درست بیندارم که در عمل، ماهرترین فعالان این بازار سرگرم کار دیگری هستند... نمی‌توان وال‌استریت را یکی از پیروزی‌های برجسته سرمایه‌داری لسه‌فر^۱ دانست...»

گزیده‌هایی از کتاب نظریه جامع اشتغال، بهره و پول^۲ (۱۹۳۶)،

جان مینارد کینز^۳، فصل ۱۲

1. laissez-faire capitalism

2. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*

3. John Maynard Keynes

سخنرانی «دروازه‌ها» در لندن

چند وقت پیش، مؤسسه شیر اکشن^۱ مرا برای سخنرانی در پارلمان دعوت کرد. این فرصتی بود تا بینش‌های کینز دربارهٔ سرمایه‌گذاری ساختگی^۲ و سرمایه‌داری کارآمد^۳، بینش‌های دراگر دربارهٔ نقش ویژهٔ پس‌اندازهای بازنشتی در شکل‌دهی به سرمایه‌داری و بینش‌های تینبرگن دربارهٔ تنظیم ابزارها و اهداف سازمان‌های بازنشتی در قرن بیست‌ویکم را معرفی کنم. بینش‌های یادشده به این نتیجهٔ انتقادی می‌انجامد که صندوق‌های بازنشتی با بیش از ۳۰ تریلیون دلار، با فاصله [از دیگر بخش‌های اقتصاد] بزرگ‌ترین بخش سرمایه‌گذار است که وظیفهٔ امانی سرمایه‌گذاری بین‌نسلی را بر عهده دارد. بنابراین صندوق بازنشتی بخش نهادینه و پیشگام سرمایه‌گذاری است که انگیزه‌ای روشن دارد تا به بیان کینز، «سرمایه‌های جدید را از لحاظ بازده آینده، به سودآورترین راه‌ها هدایت کند».

در سخنرانی «دروازه‌ها»، تندبادهای مخالفی شناسایی شدند که [از پیش رفتن کشتی] سرمایه‌داری امروزی ممانعت می‌کنند: سالمندی جمعیت، محدودیت‌های فیزیکی رشد [اقتصادی]، حباب‌ها و بحران‌های مالی، شکاف فزایندهٔ فقیر-غنی، و تداوم [مسئله] تضاد منافع مدیران و صاحبان شرکت‌ها. همچنین طرح‌های سنتی مزایای معین (DB) و حق بیمهٔ معین (DC)، هر دو تعدیل شده‌اند و در مقابل، صندوق‌های بازنشتی همان نقش خردمندانه‌ای را که دوست داریم، در سرمایه‌گذاری بین‌نسلی بازی می‌کنند. قابلیت آن‌ها در ایفای این نقش را، بیش‌تر حکمرانی و ساختارهای سازمانی معمولاً ضعیف این صندوق‌ها مختل می‌کند. خبر خوب این که هیچ نیازی به اختراع نظام بازنشتی بهتر یا ساختار سازمانی قوی‌تر نداریم، زیرا به لطف منطق و پژوهش، الگوی مناسب را شناخته‌ایم. افزون بر این، در جهان واقعی نیز می‌توان مواردی عملی از الگوهای مناسب نظام بازنشتی و ساختار سازمانی یافت. چالش مشترک ما این است که رواج یافتن این الگوهای بهتر را در سراسر جهان شتاب ببخشیم. سرانجام، این پرسش باقی می‌ماند که چرا پیترو دراگر خواهان رهبری اثربخش [در صندوق‌های بازنشتی] بود.

مهیا کردن زمینه / بستر سازی / آماده کردن صحنه

سخنرانی دروازه‌ها چهار بخش داشت:

۱. نگاهی اجمالی به سرمایه‌داری چهارصدساله؛

1. ShareAction organization

2. faux capitalism

3. functional capitalism

۲. ارزیابی‌ای اجمالی از چالش‌های پیش‌روی سرمایه‌داری در قرن بیست‌ویکم؛
 ۳. نقشی که صندوق‌های بازنشستگی در رسیدگی به این چالش‌ها باید ایفا کنند و نقشی که می‌توانند ایفا کنند؛
 ۴. واداشتن صندوق‌های بازنشستگی به این که عملاً چنین نقشی را در مقیاسی بزرگ ایفا کنند.
- سرمایه‌داری نظامی اقتصادی است که در آن وسایل تولید به طور خصوصی تملک می‌شود و به هدف کسب سود، معمولاً در بازاری رقابتی، به کار گرفته می‌شود. بسیاری، کمپانی هلندی هند شرقی^۱ را که در سال ۱۶۰۲ تأسیس شد، نخستین نوع شرکت مدرن^۲ می‌دانند [که دارای شخصیت حقوقی است]. البته شرکت مدرن دارای این ویژگی‌ها نیز هست: مسئولیت محدود سهامداران و امکان خرید و فروش سهم‌هایشان در بورس سهام. به هر روی، این انقلاب صنعتی قرن نوزدهم بود که سرمایه‌داری را به نظام اقتصادی مسلط بدل کرد که تا امروز نیز مسلط باقی مانده است.
- در ابتدا، در این نظام، مالکان بزرگ، نه سازمان‌ها، بلکه افراد قدرتمندی مانند کارنگی^۳، راکفلر^۴، گتی^۵، واندربیل^۶، فورد^۷ و جی‌پی مورگان^۸ بودند. با درگذشت آن‌ها و پس از تجربه‌های آسیب‌زای جنگ جهانی اول، رکود بزرگ، جنگ جهانی دوم و پرده آهنین^۹، شاهد تولد «سرمایه‌داری نهادی» بودیم که در آن شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^{۱۰} و صندوق‌های بازنشستگی به مالک اصلی وسایل تولید بدل می‌شدند.
- پیش از آن که بیماری‌های نسخه‌امروزی سرمایه‌داری را شناسایی و درباره درمان‌های ممکن بحث کنیم، باید لحظه‌ای در نقش اساسی نظام سرمایه‌داری در تبدیل جوامع هنوز کشاورزی‌مانده قرن هجدهم به جوامع پسا صنعتی جهان توسعه‌یافته‌امروزی درنگ کنیم. فقط به عنوان یکی از نشانه‌های این دگرگونی عظیم، می‌توان به تولید ناخالص داخلی سرانه جهان اشاره کرد که از سال ۱۰۰۰ تا ۱۸۰۰، در هفتاد کشور
-
۱. Dutch East Indies
 ۲. modern corporation
 ۳. Carnegie
 ۴. Rockefeller
 ۵. Getty
 ۶. Vanderbilt
 ۷. Ford
 ۸. JP Morgan
 ۹. Iron Curtain: به مرزکشی سراسر اروپا اشاره دارد که کشورهای غیر کمونیست عضو پیمان ناتو و کشورهای کمونیست عضو پیمان ورشو را از هم جدا می‌کرد. - م.
 ۱۰. mutual funds: صندوق‌های مالی که سهام شرکت‌های دیگر را می‌خرند. - م.

فقط حدود ۵۰ درصد رشد کرد، اما در کشورهای توسعه‌یافته در دو قرن نوزدهم و بیستم ۲۰۰۰ درصد رشد داشت، درحالی که در همین زمان، کاهش شدیدی در ساعات کار رخ داد و کار اجباری کودکان و سالمندان پایان یافت^[۱].

بررسی چالش‌های سرمایه‌داری قرن بیستم و یکم

با ورود به قرن بیستم و یکم، بسیاری از ما با اندوه می‌دانیم که سرمایه‌داری با معضلات عظیمی روبه‌روست. برای مثال:

- محدودیت‌های فیزیکی بر سر راه تداوم رشد اقتصادی؛ مانند نشر گاز کربن، آلودگی، مصرف آب و تولید غذا؛
- سالمندی جمعیت و چشم‌انداز رشد اقتصادی بسیار اندک کشورهای توسعه‌یافته؛
- این که تمامی رأی‌دهندگان یا واحدهای خانوادگی منفرد ترجیح می‌دهند خدمات عمومی و استانداردهای زندگی خصوصی را به جای مالیات‌ها و درآمدهای جاری، از طریق استقراض حفظ کنند یا بهبود ببخشند؛
- رخ دادن پی‌درپی حباب و بحران در بازارهای مالی؛
- وجود یک شکاف اجتماعی در حال رشد، از نوع بایدنباید؛ هم در ذهن و هم در واقعیت؛
- تداوم مسئله رفع تضاد منافع مدیران و صاحبان شرکت‌ها^[۲].

پرسشی که پیش می‌آید این است که صندوق‌های بازنشتی جهان با این حجم از سرمایه، برای بهبود این معضلات چه کاری می‌توانند بکنند، درحالی که هم‌زمان باید در حال برآوردن مسئولیت پرداخت مزایای بازنشتی به هزاران میلیون مستمری‌بگیر باشند.

باور دارم که می‌توانیم سرمایه‌داری را در مسیری به پیش ببریم که نسبت به وضعیت کنونی، ثروت‌آفرین‌تر، پایدارتر، کم‌تر بحران‌خیز و مشروعرتر باشد. چرا در این میان صندوق‌های بازنشتی منحصر به فرد هستند؟ زیرا آن‌ها تنها بخش سرمایه‌گذار جهانی‌اند که دارای وظیفه‌امانی سرمایه‌گذاری بین‌نسلی است. صندوق‌های بازنشتی در تعیین راهبردهای سرمایه‌گذاری خود موظف‌اند بین نیازهای مالی مستمری‌بگیران کنونی و نیازهای مالی کارگران جوانی که سی، چهل و حتی پنجاه سال بعد بازنشته می‌شوند توازن ایجاد کنند. این گذار به صندوق بازنشتی [در خدمت] سرمایه‌داری به دو دلیل آسان نخواهد بود: یکی این که مستلزم بازطراحی نظام‌های بازنشتی است، به طوری که خود این نظام‌ها پایدارتر شوند و عدالت

بین نسلی را رعایت کنند، و دیگری این که مستلزم بازطراحی سازمانی صندوق های بازنشستگی است، به طوری که خود این سازمان ها اثربخش تر شوند و از این رو مدیران مولدی برای پس اندازهای کارگران جوان و بازنشسته ها باشند. این دو پیش شرط حیاتی اند و تحقق آنها تلاش بسیاری می طلبد.

طراحی نظام بازنشستگی پایدار

طراحی هر دو نوع سنتی بازنشستگی، یعنی حق بیمه معین و مزایای معین، با معضلاتی روبه روست: **طرح های حق بیمه معین** بار تصمیم گیری درباره نرخ حق بیمه و سرمایه گذاری را بر دوش مشارکت کنندگانی می گذارد که نمی توانند و نمی خواهند بار تصمیم گیری را متحمل شوند. همچنین به طراحی فاز برداشت دارایی^۱ در پساشغال چنان که باید فکر نشده است. در نتیجه سرمایه گذاری طرح های حق بیمه معین نامتمرکز باقی مانده است و پیامدهای مالی دوره پساشغال نااطمینانی بالایی داشته و دارند. بنابراین اثربخشی و پایداری این الگوی فردگرایانه بازنشستگی با تردیدهایی اساسی روبه روست.

طرح های مزایای معین درآمد و هزینه جوان و پیر را با هم حساب می کند و با نادیده گرفتن واقعیت، فرض می کند که توان تحمل ریسک در آنها یکسان است و [وضعیت] حقوق مالکیت هر دو گروه روشن است. این فرضیه های غیرواقع گرا پیامدهای جدی ای داشته است. در طول دهه گذشته، مفروضات زیاده خواه درباره بازده^۲ و ریسک پذیری^۳، به همراه کاهش ارزش دارایی ها، کاهش نرخ بهره و وخیم شدن شرایط جمعیتی، موجب کسری ترازنامه بسیاری از طرح های مزایای معین شده است. واکنش های متفاوتی به این وضعیت رخ داده است که در طیفی از عدم ریسک پذیری تا پذیرش ریسک های حداکثری قرار دارند.

خوشبختانه توافق فزاینده ای درباره کاستی های این دو نوع طرح بیمه ای سنتی و مسائلی که این طرح ها برای مشارکت کنندگان خود به دنبال داشته و خواهند داشت، در حال پیدایش است. همچنین در آغاز توافقی راجع به راهکارهای رفع کاستی های طراحی این طرح های بیمه ای هستیم.

اقتصاددان هلندی، جان تینبرگن، نخستین جایزه نوبل اقتصاد را برای این ایده به دست آورد که تعداد هدف های هر سیاست گذاری ای باید با تعداد ابزارهای آن تطبیق داشته باشد. این گزاره کاربرد مستقیمی در

۱. asset decumulation: در طرح های حق بیمه معین، در مرحله ای، از مشارکت کنندگان حق بیمه دریافت می شود؛ یعنی پول فرد در حال انباشت است، که به آن فاز accumulation (انباشت) گفته می شود، مرحله ای که مشارکت کنندگان مستمری دریافت می کنند decumulation است که به «برداشت» ترجمه شد. - م.

2. aggressive return assumptions

3. risk-taking

طراحی نظام‌های بازنشتی دارد. نظام‌های بازنشتی دو هدف دارند:

- فراهم کردن توان مالی برای کارگران بیمه‌شده (و کارفرماهایشان)؛
- اطمینان از تداوم پرداختی‌ها به مستمری‌بگیران.

بنابراین برآورده کردن نیازهای این مشارکت‌کنندگان به دو ابزار نیازمند است: ابزار نخست، استفاده از بهره مرکب^۱ بلندمدت برای تحقق هدف شماره ۱؛ و ابزار دوم، توازن دارایی - بدهی برای تحقق هدف شماره ۲. منطقاً کارگران جوان‌تر استفاده از ابزار نخست را ترجیح خواهند داد و مستمری‌بگیران ابزار دوم را. مشارکت‌کنندگان در این طرح‌های بیمه‌ای، در طول زندگی کاری خویش به تدریج به جای ترجیح ابزار نخست، به دومی گرایش پیدا می‌کنند. به هر روی، هنوز در مقابل کاربست مدل «دو هدف-دو ابزار» در صندوق‌های بازنشتی مقاومت بسیاری وجود دارد. برخی بیش‌تر به دلایل هیجانی از مدل‌های مزایای معین دفاع می‌کنند تا دلایل عقلانی؛ برخی نیز هنوز از فلسفه «مسئولیت با خریدار است» طرح‌های حق بیمه معین دفاع می‌کنند، زیرا منفعت آن‌ها در همین دفاع است.

اجازه دهید در نتیجه‌گیری از مطالب پیش گفته، با صراحت بگویم که چرا طراحی بازنشتی بر اساس اصل دو هدف-دو ابزار، در قابلیت صندوق‌های بازنشتی برای شکلی تازه بخشیدن به نظام سرمایه‌گذاری تأثیری حیاتی دارد. صندوق‌های بازنشتی بدون این که مشروعیت داشته باشند، به‌خوبی مدیریت شوند، به‌شدت متمرکز باشند و از ابزارهای بلندمدت بهره مرکب استفاده کنند، نمی‌توانند نقش سرمایه‌گذار بین‌نسلی خردمند را که برای ایفای همین نقش ایجادشان کرده‌ایم، بازی کنند.

سازمان‌های کارای صندوق‌های بازنشتی

برای بدل ساختن صندوق‌های بازنشتی به شکل کارکردی‌تری از سرمایه‌داری، ابزارهای سرمایه‌گذاری یادشده، شرط لازم‌اند، اما کافی نیستند. به چیز دیگری نیز نیاز هست؛ باید سازمان‌های بازنشتی هم وجود داشته باشند تا دو ابزار عملی مورد نیاز را ایجاد و مدیریت کنند. باز هم خوشبختانه، می‌دانیم که چنین سازمان‌هایی چه ویژگی‌هایی دارند. پنج عامل، این سازمان‌ها را به موفقیت می‌رساند:

- منافع همسو با مشارکت‌کنندگان در طرح‌های بازنشتی؛
- حکمرانی قوی؛

۱. return compound: در بهره مرکب، میزان سود سرمایه‌گذاری‌ها هربار به اصل سرمایه افزوده می‌شود و از خود بهره حاصل شده نیز بهره به دست می‌آید. - م.

- باور به سرمایه‌گذاری معقول؛
 - بزرگی متناسب این سازمان‌ها؛
 - جبران خدمت رقابتی^۱.
- متأسفانه در جهان واقعی تعداد انگشت‌شماری از سازمان‌های بازنشت‌گویی وجود دارند که در هر پنج مورد بالا به‌خوبی عمل می‌کنند. به جای آن:
- اغلب سازمان‌های بازنشت‌گویی در اجرای مأموریت‌های خویش، چندین سطح از کارگزاران را استخدام می‌کنند. هرچه چنین استخدام‌هایی بیش‌تر باشد، احتمال رخ دادن مسئله کارفرما-کارگزار هم بیش‌تر می‌شود و این امر به زیان بیمه‌شده‌ها تمام می‌شود.
 - یک هیئت‌امانی آرمانی مشتاق است دلیل این امر را کشف کند و همچنین تمایز میان اهداف وظایف حکمرانی و وظایف اجرایی را در حیطه مدیریت بازنشت‌گویی درک کند. در عمل، اغلب هیئت‌امناهای صندوق‌های بازنشت‌گویی به کشف دلایل مشتاق‌اند، تعداد کمی از آن‌ها تمایز یادشده را درک می‌کنند.
 - شیوه‌های رایج سرمایه‌گذاری به بسیاری از صندوق‌های بازنشت‌گویی تلقین می‌کند که رفتار سرمایه‌گذاری معقولی نداشته باشند. جان مینارد کینز در سال ۱۹۳۶ به تمایز میان شیوه سرمایه‌گذاری «مسابقه زیبایی» که دارای افق دید کوتاه‌مدت است و شیوه سرمایه‌گذاری صحیح دارای افق دید بلندمدت و ثروت‌آفرین اشاره می‌کند. امروز هنوز هم شیوه اشتباه نخست تداوم دارد و می‌رود که بر شیوه دوم چیره شود^[۳].
 - سازمان‌های بازنشت‌گویی اثربخش، برای تأمین مالی موفقیت‌آمیز منابع ضروری و کاهش هزینه‌های واحد، نیازمند یک مقیاس‌اند. با وجود این، برای دستیابی به هریک از این دو عامل موفقیت، منابع کلان [مورد استفاده این سازمان‌ها] هنوز هم ناچیز به نظر می‌رسد.
 - راهبردهای سرمایه‌گذاری صحیح دارای افق دید بلندمدت و ثروت‌آفرین مستلزم پروردن مدیران سرمایه‌گذاری خاصی است که در سازمان‌های بازنشت‌گویی کار کنند. هنوز، به دلیل هزینه بالای پرورش چنین متخصصانی، صندوق‌های بازنشت‌گویی متخصص‌های گران‌قیمت‌تری از خارج از خود این سازمان‌ها استخدام می‌کنند. چرا؟ چون می‌توان از هزینه گزاف استخدام آنان، با گزارش‌هایشان به ذی‌نفعان، مبنی بر سود خالص صندوق، چشم‌پوشی کرد.

باز هم اجازه بدهید که در نتیجه‌گیری صریح باشم. بدون پیدایش و مشروعیت یافتن سازمان‌های بازنشتی که بخواهند و بتوانند سرمایه‌گذاری صحیح ثروت‌آفرین و دارای افق دید بلندمدت را عملی کنند، این سازمان‌ها نمی‌توانند نقش سرمایه‌گذار بین‌نسلی خردمند را که برای همین ایجادشان کرده‌ایم، بازی کنند.

گامی به پیش

در جهان افراد بسیاری در حال کار پرتلاش بر روی پروژه صندوق‌های بازنشتی‌اند. یکی از آن‌ها مؤسسه شیر اکشن^۱ است. پژوهش‌های منتشرشده، کارزارهای حمایتی و راهبردهای درگیرانه این سازمان بر تصمیم‌گیران، صاحب‌منصبان برگزیده، تنظیم‌گران، هیئت‌امنان صندوق‌های بازنشتی، مدیران کسب‌وکارها و مدیران سرمایه‌گذاری در بریتانیا تأثیر محسوس گذاشته و این فهم را جا انداخته است که پس‌اندازهای بازنشتی نباید بر اساس ملاحظات سوددهی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری شوند؛ در عوض باید سرمایه‌گذاری‌هایی با افق دید بلندمدت و معطوف به پتانسیل‌های ثروت‌آفرینی پایدار آینده باشند.

مؤسسه شیر اکشن در این مطالبه تنها نیست. برای نمونه، پروژه اصولی برای سرمایه‌گذاری مسئولانه^۲ در حال جهانی کردن جنبش سرمایه‌گذاری مسئولانه است. همچنین پروژه مرکز بین‌المللی مدیریت بازنشتی راتمن^۳ در حال مستندسازی عوامل مؤثر در پایداری نظام‌های بازنشتی و اثربخشی سازمان‌های بازنشتی، و ترجمه این یافته‌ها به راهبردهای عملی است. نمونه‌های بیش‌تری نیز قابل ذکرند.

به رغم این‌ها، بر این باورم که زمان آن فرا رسیده است که پروژه دگردیسی صندوق بازنشتی را یک گام به پیش ببریم. باید با یک گام سریع‌تر، راهبردهای روشنی برای حرکت از سخن به عمل تدوین کنیم. با این هدف، در حیطه طراحی نظام‌های بازنشتی، کشور هلند مرگ طرح‌های سنتی مزایای معین را آشکارا پذیرفته است، اما نه به این معنا که به سوی طرح‌های سنتی حق بیمه معین حرکت کرده باشد. کشور استرالیا نیز آشکارا پذیرفته است که طرح‌های سنتی حق بیمه معین باید با اضافه شدن «مقرری سالانه مادام‌العمر»^۴ تکمیل شوند. کاوش‌های جدیدی برای کشف راه‌سومی میان طرح‌های سنتی مزایای معین و حق بیمه معین در راه‌اند و می‌دانم که راه‌های بهتر یافته و اجرا خواهند شد.

در حیطه مستمری‌پردازی، همکارم، دیوید بیٹی^۵، از راهبرد «سنجش، انتشار، تجلیل» دفاع می‌کند:

1. ShareAction
2. Principles for Responsible Investing (PRI)
3. The Rotman International Centre for Pension Management (ICPM)
4. Income-for-life
5. David Beatty

سنجش آنچه باید مدیریت شود، انتشار گسترده نتایج و تجلیل از سیاست‌گذاری‌های موفق. دو نمونه کوتاه از این راهبرد:

- مؤسسه محک‌زنی CEM^۱ اثربخشی هزینه‌های سازمان‌های بازنشتی را از سال ۱۹۹۱ اندازه‌گیری کرده است. این پژوهش با استفاده از چند پایگاه داده، اعتبار مدل «پنج عامل موفقیت» را [که پیش‌تر شرح دادیم] تأیید کرده است^[۴].
- طرح بازنشتی آموزگاران آنتاریو^۲ که در اواخر دهه ۱۹۸۰ طراحی شده بود و در سال ۱۹۹۱ آغاز به کار کرد، کاملاً بر اساس پنج عامل موفقیت مورد نظر پیتر دراگر عمل کرده است. طی بیست سال، سرمایه‌انباشت و مدیریت صندوق به رکوردهایی دست یافت که در جهان هم‌تا نداشت. این که رشد سایر نهادهای بزرگ بازنشتی، هم در کانادا و هم در جاهای دیگر، با کاربست همین فرمول دارد شتاب می‌گیرد، امیدبخش است^[۵].

یک چشم‌انداز

تصور کنید که کارگران در گوشه‌وکنار جهان تحت پوشش مقررات بازنشتی‌ای باشند که با نرخ مناسب و قابل پرداخت حق بیمه، دریافت مستمری را تضمین می‌کند. فرض کنید که ده‌ها تریلیون دلار^۱ انباشته در این صندوق^۲ را هزاران سازمان بازنشتی مبتنی بر «پنج عامل موفقیت»، به شیوه‌ای درست و ثروت‌آفرین و با افق دید بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌کنند. از دید من، اگر بتوانیم به این چشم‌انداز برسیم، نه تنها جریان‌های درآمدی پایداری برای میلیون‌ها مستمری‌بگیر حال و آینده خلق کرده‌ایم، بلکه همچنین در پیش چشم مخالفان، «بادهای مخالفی» را [که بر بادبان کشتی] سرمایه‌داری [می‌وزند]، به باد موافق ثروت‌آفرین، کم‌تر مستعد ایجاد حباب‌ها و بحران‌های مالی تجربه‌شده در دهه گذشته، و دارای مشروعیت بیش‌تر بدل می‌کنیم.

1. benchmarking

2. Ontario Teachers' Pension Plan

فصل دوم

طرح بازنشستگی برای همه: ایده خوب یا رؤیای واهی؟

«خرسندیم که سناتور تام هارکین^۱، ایده جاه طلبانه‌اش درباره
[ایجاد] یک نظام بازنشستگی فراگیر را دنبال کند؛ نظامی که
بدهی‌های ملی را به شیوه‌ای پیش می‌برد که امنیت بازنشستگی
را بهبود بخشد...»

از مقاله مستمری‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها^۲، ۳ فوریه ۲۰۱۴

قریب‌الوقوع بودن چالش پس‌اندازهای بازنشستگی

طی زنجیره‌ای از همکاری‌ها و نادیده‌انگاری‌های بخش خصوصی و بخش سیاسی در طول چند دهه، امروزه اکثریت کارگران بخش خصوصی در ایالات متحده، کانادا و بریتانیا، در طرح‌های بازنشستگی محل کار مشارکت نمی‌کنند. مطالعات بسیاری در تمامی این کشورها نشان داده‌اند که در نتیجه این شرایط، استانداردهای زندگی بخش زیادی از این کارگران و خانواده‌هایشان در دوره پسااشتغال رو به زوال است. این پیش‌بینی، برای سیاست عمومی مسئله‌ای ژرف است. در هر صورت، دولت‌های کشورهای یادشده در خصوص این چالش قریب‌الوقوع چه کار باید کنند؟ اجماعی میان تمام آن‌ها دارد شکل می‌گیرد که دست به کاری نزدن، دیگر گزینه‌ای قابل دفاع نیست. اما چه باید کرد؟ فصل حاضر به همین پرسش می‌پردازد:

1. Senator Tom Harkin

2. *Pensions & Investments*

خلاصه‌ای کوتاه و به‌روز از مباحث مربوط به اصلاحات بازنشستگی در هریک از این کشورها به دست می‌دهد؛ راه‌حل‌هایی را مستند می‌کند که به شکل عجیبی مشابه‌اند؛ و درباره شکاف‌های ماندگار میان نیت و عمل، پرسش‌هایی را پیش می‌کشد.

برنامه نوآورانه صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده

جمله نقل‌شده سناتور هارکین درباره قانون صندوق‌های بازنشستگی که در ابتدای فصل آمد، غافلگیری خوشایندی بود. به تعبیر مقاله مستمری‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها، «طرح هارکین، به رغم برخی موانع، به دنبال آغازی مناسب است».^[۶] صنعت خدمات مالی آمریکا، در تاریخ خود، به‌شدت از حیاط‌خلوتش در مقابل هر برنامه نوآورانه دولت که بخواهد در آن سرک بکشد، دفاع کرده است. آیا این صنعت به نوع‌دوستی گراییده است؟ یا برنامه هارکین را تهدیدی برای منافع مالی خویش نمی‌بیند؟ به‌راستی این پرسش‌ها فریب‌آمیزند. در این قانون بازنشستگی پیشنهادی، برای ویژگی‌های جهان‌شمول (Universal)، امن (Secure) و انطباق‌پذیر (Adaptable)، هوشمندانه از سَرواژه USA استفاده شده است. مقدمه آن بیان می‌دارد گذرگاهی [که با این قانون ایجاد خواهد شد]، «با اطمینان از این که بدون وجود طرح بازنشستگی رایج، می‌توان با ثبت‌نام اجباری ۷۵ میلیون کارگر کنونی، پس‌اندازهای بازنشستگی‌شان را به چنین طرحی منتقل کرد و هزینه‌ها را [با یک صندوق متمرکز و بزرگ به جای طرح‌های پراکنده] به ۵۰ درصد کاهش داد، با بحران بازنشستگی خواهد جنگید. و برخلاف طرح‌های (k) 401، صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده^۱ با بهره‌بردن از طراحی [مناسب‌تری] برای توزیع ریسک، از کارگران در مقابل نوسانات بازار و ریسک‌های دیگر محافظت خواهد کرد». شرایط اصلی قانون پیشنهادی:

- پوشش فراگیر: تمامی کارگران آمریکایی از طریق ثبت‌نام خودکار^۲ و کسر از دستمزد^۳ به طرح بازنشستگی دسترسی خواهند داشت: مشارکت اجباری کارفرمایان دارای بیش از ده کارگر؛ مشارکت اختیاری کارفرمایان کوچک‌تر و کارگران آنان و خویش‌فرمایان^۴.
- مسئولیت کارفرما: به دلیل تأیید مجموعه صندوق‌ها از سوی وزارت کار و سرپرستی و نظارت

۱. USA Retirement Funds: نامی که هارکین بر طرح جامع پیشنهادی‌اش گذاشته است و از این به بعد آن را به «طرح پیشنهادی هارکین»

ترجمه می‌کنم. - م.

2. automatic enrollment

3. payroll deduction

4. self-employed

توسط یک هیئت‌امانی مستقل، کارفرمایان در انتخاب، سیاست‌گذاری و مدیریت صندوق هیچ مسئولیت‌امانی ندارند. تنها تعهد آنان ثبت‌نام کارکنان و تضمین پرداخت حق بیمه‌های مقرر شده است.

- **حق بیمه‌ها:** نرخ مقرر حق بیمه کارکنان، سالانه از ۶ درصد حقوق دریافتی تا حداکثر ۱۰ هزار دلار خواهد بود. کارکنان می‌توانند بیش‌تر یا کم‌تر بپردازند، یا اصلاً انصراف دهند. کارفرمایان قادر خواهند بود حق بیمه پرداختی به‌ازای هر کارگر را تا سالانه ۵ هزار دلار افزایش دهند، اما نرخ تعیین شده برای تمامی کارگران آن کارفرما یکسان است.

- **ارائه‌کننده مستمری:** این مجموعه صندوق‌ها را نهاد مستقلی مدیریت خواهد کرد، اما سازمان‌های آن توسط وزارت کار تصویب و نظارت می‌شوند. هر صندوق توسط هیئت‌امانی صلاحیت‌دار که بتواند به شکل امانی نماینده منافع کارگران، بازنشستگان و کارفرمایان باشند، مدیریت می‌شود. هزینه‌های مدیریت از طریق افزایش «صرفه به مقیاس»^۱ کاهش می‌یابد.

- **شفافیت و دموکراسی:** صندوق‌ها ملزم خواهند شد که سیاست‌های مربوط به سرمایه‌گذاری و بازده، رویه‌های فراهم کردن درآمد مادام‌العمر [برای بازنشستگان]، هزینه‌های عملیاتی و سیاست‌های مربوط به تضاد منافع را به طور مرتب افشا کنند. همچنین از میزان مزایای بازنشستگی آینده ارزیابی‌های مستمر داشته باشند و به بیمه‌پردازان ارائه کنند. آن‌ها دموکراسی را چنین رعایت خواهند کرد: برای خدمت‌گیرندگان امکان درخواست برکناری خدمت‌دهندگان^۲، اظهارنظر در مورد [شیوه]^۳ سیاست‌گذاری و مدیریت صندوق، و تأیید یا رد میزان حقوق (جبران خدمات) اعضای هیئت‌امنا فراهم می‌شود.

- **طراحی طرح:** هدف هر صندوق این است که به طور مقرون به صرفه بتواند برای آینده بیمه‌پردازان خود مستمری بازنشستگی فراهم کند و نوسان مزایای آینده را کاهش دهد. ضرورت دارد که صندوق از طریق مزایای بازمندگان و همسر، از بیمه‌پرداز در مقابل ریسک طول عمر^۳ محافظت کند؛ ریسک طول عمر یعنی ریسک زنده ماندن بعد از اتمام پس‌اندازها. ریسک‌های اصلی به طور جمعی بر دوش گروه‌های بزرگی از کارگران و بازنشستگان قرار خواهد گرفت [و میان آن‌ها توزیع خواهد شد]. کارفرما تعهدی در این باره نخواهد داشت.

1. economies of scale

2. service providers

3. longevity risk

- انتقال‌پذیری: بیمه‌پردازان می‌توانند صندوق خود را یک بار در سال تغییر دهند. آن‌ها اجازه دارند حساب‌های بیمه‌ای خود در طرح‌های 401(k) یا IRA را به صندوقی که برگزیده‌اند انتقال دهند.
 - تجميع با سایر صندوق‌های بازنشستگی: قرار نیست صندوق‌های بازنشستگی پیشنهادی، جایگزین صندوق‌های کنونی شود، بلکه آن‌ها را به هم ملحق می‌کند.
- با در نظر گرفتن تمامی این ویژگی‌ها، قانون پیشنهادی عالی است، اما پرسش‌های زیادی هم پیش می‌آید؛ پرسش نخست: «چه کسی قرار است سرمایه‌های انسانی و مالی لازم را برای ایجاد سازمان‌های تخصصی بازنشستگی که بتوانند خصوصیات قانون پیشنهادی را داشته باشند فراهم کند؟»

آیا ایالت‌های جداگانه می‌توانند پیش‌قدم شوند؟

تنها پاسخ پذیرفتنی که به ذهن می‌رسد، ایالات جداگانه است. در واقع، چهارده ایالت جداگانه آمریکا به چند اقدام [مرتبط] در حوزه بیمه بازنشستگی بخش خصوصی اندیشیده‌اند. برای نمونه، کالیفرنیا در سال ۲۰۱۲ قانونی مصوب کرد که برای کارکنان شرکت‌های کوچک بخش خصوصی در طرح IRA کسر از حقوق اجباری معین کرد. ماساچوست قانون مشابهی را برای شرکت‌های کوچک غیرانتفاعی مصوب کرد. ایالت‌های مین، ورمونت و مینه‌سوتا نیز چنین قصدی دارند و ایالت کنتیکت کارگروه ویژه‌ای را برای ارائه پیشنهادهایی در این زمینه تشکیل داده است.

شایان توجه و شگفت‌آور است که هیچ‌یک از این برنامه‌های ابتکاری ایالات، به اجرایی شدن حتی نزدیک هم نشدند. پیشنهاد این که یک صندوق بازنشستگی به صرفه و تخصصی را از صفر بسازیم، به شدت چالش‌برانگیز، هدردهنده زمان، پُریسک و گران‌قیمت است. بهتر است آمریکایی‌ها که می‌خواهند چنین کنند، پیش از این که خیلی جلوتر بروند، نگاهی به کانادا بیندازند.

در سال ۲۰۰۸ من برای حل بحران قریب‌الوقوع پس‌اندازهای بازنشستگی، پیشنهادی به کانادا دادم که طرح مستمری مکمل^۱ نامیده شد.^[۷] این طرح، ویژگی‌های مشابه بسیاری با طرح پیشنهادی هارکین داشت. برای نمونه:

- دسترسی فراگیر تمامی کارگران کانادایی که از طرح بازنشستگی محل کار برخوردار نیستند، از طریق ثبت‌نام خودکار و با امکان انصراف؛ کارفرمایانی که طرح بازنشستگی معتبری را به کارگران خود پیشنهاد ندهند، ملزم‌اند آن‌ها را در طرح مستمری مکمل ثبت‌نام کنند.

- مبلغ مستمری هدف، برابر با ۶۰ درصد دریافتی ناخالص طی دورهٔ چهل سالهٔ کار است و شامل مستمری سالمندی^۱ لایهٔ اول و طرح بازنشستگی کانادا^۲ می‌شود.
 - نرخ مقرر حق بیمه با میزان مستمری هدف سازگاری دارد و به صورت پنجاه‌پنجاه میان کارگر و کارفرما تقسیم شده است. برحسب فرضیاتی که معقول می‌پندارم، این نرخ حق بیمه ۶ درصد از حقوق است که به طور برابر بر عهدهٔ کارگر و کارفرما گذاشته شده است. هردو گزینه‌هایی برای پرداخت بیش‌تر یا کم‌تر حق بیمهٔ مقرر دارند.
 - طرح مستمری مکمل نباید به کارگران کم‌درآمدی که اکنون مستمری آن‌ها از طریق ترکیب طرح‌های مستمری سالمندی و طرح بازنشستگی کانادا و درآمد مکمل تضمین شده^۳ برابر با ۱۰۰ درصد حقوقشان در دورهٔ اشتغال است، آسیب برساند. برای نمونه می‌توان برای هر کسر از حقوق در طرح مستمری مکمل، در سال نخست ۲۵ هزار دلار تخفیف قائل شد.
 - سیاست مقرر برای سرمایه‌گذاری وجوه کارگر و مستمری‌بگیر، بر اساس سن مشارکت‌کننده و گزینه‌های متفاوت سالانه کردن مستمری‌ها^۴ تعیین می‌شود.
 - وظایف سرمایه‌گذاری، مدیریت و ارتباطات، توسط یک مؤسسهٔ تخصصی و مستقل بازنشستگی، با هزینه‌های پایین (برای مثال ۵۰ صدم درصد یا کم‌تر) انجام می‌شود که حکمرانی و عملکرد مدیریتی قوی دارد.
- این پیشنهاد در آن زمان با آغوش باز دریافت شد، اما با دو پیشنهاد رقیب دیگر جایگزین شد: نخست، افزایش مزایای طرح موجود بازنشستگی کانادا؛ و دوم، ایجاد طرح‌های بازنشستگی مشترک ثبت‌شده^۵ که [شبهه به طرح حق بیمهٔ معین است]، اما [مشارکت در آن] اختیاری است.
- اُنتاریو برای خروج از این بن‌بست، بودجهٔ سال ۲۰۱۴ خود را اعلام کرد که طی آن، برای کارگرانی که در هیچ طرحی عضویت ندارند، طرح بازنشستگی ویژه‌ای (طرح مستمری بازنشستگی اُنتاریو)^۶ را آفرید و هیئتی برای مشاوره در خصوص طراحی طرح‌ها ایجاد کرد.^[۸] در اکتبر ۲۰۱۵، دوباره دولتی لیبرال مستقر شد و در ایالت اُتاوا این امکان فراهم آمد که طرح مستمری بازنشستگی اُنتاریو به برنامه‌ای سراسری در کانادا

1. Old Age Security

2. Canada Pension Plan

3. Guaranteed Income Supplement

4. annuitization

5. Pooled Registered Pension Plans

6. Ontario Retirement Pension Plan

تبدیل شود. در نتیجه، طرح پیشنهادی من (طرح مستمری مکمل) دوباره مطرح شد. شرایط جدید این بود که در سال ۲۰۰۷ بریتانیا نیز قصد داشت یک طرح بازنشستگی را برای کارگرانی که تحت پوشش نبودند به کار بگیرد.

بازنشستگی در بریتانیا

کمیسیون بازنشستگی بریتانیا به ریاست لرد ترنر^۱ در سال ۲۰۰۴ نخستین گزارش خود را منتشر کرد. چهار یافته کلیدی این‌ها بودند: ۹ میلیون کارگر در معرض کمبود پس‌انداز برای دوره بازنشستگی‌اند؛ نظام بازنشستگی بریتانیا بیش از حد پیچیده است؛ سالمندی جمعیت دارد فرامی‌رسد، درحالی که نرخ تولد کاهنده است؛ و ترتیبات نهادی بریتانیا برای مدیریت طرح‌های بازنشستگی ناکافی است. توصیه اصلی ایجاد قانون بازنشستگی جدیدی بود که درآمدمبنّا^۲ باشد و به ثبت‌نام خودکار کارکنان در یکی از این طرح‌ها بپردازد: یا سیستم جدید پس‌انداز بازنشستگی کشوری^۳، یا طرح‌های بازنشستگی شرکتی موجود، اما با حق انصراف از طرح و با الزام کارفرمایان برای حق بیمه همسان^۴.

دولت بریتانیا این توصیه را در سال ۲۰۰۶ پذیرفت. در سال ۲۰۰۷، مؤسسه مستقل پادا^۵ با هیئت مدیره‌ای مستقل برای «ارائه مشاوره تخصصی به دولت به منظور اجرایی‌سازی سیاست جدید بازنشستگی» تأسیس شد.^[۹] پادا در سال ۲۰۱۰ به نهادی اجرایی به نام صندوق پس‌انداز اشتغال ملی^۶ تبدیل شد. قانون بریتانیا کارفرمایان را ملزم کرد کارگران خود را در طرح بازنشستگی که در سال ۲۰۱۱ دارای حداقل شرایط لازم باشد ثبت‌نام کنند. تحت این قانون، صندوق پس‌انداز اشتغال ملی به طور آزمایشی ثبت‌نام کارگران را آغاز کرد و تا پایان مارس ۲۰۱۲، کارگران صد کارفرمای گوناگون در طرح مشارکت کردند.

در زمان نگارش این کتاب، طرح یادشده به طور خودکار حدود ۲ میلیون کارگر بریتانیایی بدون بیمه را تحت پوشش قرار داده است و حدود ۵۰۰ میلیون پوند را مدیریت می‌کند. طبق قانون دیگری، ۲ میلیون کارگر دیگر نیز در سایر طرح‌های معتبر تجاری که کارفرمایان برای کارگران خود برگزیده‌اند، به طور خودکار ثبت‌نام

1. Lord Turner

2. earnings-related

3. National Pensions Savings System

۴. matching contribution: شرایطی که در آن اگر کارگر حق بیمه بپردازد، دولت یا کارفرما نیز علاوه بر تعهدات دیگر، مبلغی اضافی را به عنوان مشوق، به حق بیمه‌ای که می‌پردازد می‌افزاید. برای توضیح بیش‌تر نک: فلاح زیارانی، علی، نقش نظام مالیاتی در کارآمدی تأمین اجتماعی، مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا، ۱۳۹۸، ص ۸۲ - م.

5. Personal Accounts Delivery Authority (PADA)

6. National Employment Savings Trust (NEST)

شده‌اند. حدود ۸ درصد کل این کارگران از حق خود برای خروج از طرح استفاده کردند؛ آن‌ها همان‌گونه که انتظار می‌رفت، اغلب از کارگران دارای درآمد بالا و نزدیک به بازنشستگی بودند. در آینده نزدیک، صندوق پس‌انداز اشتغال ملی با وظیفه خطیر ثبت‌نام خودکار میلیون‌ها کارگر دیگر روبه‌رو می‌شود.^[۱۰]

از لحاظ مالی، تشکیل پادا و سپس صندوق پس‌انداز اشتغال ملی به کمک وامی که دولت بریتانیا فراهم کرد ممکن شد. توافق‌نامه وام در سال ۲۰۱۱ امضا شد و به صندوق پس‌انداز اشتغال اجازه داد که تا ده سال بعدی، تا مبلغ ۶۵۰ میلیون پوند قرض بگیرد. البته با تحولاتی که سیاست‌ها و اقتصاد از سر می‌گذرانند، این مبلغ همچنان بازنگری خواهد شد. از لحاظ عایدات، صندوق پس‌انداز اشتغال ملی، از بیمه‌پردازان مبالغی دریافت می‌کند: هر سال برای مدیریت دارایی‌ها ۰.۳ درصد حق‌الزحمه مدیریت می‌گیرد و یک بار هم ۱.۸ درصد از حق بیمه را بابت جبران هزینه راه‌اندازی دریافت می‌کند. این دو با هم به طور میانگین برابر با حدود ۰.۵ درصد دارایی‌های هر سال است.

آموزه‌هایی برای ایالات متحده و کانادا

- بازگویی روایت اصلاحات بازنشستگی بریتانیا برای دولت‌ها و ایالات آمریکایی و کانادایی بینش‌هایی بسیار پراهمیت در بر دارد که می‌آموزاند از این پس چگونه باید مسیر اصلاحات بازنشستگی را ادامه دهند. برای مثال:
- آیا آماده‌اند صریحاً راهی میانه را برگزینند که در طراحی‌اش ویژگی‌های صندوق پیشنهادی هارکین و پیشنهاد من (طرح مستمری مکمل) را که اکنون در بریتانیا در قالب صندوق پس‌انداز اشتغال ملی اجرا شده است، رعایت کنند؟ این ویژگی‌ها بهترین اجزای طرح‌های سنتی مزایای معین و حق بیمه معین (یعنی یک مستمری هدف، حقوق مالکیت شفاف، عدم انتقال بین‌نسلی ثروت، درآمد مادام‌العمر و امکان خروج از طرح) را ترکیب می‌کند.
 - آیا آماده‌اند کارفرمایانی را که اکنون کارگران آن‌ها در طرح‌های بازنشستگی دارای مقررات شایسته^۱ عضو نیستند، ملزم کنند کارگران را در چنین طرحی ثبت‌نام کنند؟
 - آیا آماده‌اند گروه ویژه‌ای از متخصصان را عهده‌دار طراحی و ایجاد راهبردهای مؤثر و عملیاتی کنند که طراحی و مدیریت یک طرح بازنشستگی ملی یا ایالتی را تا آخر پیش ببرند؟
 - آن‌ها برای مشارکت فروشندگان تجاری در این بازارهای تازه تأسیس خدمات بازنشستگی، روش‌های قابل قبولی دارند؟

1. qualifying pension arrangement

اگر پاسخ این پرسش‌ها آری است، سه عامل موفقیت هستند که باید در نظر داشت: نخست، چشم‌اندازی پایدار و قابل فهم دربارهٔ معضل پوشش؛ دوم، ارادهٔ سیاسی برای استفاده از این چشم‌انداز؛ و سوم، تلاش‌های به طور مؤثر رهبری‌شده و دارای منابع کافی برای اجرای آن سیاست.

در این زمینه، داستان صندوق پس‌انداز اشتغال ملی به سه دلیل آموزنده است:

- **تصدیق سه عامل موفقیت:** کمیسیون ترنر مسئله و راهی برای حل آن تعریف کرد؛ دولت وقت بریتانیا متعهد شد که راه‌حل‌های «روی کاغذ» را به راه‌حل‌های عملی تبدیل کند و تلاش‌های به طور مؤثر رهبری‌شده و دارای منابع کافی را به جریان انداخت و تبدیل راه‌حل‌های نظری به عملی را با موفقیت مدیریت کرد.
- **دادن زمان طولانی به این فرایند:** دولت بریتانیا در سال ۲۰۰۶ توصیه‌های ترنر را پذیرفت. پادا در سال ۲۰۰۷ تأسیس شد. صندوق پس‌انداز اشتغال ملی در سال ۲۰۱۱ آغاز به کار کرد.
- **راه‌حل حکمرانی خوب است:** سازمان صندوق پس‌انداز اشتغال ملی نشان داده است که ترکیب مجموعهٔ مهارت، تجربه و طرز فکر [دارای دغدغه] «خیر بیش‌تر»^۱ برای غلبه بر بسیاری از راه‌بندها و تله‌های انفجاری که این سازمان در جادهٔ تبدیل رؤیا به واقعیت پیش رو دارد حیاتی است. بر این اساس، «طرح بازنشتی برای همه» ایده‌ای خوب است یا امیدی واهی؟ در نهایت، همه‌چیز به قدرت و شفافیت چشم‌انداز سیاسی، و به اراده و به منابع لازم برای اجرای موفقیت‌آمیز آن بستگی دارد.

فصل سوم

آیا سرمایه‌گذاری نهادی، آینده‌ای دارد؟

«این‌که افراد دارای قابلیت‌ها و مهارت‌های مالی گوناگون را به حال خود بگذاریم تا ترجیحات سرمایه‌گذاری خویش را پی بگیرند، [در واقع] آن‌ها را در مقابل [کلاه‌برداران] فروشنده^۱ روغن مار^۲ آسیب‌پذیر کرده‌ایم.»
جرج آکرلوف و رابرت شیلر^۳ در فیلم خوی حیوانی^۴ (۲۰۰۹)

گفت‌وگویی در توکیو

اخیراً در یک سخنرانی در توکیو پرسیدم: آیا سرمایه‌گذاری نهادی آینده‌ای دارد؟ پاسخ این بود: «البته که دارد.» اما باید احتیاط کرد. امروزه بخش مهمی از خدمات سرمایه‌گذاری نهادی آماده برای فروش نمی‌تواند از پس یک آزمون قابل قبول «ارزش منابع هزینه‌شده»^۵ برآید. در ادامه بحثی راجع به این دیدگاه ارائه می‌کنم، شواهدی در اثبات اعتبار آن ارائه می‌دهم، از شواهد تجربی و آماری برای مطرح کردن روشی بهتر بهره می‌برم و نشان می‌دهم که این روش بهتر می‌تواند محقق شود.

بحث من درباره این واقعیت که خدمات سرمایه‌گذاری نهادی «برای اغلب مشتریان هیچ ارزشی» ایجاد نمی‌کند، به طور منطقی از شواهد واقعی و کلیدی زیر تشکیل شده است:

بازارهای خدمات مدیریت سرمایه‌گذاری نامتقارن‌اند. دانسته‌های فروشندگان در مورد آنچه می‌فروشند،

1. George Akerlof and Robert Shiller

2. *Animal Spirits*

3. “value for money” test

از دانسته‌های خریداران در مورد آنچه می‌خرند کم‌تر است. فروشندگان این امتیاز را نه با رقابت بر سر قیمت، بلکه با رقابت بر سر امور غیرعینی، مانند امید، کیفیت و ایجاد کانال‌های قوی‌تر توزیع^۱، به دست آورده‌اند. جرج آکرلف، برنده جایزه نوبل اقتصاد، سال‌ها پیش گفت که در بازارهایی با چنین ویژگی‌هایی، مشتریان برای خیلی کم، خیلی زیاد می‌پردازند. و برعکس، فروشندگان نسبت به ارزش اقتصادی تولیدات یا خدمات ارائه‌شده خود خیلی زیاد دریافت می‌کنند.^[۱۱]

هزینه سرمایه‌گذاری فعال

مشتریان در واقع چقدر برای خدمات سرمایه‌گذاری نهادی هزینه می‌کنند؟ پروفیسور کن فرنچ^۲ در سخنرانی سال ۲۰۰۸ خود راجع به انجمن مالی آمریکا^۳ به این پرسش پاسخ داده است. او با تمرکز ویژه بر بازار سهام ایالات متحده، هزینه‌های سالانه سرمایه‌گذاری (هزینه‌های مدیریت و مبادله) را که سرمایه‌گذاران در دوره ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۶ پرداخت کرده‌اند برآورد کرده است. برای مثال، کل هزینه سرمایه‌گذاری در بازار سهام ایالات متحده در سال ۲۰۰۶ به ۷۷ واحد درصد، یعنی ۱۱۵ میلیارد دلار، رسید. اگر کل وجوه به طور منفعلانه مدیریت می‌شد، کل هزینه‌ها فقط حدود ۱۵ میلیارد دلار (۱۰ واحد درصد) می‌بود؛ می‌ماند ۱۰۰ میلیارد دلار (۶۷ واحد درصد) که هزینه اضافی مدیریت فعال برای سرمایه‌گذاران است.^[۱۲]

بر اساس پژوهش پروفیسور فرنچ می‌توان گفت: «این ۱۰۰ میلیارد دلار اضافی بابت هزینه‌های دستمزد و مبادله [شرکت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری]، در سال ۲۰۰۶ چه ارزشی برای مشارکت‌کنندگان در صندوق‌های پوشش ریسک^۴، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۵ و صندوق‌های بازنشتی خلق کرد؟» پاسخ اقتصادی درست «کشف قیمت»^۶ است. به بیان دیگر، قیمت سهام، در صورت نبود مدیریت فعال، هیچ مبنای اقتصادی‌ای نخواهد داشت. بنابراین پرسش اقتصادی این است: برای دستیابی به قیمت عادلانه^۷ در بازار سهام آمریکا، باید چقدر پول برای هزینه‌های دستمزد و مبادله [این شرکت‌ها] صرف شود؟ البته پاسخ

-
1. building strong distribution channels
 2. Ken French
 3. American Finance Association
 4. hedge funds
 5. mutual funds
 6. price discovery
 7. fair value

اقتصادی هم این است: تا آنجا باید هزینه کرد که اگر یک دلار اضافه کردیم، دیگر حاصل اقتصادی مورد انتظار و کافی به دست نیاید.

به شرحی که آمد، اگر هدف کشف قیمت در بازار سهام ایالات متحده است، برآورد ۱۰۰ میلیارد دلاری پروفیسور فرنچ برای سال ۲۰۰۶ مبلغ مناسبی برای هزینه کردن است؟ از نظر من، احتمالاً خیر. در ادامه نشان می‌دهم که قیمت کشف‌شده می‌تواند در حدود یک‌دهم این هزینه باشد. خلاصه، با آگاهی از این که احتمال دارد فرایندهایی با «هزینه‌های بسیار زیاد» در دیگر بازارهای دارایی‌ها در ایالات متحده و جهان وجود داشته باشد، نتیجه می‌گیریم که احتمالاً هر سال هزاران میلیارد دلار از جیب سرمایه‌گذاران خرد و کارگران خارج می‌شود که برای آن هیچ جبران اقتصادی‌ای در کار نیست.

شواهد جدیدی از بخش صندوق‌های بازنشستگی

احتمالاً اغلب این صدها میلیارد «ارزش‌سوزی» سالانه^۱، متوجه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است. عدم تقارن اطلاعات بین خریدار و فروشنده در این صندوق‌ها بیش‌تر است. با این حال، دو پژوهش تازه نشان داده‌اند که بیمه‌شدگان صندوق بازنشستگی نیز از این زیان بی‌نصیب نیستند:

- پژوهشی با نام «افق سرمایه‌گذاری: آیا مدیران آنچه می‌گویند را انجام می‌دهند؟» (منتشرشده توسط مرکز تحقیقاتی پاسخگویی سرمایه‌گذار^۲ و مرکز مشاوره مرسر^۴، در فوریه ۲۰۱۰)، نشان می‌دهد اغلب مدیران فعال که در دارایی‌های صندوق‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، نسبت به آنچه پیش‌بینی می‌شد، دارای نرخ گردش^۵ بیش‌تری هستند. مدیران در پاسخ به این که چرا آن‌طور که پیداست دچار «کوتاه‌مدت‌گرایی» خودتخریبگر^۶ شده‌اند، به بازارهای پرنوسان، مبادلات خصمانه/معکوس^۷ صندوق‌های پوشش ریسک، سیگنال‌های اشتباه از مشتریان، و نظام‌های انگیزشی کوتاه‌مدت اشاره داشتند. جالب این‌جاست که انگار بسیاری از آن‌ها عواقب منفی کار خود را می‌دانند، اما حس می‌کنند در درون این الگوهای رفتاری ارزش تباہ‌کن^۸ گیر افتاده‌اند.

1. economic quid pro quo

2. annual "value losses"

3. Investor Responsibility Research Center

4. Mercer Consulting

5. turnover rate

6. self-defeating short-termism

7. adversarial

8. value-destroying

- پژوهشی با نام «نبود ارزش: تحلیل تصمیمات تخصیص سرمایه توسط حامیان طرح نهادی^۱» (استیوارت^۲ و دیگران، مجله تحلیلگران مالی^۳، نوامبر- دسامبر ۲۰۰۹) نشان داد که «حامیان طرح، هنگام اتخاذ تصمیمات متوازن سازی مجدد^۴ و باز تخصیص درباره دارایی‌های طرح، در جهت بهترین منافع ذی‌نفعان خود حرکت نمی‌کنند»: آن‌ها به راهبردهای سرمایه‌گذاری‌ای پول تزریق می‌کنند که پس از تخصیص پول، عملکرد ضعیف‌تر از حد انتظار^۵ دارند یا از راهبردهای سرمایه‌گذاری‌ای پول را بیرون می‌کشند که پس از تخصیص پول، عملکرد بهتر از حد انتظار^۶ دارند. در دوره پنج‌ساله‌ای که صندوق‌ها مورد مطالعه قرار گرفتند، هزینه محاسبه‌شده این تصمیمات معیوب متوازن سازی مجدد، به هزاران میلیارد دلار رسید.
- خلاصه این که به نظر می‌رسد این تصمیم‌گیری‌های مختل‌کننده، در بخش صندوق‌های بازنشستگی نیز وجود دارد.

نهادهای مالی باید چگونه سرمایه‌گذاری کنند؟

شرایط یادشده پاسخ به این پرسش را ضروری می‌کند: نهادهایی مانند صندوق‌های بازنشستگی چگونه باید سرمایه‌گذاری کنند؟ من در مقاله «فراتر از نظریه سبدسهم: یک سطح کارای دیگر»^۷، در مجله تحلیلگران مالی، اشاره کردم که نظریه سنتی سرمایه‌گذاری از این پرسش غفلت کرده است.^[۱۳] در این نظریه، برای رسیدن به پاسخی شایسته، این فرضیات به‌راحتی کنار گذاشته شدند: آشفتگی «جهان واقعی» که در آن انسان با «خوی حیوانی»^۸ تصمیم می‌گیرد؛ عدم تقارن اطلاعاتی که فعالان مالی می‌کوشند از امتیاز آن برخوردار باشند؛ و چالش‌های ساختار سازمانی پیچیده. در نتیجه، تصمیمات «عقلانی» سرمایه‌گذاری را می‌شد فقط از کلیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری، توزیع‌ها و کوواریانس‌های بازده آن‌ها^۹، و میزان

1. Institutional Plan

2. Stewart

3. Financial Analysts Journal

4. rebalancing

5. underperform

6. outperform

۷. "Beyond Portfolio Theory: The Next Frontier": در ادبیات مالی و سهامداری، سطح (Frontier) کارا، نوعی از ترکیب سبد سهام است که در آن مقدار ریسک قابل پذیرش از قبل تعیین می‌شود. - م.

۸. animal spirits: اصطلاحی از کینز، به این معنا که غرایز و احساسات مشترکی که انسان با حیوانات دارد، مانع می‌شود تصمیم‌گیری‌های مالی او صرفاً بر تحلیل‌های عقلانی مبتنی باشد. - م.

9. Return distributions and covariances

ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار به دست آورد.

مقاله من ملاحظات جهان واقعی، مانند «خوی حیوانی»، فعالان بازارهای مالی، و رفتار سازمانی، را به معادله وارد کرد. بنابراین نظریه سنتی سرمایه‌گذاری به نظریه‌ای تلفیقی تغییر کرد:

$$\text{Client/Beneficiary Value} = F\{A, G, IB, R, IMPL\}$$

که در آن:

- A = ملاحظات مربوط به فعالان بازار مالی، مانند اختلاف احتمالی منافع مشتری / بیمه‌شده و سازمان‌های ارائه‌دهنده خدمات سرمایه‌گذاری.
- G = ملاحظات مربوط به کیفیت حاکمیت که نشان می‌دهد حاکمیت نامناسب صندوق احتمالاً به نتایج نامطلوب سرمایه‌گذاری‌ها می‌انجامد.
- IB = منظور باورهای سرمایه‌گذاری است که البته در این جا به معنایی فراتر از تعیین توزیع بازده و کوواریانس بازده به کار رفته است. یعنی افزون بر این‌ها، می‌خواهد بداند که قدرت پیش‌بینی احتمالی دو ویژگی یادشده چقدر است و چگونه باید به مشکل رفتاری مانند «کوتاه‌مدت‌گرایی» پرداخت.
- R = مدیریت ریسک که باید فراتر از تعیین توزیع بازده و کوواریانس بازده، و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار برود (اگرچه کار ساده‌ای نیست!). همچنین عمیقاً این نکته را می‌کاود که ریسک واقعاً به چه معناست، چگونه قابل تحمل می‌شود و چگونه به بهترین شکل اندازه‌گیری می‌شود.
- $IMPL$ = اجرایی‌سازی یک معضل «جهان واقعی» است که نمی‌توان نادیده‌اش گرفت: برون‌سپاری کنیم یا نه؟ از اوراق مشتقه^۲ استفاده کنیم یا نه؟ جبران خدمت مبتنی بر عملکرد باشد یا نه؟ تمامی این‌ها پرسش‌هایی پراهمیت‌اند.

پژوهش‌های تجربی نشان داده‌اند که تمامی ملاحظات بالا بر بهتر یا بدتر شدن وظیفه خلق ارزش برای مشتری / بیمه‌شده تأثیری اساسی می‌گذارند.

برای نمونه، پژوهشی که از پایگاه داده صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و پایگاه داده صندوق بازنشستگی مؤسسه^۳ CEM استفاده کرده است، تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاران صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، نسبت به بیمه‌شدگان صندوق بازنشستگی، متحمل میزان بیش‌تری از هزینه‌های مؤسسه^۴ [میانجی سرمایه‌گذاری] می‌شوند.^[۱۴] حکمرانی خوب در صندوق‌های بازنشستگی یکی از علل ارزش افزوده بیش‌تر است^[۱۵]، زیرا

۱. ارزش نهایی که نصیب بیمه‌شده / مشتری می‌شود. - م.

2. derivatives

3. CEM Benchmarking Inc.

باورهای سرمایه‌گذاری در آن به گونه‌ای است که در دوره‌ای ۲۰-۱۰ ساله، خوی حیوانی سرمایه‌گذار، گاه هست و گاه نیست (یعنی از بدبینی به خوش‌بینی می‌گراید و برعکس). از لحاظ عملکرد، صندوق‌های دارای ساختارهای کم‌هزینه عموماً نسبت به صندوق‌های دارای ساختار پرهزینه عملکرد بهتری دارند (متغیر تفاوت در سیاست‌های سرمایه‌گذاری کنترل شده است). از لحاظ عملکرد، مدیریت داخلی عموماً بیش از مدیریت خارجی جواب می‌دهد (برای مناصب مشابه و بر اساس بازده افزوده خالص).^[۱۶]

یافته‌های مربوط به اجرایی‌سازی آشکارا به مسئله مقیاس مربوط‌اند. هم مدیریت صندوق‌ها و هم مدیریت کلان بازنشتی، فعالیت‌هایی هستند که می‌توانند از قاعده صرفه‌به‌مقیاس بسیار منتفع شوند. برای نمونه، یافته‌های مبتنی بر پایگاه داده CEM نشان داد مدیریت داخلی می‌تواند مزایای بسیار بیش‌تری از مدیریت خارجی به بار بیاورد. در این‌جا تفاوت هزینه‌ها عامل اصلی است؛ به‌ویژه در حیطه بازارهای خصوصی، مانند املاک و مستغلات، زیرساخت‌ها و سرمایه‌گذاری خصوصی.^۱ به هر روی، برای صندوق‌های بازنشتی که می‌توانند خودشان تا ده‌ها میلیون دلار در این بازارها سرمایه‌گذاری کنند، پرهیز از هزینه‌های سنگین کارمزد «۲ و ۲۰»^۲، از طریق توقف سرمایه‌گذاری، تنها یکی از گزینه‌هاست. مقیاس واقعاً اهمیت دارد.

از نظریه به عمل: مورد طرح بازنشتی آموزگاران اُنتاریو

گفتن از طراحی نهاد سرمایه‌گذاری آرمانی کجا و ساختن و مدیریت کردن واقعی آن کجا. آیا در واقعیت چنین چیزی رخ داده و خلق ارزش آن مطابق با انتظار بوده است؟ این پرسش می‌تواند با طرح نمونه‌ای کلان از صندوق «آرمانی» در مقابل نمونه‌ای کلان از صندوق «غیرآرمانی» در دوره ارزیابی چنددهه‌ای، به بهترین شکل پاسخ داده شود. متأسفانه از توانایی اجرای چنین ارزیابی‌ای دهه‌ها فاصله داریم. صندوق‌هایی که دارای طراحی‌ای آرمانی هستند کم‌اند و صندوق‌هایی که دارای سابقه عملکردی چنددهه‌ای باشند کم‌ترند. با این حال، فصل قبل نشان داد که ما نمونه آموزنده طرح صندوق بازنشتی آموزگاران اُنتاریو^۳ را داریم. من در فاز اولیه طراحی آن در اواخر دهه ۱۹۸۰ مشارکت داشتم و از آغازش یعنی سال ۱۹۹۱ تا امروز، شاهد گسترده‌تر شدن آن بوده‌ام.

1. private equity

۲. 2 and 20 haircut: کارمزدی که معمولاً صندوق‌های پوشش ریسک از سرمایه‌گذاران می‌گیرند که شامل ۲ درصد هزینه مدیریت سالانه دارایی‌ها و ۲۰ درصد تشویقی از سود حاصله است. - م.

3. Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP)

کارگروه ویژه ایالت اُنتاریو^۱ در سال ۱۹۸۷ در مورد طراحی آرمانی صندوق بازنشستگی آموزگاران اُنتاریو مطالعه‌ای داشت با نام «به نفع چه کسی؟». مدیرعامل، کلود لامورو^۲، در مجله بین‌المللی مدیریت بازنشستگی راتمن^۳ مقاله‌ای منتشر کرد در مورد این که سازمان یادشده چگونه آغاز شد و تحولات آن تا زمان بازنشستگی وی چگونه بوده است.^[۱۷] از نظر او قواعد طلایی صندوق، این‌ها بودند:

- بهترین اعضای هیئت‌مدیره‌ای را که می‌توانید برگزینید.
- درگیر سیاست نشوید: تنها هدف سازمان، ارائه مستمری مناسب به قیمتی است که بتوان از عهده‌اش برآمد.
- بهترین افراد ممکن را استخدام و با اهداف واضح موافقت کنید.
- به آنان طوری پاداش دهید که انگیزش‌ها با اهداف معین شده منطبق باشد.
- اطمینان حاصل کنید که سازمان منابع کافی برای انجام این کار دارد.
- به طور گروهی برای سرمایه‌گذاری برنامه‌ریزی کنید.
- با اعضای طرح و کارفرمایان همان‌طور رفتار کنید که دوست دارید با خودتان رفتار شود.
- به مردم پاسخگویی واقعی داشته باشید و از پذیرفتن ریسک این کار نترسید.
- به اعضای طرح، کارفرمایان و هیئت‌مدیره گوش فرادهید.
- ارتباطات دائم و شفاف [با ذی‌نفعان و...] داشته باشید.
- همان‌طور که کینز می‌گوید، اسیر این وسوسه نشوید که «به طور متعارف شکست بخور، به جای این که به‌طور نامتعارف موفق شوی».

مقاله بعدی از باب برترام و باربارا ژوان^۴ شرح می‌دهد که تمهیدات صندوق بازنشستگی آموزگاران اُنتاریو برای جبران خدمات انگیزشی طی زمان چگونه تحول یافت.^[۱۸]

در مورد عملکرد چه؟ از لحاظ سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی آموزگاران اُنتاریو، در طول بیش از ۲۰ سال فعالیتش، از سبب معیار خود در سیاست‌گذاری‌هایش سالانه ۲ درصد بیش‌تر عملکرد داشته که بسیار درخشان است. از لحاظ مدیریت کلان صندوق، امتیاز اولیه‌اش در سال ۱۹۹۳، در شاخص کیفیت خدمات^۵ ۸.۱ بود. این امتیاز در طول دهه ۱۹۹۰ یکسره افزایش یافت و در سال ۲۰۰۲ از ۹.۰ گذشت و

1. Ontario Government Task Force
 2. Claude Lamoureux
 3. *Rotman International Journal of Pension Management*
 4. Bob Bertram and Barbara Zvan
 5. Quality Service Index

هنوز بالای ۰.۹ باقی مانده است.^[۱۹]

سازمان‌های دارای سرمایه‌گذاری «آرمانی» و هزینه سرمایه‌گذاری‌ها

فراگیر شدن سازمان‌های دارای سرمایه‌گذاری «آرمانی» در تمام جهان، چه تأثیری خواهد داشت؟ اجازه دهید یک آزمایش ذهنی انجام دهیم و از این یافته پروفیسور فرنچ آغاز کنیم که هزینه انباشته مدیریت [صندوق‌های بازنشتی] در ایالات متحده ۱۵ تریلیون دلار است. سبد سهام در سال ۲۰۰۶، برابر با ۷۷ واحد درصد یا ۱۱۵ میلیارد دلار بود. تصور کنید ۱۵۰ نهاد آرمانی سرمایه‌گذار داریم با ۱۰۰ میلیارد دلار هزینه مدیریت. آن‌ها با راهبرد منفعل آغاز می‌کنند، هریک $\frac{1}{150}$ از کل سبد انباشته را دارا می‌شوند. این مقدار فقط مستلزم کارکنان کم‌تعداد و اندکی هزینه مبادله است. فرض کنید که هریک سالانه ۲.۵ واحد درصد یا ۲۵ میلیون دلار صرف می‌کنند. بنابراین ۱۵۰ نهاد، سالانه روی هم رفته ۳۷۵ میلیون دلار هزینه می‌کنند.

حالا یکی از نهادهای سرمایه‌گذار متوجه می‌شود که در این بازار، کشف قیمت وجود ندارد (یعنی هیچ مدیریت فعالی در کار نیست). این نهاد، تحلیلگر اوراق بهادار^۱ استخدام می‌کند که روزانه سهام‌های گران‌شده را می‌خرد و ارزان‌شده‌ها را می‌فروشد. این نهاد عملکردی بهتر از ۱۴۹ نهاد دیگر را آغاز می‌کند که حالا آن‌ها هم [مزیت این کار را دریافته‌اند] و تحلیلگر استخدام می‌کنند. این فرایند استخدام‌ها چه زمانی باید متوقف شود؟ هنگامی که هزینه نهایی یک تحلیلگر اضافی، سود مورد انتظار را به دنبال نداشته باشد. این مرحله با استخدام چند تحلیلگر فرامی‌رسد؟ نمی‌دانیم. اما بیایید فرض کنیم که هریک از ۱۵۰ نهاد، ۱۰۰ تحلیلگر استخدام می‌کنند و به هریک سالانه ۲۵۰ هزار دلار می‌دهند. این امر، ۲۵ میلیون دلار به هزینه‌های عملیاتی هر نهاد می‌افزاید. کل هزینه‌های سالانه از ۲۵ میلیون به ۵۰ میلیون دلار می‌رسد. اگر ۲۵ میلیون دلار دیگر را بابت مبادلات، مسافرت‌ها، مدیریت کلان صندوق و سایر هزینه‌ها بیفزاییم، هزینه سالانه هر نهاد به ۷۵ میلیون دلار یا ۷.۵ واحد درصد می‌رسد.

آیا وجود ۱۵ هزار تحلیلگر حرفه‌ای اوراق بهادار با تریلیون‌ها هزینه، می‌تواند موجب کشف قیمت عادلانه در بازار سهام ایالات متحده شود؟ من که این‌طور فکر می‌کنم. اگر این درست باشد، و اگر هزینه بهینه سالانه هر نهاد تقریباً ۷۵ میلیون دلار باشد، می‌توانیم هزینه بهینه کشف قیمت در بازار سهام ایالات متحده را برای جامعه محاسبه کنیم. اگر ۱۵۰ نهاد، هریک ۷۵ میلیون دلار صرف کنند، هزینه بهینه را به حدود

سالانه ۱۱ میلیارد دلار یا ۷.۵ واحد درصد (نسبت به ۱۵ تریلیون سبدسهم) خواهد رساند. این یک‌دهم ۷۷ صدم درصد واقعی یا ۱۱۵ میلیارد دلار صرف‌شده در سال ۲۰۰۶ است. اگر در سایر بازارهای اوراق بهادار، وجود نرخ برابری را فرض بگیریم، کاهش ممکن در هزینه‌های غیرضروری این نهادهای آرمانی به سالانه هزاران بلیون دلار می‌رسد.

این تمام قضیه نیست. این نهادهای آرمانی نشان می‌دهند که برخی از شرکت‌های سرمایه‌پذیر آن‌ها، هزینه‌های حکمرانی و اداری خود را دارند. فصل یکم نشان داد که راهبردهای مشارکتی میان نهادهای آرمانی می‌تواند هزینه‌های حکمرانی و اداری را کاهش دهد. در نتیجه، مزایای اجتماعی ساختار نهادهای آرمانی سرمایه‌گذاری بیش از این‌هاست.

رفتن از این جا به آن جا

صندوق بازنشستگی آموزگاران ائتاریو را نیروهای بازار نساختند و ۱۵۰ نهاد آرمانی سرمایه‌گذاری را نیز که در آزمایش ذهنی مان ساختیم، نمی‌سازند. فقط نهادهای دارای منافع عمومی می‌توانند چنین سازمان‌هایی را بسازند. مثل دولت‌هایی که مردم سالارانه روی کار آمده باشند، که البته این تنها مثال ممکن نیست. شرکت‌های صنعتی نیز می‌توانند چنین کنند، همان‌طور که تشکلهای کارگری این امکان را دارند. حتی بهتر از آن، می‌توانند در مشارکت با یکدیگر چنین کنند. با وجود همه منافی که از این طریق به دست آمده است، چرا نهادهای دارای منافع عمومی، برای کسب چنین منافی، اقدام کافی نمی‌کنند؟

فصل چهارم

سرمایه در قرن بیست و یکمِ توماس پیکتی

ارتباط این کتاب به مدیریت صندوق‌های بازنشستگی

«بی‌پرده بگویم رشته اقتصاد هنوز نتوانسته است بر اشتیاق شدید و کودکانه‌اش به ریاضیات و تفکر اغلب به شدت ایدئولوژیک و کاملاً تئوریک فائق آید و این [رویگرد] به قیمت از دست دادن پژوهش تاریخی و همکاری‌اش با سایر علوم اجتماعی بوده است. برای کسب ظاهر علمی، وسواس ریاضیاتی راه ساده‌ای است، بدون این که پاسخی برای پرسش‌های پیچیده‌تری داشت که در جهانی که در آن زندگی می‌کنیم مطرح می‌شود.»

توماس پیکتی^۱، ۲۰۱۴

پدیده پیکتی

زمانی به سکوت گذشت، تا این که کتابی اقتصادی از اقتصاددان فرانسوی، توماس پیکتی، به نام سرمایه در قرن بیست و یکم همه‌ای به راه انداخت. نقل قول بالا از فصل مقدماتی کتاب خیلی زود سروصدا به پا کرد. حدود هفتصد صفحه بعدی [را که خواندم، تازه] فهمیدم درست می‌گوید. در حقیقت، کتاب او سرشار از پژوهش‌های تاریخی و اندیشه‌های بین‌رشته‌ای است. همان‌طور که وعده داده شده بود، این اثر خوشبختانه [موضوعات] ریاضیاتی را روشن کرده و به‌راستی به پرسش‌های پیچیده‌ای راجع به جهانی که در آن زندگی می‌کنیم پرداخته بود.

1. Thomas Piketty

چه باعث شد که این کتاب همه‌ای در جهان به راه بیندازد؟ هم روش بیان آن و هم پیامی که می‌داد. روش آن به‌شدت آموزنده بود:

پیشنهاد ← پژوهش تاریخی ← به کارگیری پیشنهاد ← نتیجه‌گیری

پژوهش تاریخی به منظور درگیر نگه داشتن خواننده فقط داده‌محور نیست. برای نمونه، پیکتی از رمان‌های جین آستین و بالزاک خوانشی آزاد دارد تا معنا و مفهوم سرمایه و ثروت در بریتانیا و فرانسه قرن نوزدهم را بشناساند. در پایان، به سه نتیجه کلی می‌رسد:

- توزیع ثروت و درآمد جامعه‌ای در آینده، از پیش تعیین شده نیست: مسیر این توزیع‌ها در طی زمان عمیقاً سیاسی است و با قوانین اقتصادی تعیین نمی‌شود.
- تحولات توزیع ثروت نشان می‌دهد سازوکارهای قدرتمندی وجود دارند که به واگرایی می‌انجامند: هیچ سازوکار خوداصلاحگری در کار نیست که از نیروهای واگرایی بی‌ثبات‌کننده ممانعت کند.
- ریسک یک واگرایی مستمر در توزیع ثروت جامعه‌ای به سوی نابرابری آن قدر بزرگ هست که کنش سیاسی را توجیه کند: برای نمونه، مالیات سالانه فزاینده بر سرمایه می‌تواند یکی از روش‌های پرهیز از مارپیچ بی‌پایان برابری‌زدا^۱ باشد، البته درحالی که برای دستاوردهای نوآوری و تولیدگری پیوسته، انگیزه‌های کافی ایجاد کند.

با این که این نتیجه‌گیری‌ها عمیق‌اند و دلالت‌های سیاسی-اجتماعی مهمی دارند، این شیوه تاریخی کار پیکتی است که اثرش را، به‌ویژه برای کسانی که در حوزه طراحی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشتی کار می‌کنند، ارزشمند می‌کند. این فصل چرایی آن را شرح می‌دهد.

نابرابری $R > G$

موتور محرک پیکتی برای نتیجه‌گیری‌های یادشده، نابرابری $R > G$ است. R نرخ متوسط سالانه بازده واقعی سرمایه پیش از مالیات‌گیری^۲، شامل سود، سود سهام، بهره و اجاره، است که به عنوان درصدی از ارزش کل بیان شده‌اند؛ و G نرخ رشد واقعی اقتصاد است. پیکتی در محاسبه تغییرات R در طول سه قرن گذشته در فرانسه و بریتانیا، دریافت که در دوره پیش از جنگ جهانی اول R به طور میانگین حدود ۵ درصد بود، در دوره حدوداً شصت‌ساله جنگ جهانی اول تا ۱۹۷۰ به اوج خود رسید (بالای ۸ درصد)، و سپس روندی کاهشی

1. de-egalitarian

2. rate of pre-tax real return on capital

پیمود و امروزه به ۴ درصد رسیده است. پیکتی نشان داد که در جهان، پیش از سال ۱۷۰۰، G بسیار اندک بود، در ۱۷۰۰ تا ۱۸۲۰ به ۰.۵ درصد، در ۱۸۲۰ تا ۱۹۱۳ به ۱.۵ درصد و در ۱۹۱۳ تا ۲۰۱۲ به ۳.۰ درصد رسید. مقدار سرانه این نرخ رشد، با کنترل متغیر رشد جمعیت، به ترتیب ۰.۱، ۰.۹ و ۱.۶ درصد است. اگر رشد تولید قرن بیستم برای قرن بیست و یکم هم باقی بماند، با کاهش رشد جمعیت، G به کم‌تر از ۳ درصد کاهش خواهد یافت و سرانجام در ۱.۵ درصد تثبیت خواهد شد.

نکته این است که در بیش‌تر دوران تاریخی ثبت‌شده بشر، R بیش‌تر از G بوده است؛ وضعیتی که احتمال دارد در آینده ادامه یابد. پیکتی نشان داده است که وضعیت $R > G$ حاکی از احتمال رشد سریع‌تر ثروت به‌ارث‌رسیده نسبت به تولید و درآمد است. همچنین حاکی از تشدید تمرکز ثروت به‌ارث‌رسیده در گذر زمان است. با تشدید بیش‌تر تمرکز ثروت، به میزانی که نرخ پس‌انداز افزایش یابد، این پویایی نیز دوباره تقویت می‌شود. نکته مهم این است که در این‌جا خبری از نقص بازار نیست و در کمبود اقدامات سیاسی، مانند مالیات مستقیم و غیرمستقیم فزاینده بر ثروت، خبری از فرایندهای خوداصلاحگر [بازار] هم نیست.

قوانین حکم‌فرما بر تمرکز ثروت

- پیکتی برای کمک به خوانندگان در فهم این نتیجه‌گیری‌ها، برخی از تعاریف و روابط را مطرح می‌کند:
- **درآمد ملی (I):** مجموع درآمد سرمایه (سود، سود سهام تقسیمی، اجاره، حق امتیاز، بهره و...) و درآمد کار (دستمزد، حقوق ماهانه، پاداش و...) یک کشور.
- **نرخ پس‌انداز (S):** بخشی از درآمد ملی که خرج نمی‌شود.
- **سرمایه (C):** تمامی اَشکال ثروت که ممکن است افراد (یا گروه‌هایی از آن‌ها) مالک شوند و می‌تواند از طریق بازار منتقل یا مبادله شود.
- **نرخ سرمایه/درآمد (C/I):** ارزش موجودی سرمایه یک کشور تقسیم بر جریان سالانه درآمد ملی. این نرخ در کشورهای توسعه‌یافته بین ۵ تا ۶ است.
- **نخستین قانون بنیادین سرمایه‌داری:** اگر بخشی از درآمد ملی که در حال تبدیل به سرمایه است $R \times C/I$ باشد، هنگامی که $R = 1/5$ و $C/I = 6$ ، درآمد تبدیل‌شونده به سرمایه ۳۰ درصد است، ۷۰ درصد دیگر به کار تبدیل می‌شود. اگر C/I یا R یا هر دو تغییر کنند، سهم نسبی درآمد ملی از سرمایه و کار تغییر خواهد کرد.
- **دومین قانون بنیادین سرمایه‌داری:** در بلندمدت، نرخ C/I یک کشور را نرخ پس‌اندازها (S) و نرخ

رشد (G) تعیین می‌کنند (S/G). بنابراین ترکیب پس‌انداز کم و رشد زیاد به کاهش نرخ سرمایه/درآمد (C/I) می‌انجامد (برای مثال، $\frac{2}{\frac{1}{4}} = 2$). برعکس، ترکیب پس‌انداز زیاد و رشد کم به افزایش نرخ سرمایه/درآمد می‌انجامد (برای مثال، $\frac{10}{\frac{1}{1.5}} = 15$). این مفاهیم به شرح دغدغه اصلی پیکتی درباره سرمایه‌داری قرن بیست و یکم کمک می‌کند: حرکتی موجه‌نما از اقتصادی که نسبتاً در آن پس‌انداز کم و رشد زیاد است به اقتصاد دیگری که نسبتاً در آن پس‌انداز زیاد و رشد کم است. برای مثال وضعیت امروز را می‌توان به طور غیردقیق چنین تخمین زد: $R=5$ ، $S=10$ ، $G=2$ و $C/I=5$ ، که حاکی از تقسیم درآمد ملی میان سرمایه (۳۰ درصد) و کار (۷۰ درصد) است. اگر S و G به ترتیب به میزان موجه ۱۲ درصد و ۱.۵ درصد تغییر کنند، چه؟ این تغییر به معنی آغاز افزایش نرخ C/I است (قانون دوم) که با فرمول $\frac{12}{1.5}$ برابر با ۸ می‌شود. اگر R در حد ۵ درصد ثابت بماند، نسبت ۳۰ و ۷۰ درصد سرمایه و کار از درآمد ملی، به ۴۰ و ۶۰ تغییر می‌کند (قانون نخست). به طور سیاسی، چنین انتقال ۱۰ واحدی که سهم سرمایه را از درآمد ملی افزایش و سهم کار را کاهش می‌دهد، مطمئناً به طور جدی معضل آفرین خواهد بود. این شرایط تأیید جدی فراخوان پیکتی است؛ فراخوانی که درباره رسیدگی به احتمال قریب به یقین افزایش قابل توجه ثروت و درآمد در دهه‌های پیش‌روست.

داستان R چیست؟

پیکتی نرخ R را در کشورهای فرانسه و بریتانیا در دوره پیش از جنگ جهانی اول، بر اساس برآورد میزان حقیقی C و I که منجر به آغاز سرمایه‌داری قرن هجدهم شد، به طور مستدل محاسبه کرده و به میزان ثابت ۵ درصد رسیده است. او دوره تقریباً شصت‌ساله جنگ جهانی اول تا ۱۹۷۰ را همچون ناهنجاری می‌بیند که در پی تأثیرات دو جنگ جهانی و دوره رکودی که بین آن‌ها رخ داد، پدید آمد. دو دوره پُراهمیت وجود داشت. دوره اول (۱۹۴۵-۱۹۱۴) با افزایش مالیات‌ها، سقوط بهای سرمایه و ائتلاف سرمایه فیزیکی همراه بود و زمینه‌ساز دوره دوم بود (۱۹۷۰-۱۹۴۶)؛ دوره‌ای طولانی‌تری که بازسازی سرمایه، رشد اقتصادی بالا، افزایش ارزش سرمایه و تجربه R بالا را به همراه داشت.

محاسبات پیکتی از R نشان می‌دهد که اکنون دوره ناهنجار مورد اشاره را پشت سر گذاشته‌ایم و R از قرن هجدهم و نوزدهم که ۵ درصد بود، به ۴ درصد کاهش یافته است که رقمی واقع‌گرایانه‌تر است. خواهید دید که در فصل بیستم، من نیز چنین نتیجه‌ای می‌گیرم. در آن‌جا نشان می‌دهم که ما مدتی است در دوره «سرمایه‌داری بالغ»^۱

قرار داریم و یکی از ویژگی‌های اصلی این دوره، این است که میزان R نسبت به آنچه برای دوره پس از جنگ جهانی دوم و تجربه بازسازی سرمایه و رشد اقتصادی بالا انتظار می‌رفت، به شدت کم‌تر است. به‌ویژه پیش‌بینی‌های درازمدتی درباره نسبت بازده حقوق صاحبان سهام به بازده اوراق قرضه دولتی مصون از تورم (پیش از مالیات و مخارج) به دست داده‌ام که ۵ درصد به ۱ درصد است. این تخمین با محاسبات میانگین R پیکتی (در تمامی اشکال سرمایه) برای دوره کنونی همسوست: ۴ درصد.

در ادامه، پیکتی راجع به چگونه اندیشیدن درباره پیش‌بینی R، بحث خوبی را ارائه می‌کند. بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های مشترک برای تهیه خدمات املاک و مستغلات (مسکونی و تجاری) و تولید کالا و تهیه بسیاری از خدمات غیر از املاک و مستغلات به کار گرفته می‌شوند. بنابراین بازده سرمایه می‌تواند به شکل رانت (کسب‌شده پرداخت‌نشده یا پرداخت‌شده)، سود (به طور مستقیم یا غیرمستقیم وصول‌شده) و بهره (بسته به انواع گوناگون سرمایه پرداخت می‌شود) باشد. آینده R از سویی به عایدات نوآوری و تولیدگری و از سوی دیگر به کمیابی (یا مازاد) نسبی سرمایه بستگی دارد. کمیابی یا مازاد نسبی ممکن است در سرمایه‌گذاری‌های اشتراکی^۱ ملی (یا بین‌المللی) وجود داشته باشد. برای نمونه به نظر می‌رسد که امروزه برحسب ذخایر نقدی شرکت‌های مدرن بزرگ، این شرکت‌ها با چالشی روبه‌رو هستند: چالش یافتن سرمایه‌گذاران جدیدی که بتوانند از هزینه سرمایه حداقل نرخ بازده تعیین‌شده^۲ شرکت فراتر بروند. هم‌زمان، اغلب کشورها با مشکل کمبود سرمایه برای زیرساخت‌های فیزیکی مواجه‌اند.

اهمیت صندوق‌های بازنشستگی در متن کلی جهان

مستمری‌بگیران می‌پندارند که صندوق‌های بازنشستگی مهم‌ترین تیم جام جهانی ثروت‌اند. به بیان دیگر، این درک رواج دارد که ۶۳ تریلیون دلار دارایی اختصاص داده‌شده به صندوق‌ها (رقم تخمینی است)، یکی از بزرگ‌ترین دارایی‌های اشتراکی^۳ در جهان‌اند.^[۲۰] آیا همین‌طور است؟ اعداد به‌مراتب بزرگ‌تری که پیکتی شرح می‌دهد، مسئله را روشن خواهد کرد. در نظر بگیرید:

- کل سرمایه جهانی (متعلق به ۴.۵ میلیارد فرد بالغ): ۳۵۰ تریلیون دلار
- کل سرمایه جهانی / تعداد افراد بالغ: ۷۸ هزار دلار
- درصد بالایی (۴.۵ میلیون فرد بالغ): ۵۹ تریلیون دلار (۱۷ درصد از کل سرمایه جهانی)

1. capital pool
2. hurdle rate
3. asset pools

- درصد بالایی / تعداد افراد بالغ: ۱۳ میلیون دلار
 - ۰.۹ درصد بعدی (۳۹.۵ میلیون فرد بالغ): ۱۱۶ تریلیون دلار (۳۳ درصد از کل سرمایه جهانی)
 - ۰.۹ درصد بعدی / تعداد افراد بالغ: ۲.۹ میلیون دلار
 - ۴۹ درصد بعدی (۲,۲۴۵ میلیارد فرد بالغ): ۱۷۵ تریلیون دلار (۵۰ درصد از کل سرمایه جهانی)
 - ۴۹ درصد بعدی / تعداد افراد بالغ: ۷۹ هزار دلار
 - ۵۰ درصد پایینی (۲.۲۵ میلیارد فرد بالغ): ناچیز^[۳۱]
- آشکار است که ثروت جهان به هیچ وجه به طور عادلانه توزیع نشده است: ۱ درصد بالایی دارندگان ثروت جهان، صاحب ۵۰ درصد کل سرمایه جهانی‌اند (۱۷۵ تریلیون دلار). در مقام مقایسه، به نظر می‌رسد ۳۶ تریلیون دلار دارایی مشترک صندوق‌های بازنشستگی جهان، خیلی زیاد نیست. ویکی‌پدیا تصویر کامل‌تری از تملک نهادهای دارایی‌ها را بر اساس طبقه‌بندی‌ای کلیدی ارائه کرده است. جدول ۴-۱ گویاست. توجه داشته باشید که ارزش دارایی‌های بازنشستگی (۳۶ تریلیون دلار) حدوداً با ثروت نهادهای خصوصی مدیریت‌کننده سرمایه‌گذاری (۳۳ تریلیون دلار) یکسان است و دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شرکت‌های بیمه خیلی کم‌تر نیست (هریک ۲۴ تریلیون دلار). ارزش صندوق‌های ثروت ملی^۱ و بنیادها و اوقاف^۲ بسیار کم‌تر است: ۵ تریلیون و ۱ تریلیون دلار.

جدول ۴-۱. ارزش دارایی‌های جهان برحسب گروه‌های نهادهای سرمایه‌گذاری

گروه	ارزش دارایی به تریلیون دلار
نهادهای خصوصی مدیریت‌کننده سرمایه‌گذاری	۳۳
صندوق‌های بازنشستگی	۳۶
صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	۲۴
شرکت‌های بیمه	۲۴
صندوق‌های ثروت ملی	۵
بنیادها و اوقاف	۱
کل	۱۲۳

منابع: داده‌ها را نگارنده از IMF و Bloomberg، Towers Watson گردآوری کرده است.

1. Sovereign Wealth Funds
2. Endowments/Foundations

هنگامی که داده‌های جدول قبلی را به یافته‌های پیکتی مربوط می‌کنیم، به نظر معقول می‌آید که چنین تفسیر کنیم: ثروت صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (روی هم رفته ۶۰ تریلیون دلار)، همان «۴۹ درصدِ بعدی» مد نظر پیکتی است (یعنی طبقه متوسط). در مقابل، ۳۳ تریلیون دلار ثروت نهادهای خصوصی مدیریت‌کننده سرمایه‌گذاری، فقط بخشی از ثروت ۱۷۵ تریلیون دلاری «ده درصدِ بالایی» است. برخلاف داستانِ پیکتی درباره توزیع متمرکز ثروت، این تمایزی مهم است. اغلب ۶۰ تریلیون دلار ثروت طبقه متوسط، ثروت «چرخه زندگی»^۱ است؛ به این معنا که این پس‌اندازها، تا حد زیادی با پس‌اندازهایی که خرج مصرف دوره‌های پیشاشغال و پساشغال «۴۹ درصدِ بعدی» می‌شود، منطبق است. برعکس، اغلب ۱۷۵ تریلیون دلار متعلق به ۱ درصدِ بالایی، ثروت میراثی است؛ به این معنا که خرج نخواهد شد، بلکه برای وارث‌های خانوادگی این ۱ درصد یا دیگران به ارث خواهد رسید.

مسئله مهم، این واقعیت است که «ثروت قدرت است». ۱۷۵ تریلیون دلار ۱ درصدِ بالایی، قدرت شگرفی نصیب آنان می‌کند. چگونه از این ثروت استفاده خواهند کرد؟ ۶۰ تریلیون دلار متعلق به ۴۹ درصدِ بعدی که توسط صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مدیریت می‌شود، چه؟ در این‌جا نیز مطمئناً قدرت بالقوه بسیاری وجود دارد. برای نمونه، بر اساس سایت Marketwatch.com، این ثروت تقریباً با کل سهام ثبت‌شده بازار جهانی در اواسط سال ۲۰۱۵ برابری می‌کند: ۶۹ تریلیون دلار.

در کتاب حاضر، به تمایز مهم میان صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌پردازیم. صندوق‌های بازنشستگی وظایف مشخص و آشکارِ بیش‌تری در مدیریت این ثروت با طرزفکری بلندمدت و امانی دارند. بنابراین اعضای هیئت‌مدیره و تیم‌های مدیریتی صندوق‌های بازنشستگی افرادی منطقی‌اند که فرایندهایی را ایجاد و رهبری کنند تا تضمین کند دارایی‌های تحت امانت آنان با راهبردهای بلندمدتِ خلق ثروت مدیریت خواهد شد.

مشارکت‌های پیکتی

بر اساس آنچه آمد، ما از پدیده پیکتی چه باید بسازیم؟ دو چیز به ذهن می‌رسد. در زمینه کلی و گسترده اجتماعی-سیاسی-اقتصادی، پیکتی، برای بحث درباره مسیر آینده سرمایه‌داری، چارچوبی شفاف و غیرایدئولوژیک به دست می‌دهد. برخلاف بینش امانی سرمایه‌داری صندوق‌های بازنشستگی که در این کتاب مطرح شده است، پیکتی شیوه‌هایی را شرح می‌دهد که طی آن، پیامدهای سرمایه‌داری پاتریمونیال

ارث‌محور^۱ از طریق نابرابری $R > G$ تشدید می‌شود.

پیکی، به‌ویژه در مورد بخش صندوق‌های بازنشستگی، به ما یادآور می‌شود که هم‌اکنون، در قرن بیست‌ویکم، که R و G از دوره ناهنجار پس از جنگ جهانی دوم کم‌تر است، باید راه‌حلی بیابیم. این واقعیت باید در محاسبات هزینه و تأمین مالی، که برای فراهم کردن بازنشستگی آینده لازم است، منعکس شود. همان‌طور که پیتر دراگر چهار دهه پیش در کتاب خود، انقلاب پنهان^۲، نوشت، الزامات امانی، صندوق‌های بازنشستگی را، برای هدایت سرمایه به مسیری که مزایای اقتصادی طولانی‌مدتی برای همگان تولید کند، به بهترین نامزد تبدیل شدن به «واگن راهبر»^۳ تبدیل می‌کند.^[۳۲]

1. inheritance-driven patrimonial capitalism

2. *Unseen Revolution*

۳ . lead wagon: واگن اصلی قطار که موتور بر آن سوار است و واگن‌های دیگر را به دنبال خود می‌کشد. - م.

بخش دوم

طراحی صندوق‌های باز نشستگی

طراحی مفهوم ابتدایی [چگونگی] استفاده از یک ایده، از طریق عمل، فرایند و تمرین است؛ یا هنر تدبیر، برنامه‌ریزی یا ایجاد چیزی مطابق با معیارهای کارکردی از لحاظ اقتصادی و اجتماعی-سیاسی است.

اقتباس از فرهنگ لغت انگلیسی آکسفورد
و کتاب روش مهندسی^۱ از ژاک برینکمپر^۲ (۱۹۹۶)

1. Method Engineering
2. Sjaak Brinkkemper

فصل پنجم

چرا به گفت‌وگو دربارهٔ اصلاحات بازنشستگی نیاز داریم؟

«غبطه خوردن به بازنشستگی یا در آماج نقد قرار دادنش، هیچ‌یک به نتیجهٔ مطلوبی نمی‌انجامد. طرح‌های بازنشستگی می‌توانند کار کنند. آن‌ها برای تطبیق یافتن با خیل عظیم متولدان دارای عمر طولانی یا در حال سالمندی ساخته نشده‌اند. یک بازار بی‌ثبات دیگر نمی‌تواند این عیوب ساختاری را جبران کند. اما اگر اکنون به رفع این ضعف‌ها بپردازیم، هیچ‌یک سرنوشتی مقدر نخواهند بود...»

جیم لیچ و جکی مک‌نیش^۱ در کتاب راه سوم: مواجهه با عیوب نظام بازنشستگی ما^۲ (۲۰۱۳)

بحث دربارهٔ صندوق‌های بازنشستگی در واشنگتن دی‌سی

اخیراً از من خواسته شد که افکارم دربارهٔ اصلاح صندوق‌های بازنشستگی را با ۱۲۵ قانون‌گذار، صاحب‌منصب و گروهی از لابی‌گران حوزهٔ بازنشستگی دولتی و ایالتی در میان بگذارم؛ مجموعه‌ای که نمایندهٔ بخش بزرگی از قشر سیاسی واشنگتن دی‌سی بودند. نام این سخنرانی «طراحی بخش عمومی بازنشستگی: تغییر گفت‌وگو» بود. پیام اصلی این نام‌گذاری این بود که تا هنگامی که اصلاحات صندوق‌های بازنشستگی در ایالات متحده و جاهای دیگر در چارچوب اصطلاحات به‌شدت ساده بیان می‌شود (مزایای معین در مقابل

1. Jim Leech and Jacquie McNish

2. *The Third Rail: Confronting Our Pension Failures*

حق بیمه معین)، بحث بی‌فایده‌ای است که در نهایت برندگان و بازندگانی خواهد داشت. تغییر درست معیارهای اصلاح صندوق‌های بازنشستگی مستلزم این است که چارچوب ساده گفت‌وگوی یا این-یا آن پایان یابد و به گفت‌وگوی سازنده‌تری تبدیل شود؛ گفت‌وگویی درباره آنچه می‌کوشیم انجام دهیم و چگونگی حرکت از وضعیت موجود به وضعیت مطلوب.

برای تمرین چنین گفت‌وگویی، من ۴۰ دقیقه را به این بحث اختصاص دادم که ۲۰ دقیقه نخست آن به طرح عناصر کلیدی گفت‌وگوی سازنده گذشت. ۲۰ دقیقه دوم به تمرین داشتن چنین گفت‌وگویی با قواعد بسیار ویژه گذشت: هیچ‌کس اجازه ندارد تا پایان گفت‌وگو از «یا حق بیمه معین یا مزایای معین» استفاده کند. در این فصل ایده‌های کلیدی و شرایط لازم برای چنین گفت‌وگوی مطلوبی را مطرح می‌کنم و چگونگی گفت‌وگوی واشنگتن را گزارش می‌دهم.

کتابی تازه درباره اصلاح صندوق‌های بازنشستگی

درست پیش از رویداد واشنگتن، برای روزنامه ملی کانادا^۱، مقاله‌ای مروری درباره کتابی تازه نوشته بودم.^[۳۳] کتاب ریل سوم درباره اصلاحات بازنشستگی بود. ناگهان بحث با من یار شده بود؛ نقل قول این کتاب که در بالا ذکر شده، کاملاً با موضوع این جلسه، یعنی «تغییر گفت‌وگو» راجع به صندوق‌های بازنشستگی، همسویی داشت. کتاب ریل سوم با ارتباط دادن آینده صندوق‌های بازنشستگی به گذشته آن آغاز می‌شود. برای اصلاح آینده نیازمندیم بدانیم چگونه به امروز رسیده‌ایم. در قدم بعدی، نویسندگان، دو قضیه را ماهرانه در کنار یکدیگر می‌گذارند؛ از سویی نیاز به جمع‌گرایی در طراحی صندوق‌های بازنشستگی و از سوی دیگر ضرورت رهبری فردی برای به کار انداختن آن جمع‌گرایی.^[۳۴]

در ادامه برای شرح دیدگاه‌های کتاب به رنج‌هایی می‌پردازیم که یکی از اعضای شورای شهر در کانادا، یکی از اعضای خزانه‌داری ایالتی آمریکا و یکی از اعضای سازمان‌های تنظیم‌گر صندوق‌های بازنشستگی هلند متحمل شده‌اند. این سه قهرمان اصلاحات بازنشستگی در واکنش به ابراز دیدگاه خود مبنی بر شکنندگی و ناپایداری ترتیبات بازنشستگی، نه تنها با امتناع [دیگران]، بلکه با دشمنی عملی روبه‌رو شدند. این تجربه‌های منقلب‌کننده تأکیدی بر پیام اصلی کتاب‌اند: برطرف کردن تنظیمات منسوخ و قدیمی صندوق‌های بازنشستگی ممکن است خطرناک باشد و شجاعت سیاسی بسیاری طلب کند.

لیچ و مک‌نیش در پرداختن به مسئله صندوق‌های بازنشستگی، از الگوی راه‌حل‌های یکسان برای

موقعیت‌های متفاوت^۱ طرفداری نمی‌کنند و اعتبار کار آن‌ها از همین جاست. آن‌ها طرفدار طراحی جمع‌گرایانه صندوق‌های بازنشستگی‌اند که می‌تواند از حکمرانی خوب، صرفه‌به‌مقیاس و توزیع‌ریسک معقول سود بجوید. آن‌ها به چالش مناسب بودن طراحی جمع‌گرایانه بازنشستگی در جهان واقعی نیز اشاره دارند. وسوسه بنیادین نوع بشر، ترجیح اکنون به قیمت از دست دادن آینده است. بنابراین، برای مثال، مازاد بازنشستگی‌ای را که در اواخر دهه ۱۹۹۰ رخ داد، برای روز مبدا ذخیره نکردیم. در عوض، آن را برای افزایش مزایای بازنشستگی و برقراری تعطیلی بیمه‌پردازی^۲ هزینه کردیم. آیا اکنون رخ دادن کسری منابع مالی صندوق‌های بازنشستگی در طول دهه اخیر را تأیید می‌کنیم؟ خیر، در بسیاری از موارد، میزان واقعی این کسری‌ها به دلیل مفروضات غیرواقع‌گرا و خوش‌بینانه راجع به بازده دارایی‌ها، پنهان مانده است. خلاصه این که نویسندگان کتاب می‌گویند برای داشتن بازنشستگی‌هایی با نظام درآمدی باثبات، باید این نظام‌های مالی با بیش‌ترین میزان ممکن عدالت بین‌نسلی طراحی و مدیریت شوند.

تغییر گفت‌وگو درباره اصلاح بازنشستگی

- به نشست و اشنگتن برگردیم. پیشنهاد من برای تغییر گفت‌وگوی ناکارآمد به گفت‌وگویی سازنده چه بود؟ من بر پنج واقعیت در طراحی صندوق‌های بازنشستگی تأمل کردم:
- تمامی نظام‌های مناسب بازنشستگی، دارای سه ویژگی مشترک‌اند (توضیح بیش‌تر در ادامه آمده است).
 - تمامی نظام‌های بازنشستگی با ریسک‌هایی مواجه‌اند که باید فهمیده و مدیریت شوند.
 - برخی از این ریسک‌ها دارای ابعاد بین‌نسلی هستند.
 - پایداری طرح بازنشستگی مستلزم [برقراری] عدالت بین‌نسلی است.
 - دستیابی به این عدالت، پیامدهایی برای طراحی طرح بازنشستگی در پی دارد.
- هریک از این واقعیت‌ها شرح داده خواهد شد. از سه ویژگی مشترک میان تمامی نظام‌های مناسب بازنشستگی آغاز می‌کنیم. این نظام‌ها چنین‌اند:
- **دربگیرنده**^۳: تمامی کارگران برای دسترسی به بازنشستگی، از فرصتی برابر برخوردارند.

1. one-size-fits-all

۲. contribution holiday: تعطیلی بیمه‌پردازی هنگامی رخ می‌دهد که در یک طرح بازنشستگی، به دلیل رسیدن به مازاد کافی، موقتاً از کارفرما و کارگر حق بیمه دریافت نمی‌شود. - م.

3. Inclusive

- **طراحی در خدمت هدف:**^۱ این نظام به طور هدفمند برای این طراحی شده که از یک تاریخ معین بازنشتی تا آخر عمر میزان معینی مستمری بپردازد. با این حال، به منظور اصلاح مسیر در طی راه باید از انعطاف‌پذیری لازم برخوردار باشد.
- **مقرون به صرفه:**^۲ پس‌اندازهای بازنشتی از طریق سازمان‌های بازنشتی‌ای که «ارزش منابع مالی هزینه‌شده» را حفظ می‌کنند و ارتقا می‌دهند، به مستمری‌های پرداختی تبدیل می‌شوند. اگر با اطمینان می‌پذیرید که هیچ آدم عاقلی با این سه ویژگی مخالفت نخواهد کرد، تا این قسمت از بحث خیلی خوب پیش آمده‌ایم.

فرمول طراحی در خدمت هدف

- سخنرانی واشنگتن بحث دربارهٔ ویژگی‌های دربرگیرندگی و مقرون به صرفگی را به روز بعدی موکول کرد و بر ساختن فرمول طراحی در خدمت هدف متمرکز شد. این فرمول هم سه گام دارد:
- **تعیین مستمری هدف:** هدفی متداول می‌تواند ۶۵ درصد حقوق باشد، البته تعدیل شده براساس تورم.
 - **هزینهٔ مستمری هدف:** پیش‌بینی طول دورهٔ اشتغال، طول عمر پس‌اشتغال، میزان پرداختی‌های بازنشتی دولتی لایهٔ اول (مانند مستمری سالمندی، تأمین اجتماعی و...) و بازده سرمایهٔ حق بیمه‌های سرمایه‌گذاری شده.
 - **شناسایی ریسک‌های مرتبط و احتمال تخفیف این ریسک‌ها:** نااطمینانی‌های اصلی مربوط به طول عمر (یعنی من چگونه و چقدر زنده خواهم بود؟) و بازده خالص واقعی که از حق بیمه‌های دریافتی و سرمایه‌گذاری شده حاصل می‌شود (یعنی پیش‌بینی عقلانی و بلندمدت بازده پس از کسر هزینه‌ها و تعدیل بر اساس تورم).

شکل ۵-۱. ریسک‌های پیش‌روی طرح‌های بازنشستگی



منبع: KPA Advisory Services Ltd.

گام سوم چالش برانگیزتر است. شکل ۵-۱ به این نکته مهم اشاره دارد که هر دو نوع ریسک طول‌عمر و بازده، دارای دو بُعد درون گروهی / درون دوره‌ای و بین دوره‌ای هستند. ریسک‌های درون گروهی / درون دوره‌ای به آسانی قابل توزیع و تنوع‌بخشی هستند، اما ریسک‌های بین دوره‌ای چنین نیستند.

عدالت بین نسلی

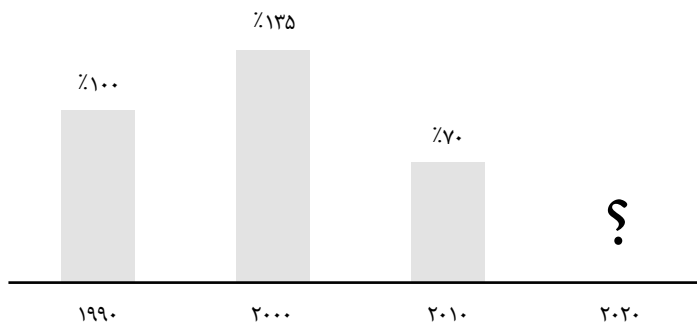
توزیع ریسک بین دوره‌ای، از لحاظی دارای اهمیت فراوانی است. بحث این است که طرح‌های سنتی مزایای معین می‌توانند ریسک طول‌عمر (یعنی ریسک این که کل گروه بیش از انتظار زنده بمانند) و ریسک بازده واقعی را (یعنی ریسک این که بازده واقعی در دفعات متعدد، کمتر از بازده مورد انتظار باشد) طی زمان و بین دوره‌ها توزیع کنند. این ویژگی اصلی و مفید طرح‌های سنتی مزایای معین به‌خوبی با منطق یا واقعیت جور در نمی‌آید. از لحاظ منطقی، اصلاً نسل بعدی پشت میز مذاکره تصمیم‌گیری حاضر نیست چانه‌زنی کند. از این رو نسل بعدی اصولاً امکان پیگیری منافع خویش را ندارد. در نتیجه، نسل‌های بعدی معمولاً جز ریسک‌های باقی‌مانده^۱ی طرح‌های مزایای معین نصیب‌شان نمی‌شود، بدون این که بابت این، حق و امتیاز^۲ جبران‌کننده‌ای دریافت کنند.

1. residual risk

2. privilege

شکل ۵-۲. مسئله عدالت بین نسلی

عدم توازن بین نسلی ریسک در عمل:
وضعیت تأمین مالی طرح‌های بازنشتی مزایای معین بخش عمومی ایالات متحده



منبع: KPA Advisory Services Ltd.

شواهد واقعی نیز این منطق را تأیید می‌کنند. به شکل ۵-۲ نگاهی بیندازید. این شکل مسیر زمانی نسبت تأمین مالی طرح‌های مزایای معین بخش عمومی ایالات متحده را در طول دوره بیش از بیست‌ساله اخیر نشان می‌دهد. دقت کرده‌اید که چگونه از خود به عنوان کسانی صحبت کردیم که با پایان یافتن قرن بیستم وارد پارادایمی با «مبدأ جدید»^۱ می‌شوند؟ با پایان این قرن، نسبت تأمین مالی^۲ طرح‌های مزایای معین، اغلب به بیش از ۱۰۰ درصد خواهد رسید. آیا ما این مازاد ترازنامه را به عنوان وجوهی برای روز مبادا به کار خواهیم گرفت و آینده [احتمالاً متزلزل] طرح در سال‌های کمبود را در نظر می‌گیریم؟ خیر. قابل پیش‌بینی است که مازاد را صرف افزایش مزایا و تعطیلی بیمه‌پردازی می‌کنیم. مگر این دوره، دوره جدید افزایش شدید نرخ رشد اقتصادی و بازده بازار سهام نبود؟ آیا ریسک‌پذیری بیش‌تر ما به معنی کسب بازده‌های بیش‌تر نبود؟ یک دهه بعد خواهیم دانست که پاسخ هردوی این پرسش‌های کنایه‌آمیز مربوط به چرخش قرن، منفی است. با توجه به این واقعیت‌های اقتصادی سرراست، اکنون آکچوئری‌های شرمگین اعتراف می‌کنند که برای زمانی بسیار طولانی، احتمال افزایش طول عمر بازنشتگان را کم‌تر از واقع برآورد کرده‌اند. امروزه همه به دنبال اکسیر شفابخشی هستند که نسبت‌های تأمین مالی ۶۰ تا ۸۰ درصدی طرح‌های بازنشتی بخش عمومی ایالات متحده را به ۱۰۰ درصد سابق برگرداند. امروزه بسیاری از افراد در مناسب رهبری، با در نظر داشتن مسئله ریل سوم که لیچ و مک‌نیش به‌خوبی آن را شرح داده‌اند، به دنبال راه آسانی برای خروج از

1. new era

2. funded ratio

مشکل‌اند؛ راه‌های آسانی مانند این که دوره استهلاک بدهی‌های تأمین مالی نشده به ۳۰ سال افزایش پیدا کند، یا میزان ریسک را خیلی بیش‌تر کنیم و امیدوار باشیم بهترین شرایط رخ دهد. توجه داشته باشید تمامی این «راه‌حل‌ها» نیز ریسک طول عمر و تأمین مالی را به نسل بعدی منتقل می‌کنند.

از این جا به کجا برویم؟

با توجه به این که اکنون طرح‌های مزایای معین بخش عمومی وضعیت مناسبی ندارند، قابل انتظار است که اعضای جناح راست سیاسی بخواهند یکسره از چنین طرح‌هایی بپرهیزند. نبود چنین طرح‌هایی به بروز فاجعه می‌انجامد. ما با لیچ و مک‌نیش موافقیم که «هیچ‌یک از نقص‌های طرح‌های بازنشستگی سرنوشتی مقدر نیستند، به شرطی که برای اصلاح و بازسازی آن‌ها اقدام کنیم».

از نظر من، برای آغاز این بازسازی باید زبان بی‌فایده DB/DC را رها کنیم. در حال حاضر، رهبران سیاسی در بریتانیا، هلند، دانمارک و استرالیا هم این کار را کرده‌اند. آن‌ها از طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین (DA)^۱ حرف می‌زنند. در آمریکای شمالی، اصطلاح طرح مزایای هدف (TB)^۲ در حال رواج یافتن است. درباره چگونگی طراحی و اجرای طرح‌های بلندپروازی معین و مزایای هدف مباحث پرحرارتی در جریان است. از نظر ما، یک طرح مناسب بلندپروازی معین یا مزایای هدف، دارای پنج ویژگی اصلی است:

- نرخ هدف برای جایگزینی درآمد: برای فراهم کردن استانداردهای زندگی به حد کافی، به چه میزان از درآمد پسااشتغال نیاز هست؟
- نرخ هدف برای حق بیمه‌ها: با اتخاذ مفروضه‌هایی واقع‌گرایانه راجع به طول دوره اشتغال، طول عمر و بازده واقعی و خالص سرمایه‌گذاری‌ها، برای رسیدن به مستمری هدف، چقدر پول باید کنار گذاشت؟
- انتقال ثروت بین نسلی: طراحی طرح از لحاظ عدالت بین نسلی آزموده می‌شود.
- و سازمان پرداخت‌کننده مستمری قابلیت دارد که از طریق یک برنامه سرمایه‌گذاری بلندمدت و به‌خوبی مدیریت‌شده، وجوه نقدی چنددهه‌ای را (مانند جریان‌های نقدی اوراق مشتقه، اجاره و اوراق قرضه عوارض^۳) بیندوزد و ارتقا دهد.
- قابلیت اطمینان به دریافتی‌های آینده در ازای پرداختی‌های کنونی: اعضای طرح می‌توانند درآمد مادام‌العمر را به قیمتی معقول کسب کنند.

1. defined-ambition

2. target benefit

3. tolls

افزون بر این، سازمان ارائه‌دهنده مستمری، یک گزینه خودکار^۱ ایجاد می‌کند که طی آن، تا زمانی که مشارکت‌کنندگان به سنی خاص (مثلاً ۵۰ سال) برسند، در قالب برنامه‌ای مبتنی بر خلق ثروت بلندمدت، حق بیمه‌ها به طور خودکار به حساب‌های فردی منتقل می‌شوند. پس از رسیدن به سن تعیین شده، مشارکت‌کنندگان در طول زمان باقی‌مانده از دوره اشتغال خود، به تدریج مستمری مربوط به ویژگی پنجم را دریافت می‌کنند. سازمان ارائه‌دهنده مستمری دارای برنامه‌ریزی مالی، مهارت‌های ارتباطی و زیرساخت‌های بسیار خوبی برای راهنمایی مشارکت‌کنندگان در طول چرخه زندگی مالی آن‌هاست.

سخنرانی واشنگتن با مثالی از یک سازمان ارائه‌دهنده مستمری از نوع DA/TB پایان یافت که در شکل ۳-۵ آمده است. این مثال، در واقعیت با طرح‌ها و سازمان‌های بزرگ بخش صنعت که در ایالات متحده بنیان‌گذاری شده‌اند شباهت بسیاری دارد. با معیار قرار دادن ویژگی‌های اصلی طرح بلندپروازی معین (DA) که پیش‌تر ذکر شد، می‌توان گفت نمونه‌های واقعی برای بیش از ۶۰ سال مدیریت موفق داشته‌اند. شایان ذکر است که معمولاً هنگامی که می‌پرسیم «شما چنین سازمانی را می‌شناسید»، افراد اندکی پاسخ صحیح می‌دهند: «اصلاً می‌توان چنین سازمانی را شناخت»^[۲۵]

شکل ۳-۵. یک سازمان ارائه‌دهنده مستمری از نوع بلندپروازی معین

نمونه‌ای از ایالات متحده: یک نظام بازنشتی بلندپروازی معین بزرگ‌مقیاس



منبع: KPA Advisory Services Ltd.

تغییر گفت‌وگو

هنوز معضل آشکار و نادیده‌ای باقی مانده که به آن نپرداخته‌ایم: حرکت از گفت‌وگوی بی‌فایده یا این‌یا آن به گفت‌وگوی مفید. سه قهرمان بازنشستگی که در کتاب ریل سوم به آن‌ها اشاره شده است، [طی تجربه] دسته‌اول [خود] آموختند که متقاعد کردن بیمه‌پردازان و کارگران سالمندتر به کاهش درآمد طرح سنتی بازنشستگی مزایای معین، با این توجیه که توانایی مالی طرح و عدالت بین‌نسلی را حفظ می‌کند، بسیار دشوار است. در نمونه‌هایی که در نیوبرونزویک و رودآیلند^۲ رخ داد، شواهد غیرقابل انکاری وجود داشت که [نشان می‌داد] ورشکستگی‌هایی در حال ظهورند که حتی به کاهش بیش‌تر مستمری‌ها منجر خواهند شد. در مورد هلند، از لحاظ قانونی الزامات سفت‌وسختی در کار بود: باید به منظور اطمینان از این که مستمری‌های وعده‌داده‌شده، بدون کمک‌مالی از نسل‌های بعدی پرداخت شوند، پشتیبانی از تعهدات بازنشستگی با تکیه بر دارایی‌های کافی صندوق انجام شود. برای بازسازی و رفع ضعف‌های کنونی طرح‌های مزایای معین و حق بیمه معین و در رفع نیازهای کارگرانی که از هیچ طرح بازنشستگی‌ای بهره‌مند نیستند، به رهبری بسیار باکفایت‌تری نیازمندیم.

حیرت‌آور بود که ۲۰ دقیقه گفت‌وگوی مودبانه پایانی، بدون هیچ اشاره‌ای به واژه‌های DB و DC انجام شد؛ و حتی بهتر، مطرح کردن مدل‌های بلندپروازی معین (DA) و مزایای هدف (DB) کنجکاوی و پرسش‌های خوبی را برانگیخت. ممکن است گفت‌وگوی جدیدی آغاز شده باشد؟

1. elephant in the room

2. New Brunswick and Rhode Island

فصل ششم

درباره منابع و مصارف طرح‌های بازنشستگی مزایای معین جدا کردن واقعیت از افسانه

«هنگامی که تمامی طرفین، نماینده‌ای بر سر میز چانه‌زنی نداشته

باشند، بازی نمایندگی، بازی ناقصی خواهد بود.»

وودی بروک^۱، SED Client Memo، آگوست ۲۰۱۳

نیاز به خرد غیرمتعارف

هدف این فصل، شتاب دادن به بحث‌های سازنده و متمرکز درباره تأمین مالی (منابع) و هزینه‌های (مصارف) طرح‌های بازنشستگی است. چنین مباحثی برای طبقه‌بندی چالش‌های متعدد اصلاحات بازنشستگی که در فصل‌های پیش مطرح شد ضروری‌اند. بر اساس خرد متعارف، دلایل این چالش‌ها آشکارند: سالمندی جمعیت و افزایش طول عمر بازنشستگان، اقتصادهای آسیب‌پذیر، عدم تعادل مالی، و بازده‌های ناامیدکننده پس‌اندازهای بازنشستگی. متأسفانه خرد متعارف نمی‌تواند برخی از مسائل مالی کنونی بازنشستگی را حل کند؛ مثل نرخ ناکافی پس‌انداز، سردرگمی در سیاست‌های سرمایه‌گذاری، و ناکافی بودن دارایی‌های انباشته نسبت به بدهی‌های انباشته.

حل این مسائل نیازمند خرد غیرمتعارف است. مثال مناسبی برای این نوع خردمندی غیرمتعارف، پژوهش وودی بروک است که بر اساس نظریه بازی‌ها نشان داده است طرفینی که نماینده‌ای بر سر میز چانه‌زنی

1. Woody Brock

بازنشستگی نداشته باشند، احتمالاً اهرم چانه‌زنی کم‌قدرت‌تری به دست می‌آورند.^[۲۶] مبهم بودن حقوق مالکیت نیز عاملی مرتبط است. درست همان‌طور که بازی نمایندگی ناقص منجر به پیامدهای نامتقارنی در طراحی بازنشستگی می‌شود، تعریف ناقص حقوق مالکیت در بازنشستگی نیز سرانجام به تضادهای خصومت‌آمیز برنده‌بازنده منجر خواهد شد.

در مقام نظر، قانون‌گذاری و تنظیم‌گری بازنشستگی نباید به طرفین مذاکره اجازه دهد که به دلیل نبود نمایندگانی مطلع که در پی نزاع نباشند و [ترکیب آن‌ها] بازنامگر منافع تمام طرفین اصلی (یعنی شامل کارگران و مالیات‌پردازان آینده) باشد، آسیب بخورند. به همین شکل، ترتیبات بازنشستگی که در آن حقوق مالکیت برای تمامی طرفین اصلی (یعنی شامل کارگران و مالیات‌پردازان آینده) شفاف نباشد، باید غیرقانونی تلقی شود و از اجرای آن جلوگیری گردد. در مقام عمل، به رغم تعهد امانی به انصاف و امانتداری، این منطق بدیهی به‌ندرت به کار برده می‌شود. در ایالات متحده، ورشکستگی دیترویت نمونه آشکاری از عواقب قراردادهای ناقص بازنشستگی با حقوق مالکیت ناقص بود.

قراردادهای کامل بازنشستگی

ساده‌ترین مثال برای یک قرارداد کامل بازنشستگی، طرح حق بیمه معین است که در آن کارفرما متعهد است میزان معینی از حق بیمه را به حساب‌های بازنشستگی جداگانه هریک از کارکنان واریز کند. تحت چه شرایطی قرارداد طرح مزایای معین نیز می‌تواند به همین شکل کامل باشد؟ مثال ساده‌شده زیر را در نظر بگیرید: مزایا مبتنی بر یک فرمول مشخص تعلق‌پذیری^۱ (برای مثال، ۱.۵ درصد دریافتی سالانه) و یک تاریخ مشخص بازنشستگی (برای مثال ۶۵ سالگی) است و این فرمول‌ها بر اساس تورم تعدیل می‌شوند.

– تأمین مالی مزایا و پرداخت مزایا بر دو اساس انجام می‌شود: بر اساس منحنی بازده بدون ریسک و مبتنی بر قیمت‌های واقعی بازار و نیز بر اساس جداول مرگ و میر که افزایش پیوسته طول عمر اعضای طرح را به طور محافظه کارانه پیش‌بینی می‌کنند.

– حق بیمه‌های پرداختی به طرح را در سبد اوراق قرضه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند که پلکانی شده^۲ است، ریسک نکول تعهدات ندارد، و متصل به تورم^۳ است و با ساختار زمانی بدهی‌های تعلق‌یافته طرح

۱. Accrual formula: به آن ضریب سنوات نیز گفته می‌شود. - م.

۲. Laddered: در یک سبد پلکانی شده، اوراق بهادار گوناگونی برگزیده می‌شوند که سررسیده‌های به‌شدت گوناگونی دارند و حداکثر تنوع‌بخشی در آن رعایت می‌شود. - م.

بازنشستگی سازگار است. این ویژگی‌ها، ترازنامه طرح بازنشستگی را [از مخاطره] مصون می‌دارد. از لحاظ اقتصاد مالی، چنین طرح مزایای معینی کاملاً با طرح حق بیمه معینی که شرح دادیم شباهت می‌یابد. اعضای طرح از شرایط فرمول تعلق‌پذیری آگاه‌اند و کاملاً قطعی است که شرایط قرارداد بازنشستگی رعایت خواهد شد (این قطعیت دست کم آن قدری است که در جهانی با پدیده‌هایی که از وجود آن‌ها باخبریم اما آن‌ها را نمی‌شناسیم و پدیده‌هایی که می‌توانیم آن‌ها را بشناسیم اما از وجودشان بی‌خبریم، ممکن باشد). در این میان، بزرگ‌ترین امر ناشناخته این است که معلوم نیست کارفرما در سال‌های پیش‌رو همچنان کارفرما باقی بماند.

قراردادهای ناقص بازنشستگی

این مدل ساده‌شده از قرارداد کامل طرح مزایای معین، به ما اجازه می‌دهد که طرح‌های ناقص را تشخیص دهیم. رایج‌ترین کاری که طرح مزایای معین را به طرحی ناقص بدل می‌کند، اتخاذ راهبرد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیری است که میزان بازده مورد انتظار آن از میزان بازده بدون ریسک در راهبرد ایمن تعادل دارایی‌بدهی بیش‌تر است (در دومی، میزان بازده بر اساس منحنی بازده اوراق قرضه دولتی مصون از تورم (TIPS)^۱ زیر ۱ درصد است). چنین انتخابی آغازگر دو پیامد است:

- ترازنامه طرح، در معرض ریسک عدم تعادل قرار می‌گیرد. بار این ریسک بالاخره بر دوش کسی می‌افتد و اگر قرارداد بازنشستگی در مورد این که بار این ریسک بر دوش چه کسی می‌افتد واضح نباشد، قراردادی ناقص است.

- احتمال کاهش الزامات تأمین مالی طرح و کاهش گزارش هزینه‌های جبران خدمات پدید می‌آید. این امر در جای خود پرسش‌های مهمی را پیش می‌کشد: آیا طرح موجب انتقال ثروت «پیشینی»^۲ بین ذی‌نفعان می‌شود؟ و آیا با تمامی ذی‌نفعان به طور منصفانه رفتار می‌شود؟

درحالی که به نظر می‌رسد این دلالت‌ها بدیهی باشند، مقاومت بسیاری در مقابل آزمایش جدی عواقب آن‌ها وجود دارد. منظور این نیست که هیچ‌گاه نباید ریسک سرمایه‌گذاری را تقبل کرد؛ در عوض مسئله این است که چگونه متحمل شدن ریسک و کسی که آن را متحمل می‌شود، باید آشکار و دقیق بیان شود.

1. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)

2. ex-ante

آزمون آربیتراژ^۱ بدون ریسک

برای آزمودن منصفانه بودن قراردادهای مالی، اقتصاددانان مالی آزمون آربیتراژ بدون ریسک را معرفی کرده‌اند. برای منصفانه بودن قرارداد مالی نباید هیچ‌یک از طرفین امکان بیابد روش انتقال ثروت بدون ریسک بین طرفین را دستکاری کند. مثال‌های زیر را در نظر بگیرید:

- دو سرمایه‌گذاری یک‌ساله داریم. یکی بدون ریسک است و ۲ درصد بازده خواهد داشت. دیگری، ۴ درصد بازده مورد انتظار دارد، اما ممکن است پیامدهای گوناگونی را به دنبال داشته باشد، شامل احتمال بالای بازده واقعی کمتر از ۲ درصد.
- کارفرمایی تضمین می‌کند مستمری ۱۰۲ دلاری سالانه‌ای را از همین حالا بپردازد و تأمین مالی طرح باید همین امروز انجام شود. کارفرما برای مراجعه‌کننده اول چک می‌نویسد و ۱۰۰ دلار از او می‌گیرد و در اوراق قرضه بدون ریسک سرمایه‌گذاری می‌کند؛ قرار است یک سال دیگر ۱۰۲ دلار به او مستمری بپردازد. برای مراجعه‌کننده دوم چک می‌کشد، اما از او ۹۸ دلار می‌گیرد و با آن سرمایه‌گذاری پُرریسک می‌کند. آیا کارفرما ۲ دلار هزینه‌های طرح بازنشتی را پس‌انداز کرده است؟ بستگی دارد.
- در خصوص مراجعه‌کننده دوم، اگر سرمایه‌گذاری به بازده ۴ درصد یا بیش‌تر برسد، پاسخ مثبت است. اگر نرسد، چه؟ چه کسی باید این کمبود را جبران کند؟ به طور منطقی کسی که ۲ دلار را در تأمین مالی طرح پس‌انداز کرده است کارفرماست. این پس‌انداز ۲ دلاری ۴ درصد کسری را به ۲ درصد کاهش می‌دهد.
- اگر بازده واقعی صفر درصد بود، چه؟ در این صورت، ۹۸ دلار ابتدایی، سال بعد هم هنوز ۹۸ دلار است و کارفرما باید ۴ دلار از جیب بگذارد تا به ۱۰۲ دلار مستمری وعده‌داده‌شده برسد. هرچه بازده پایین‌تر باشد، مبلغی که کارفرما باید از جیب بگذارد بیش‌تر خواهد بود.
- تمامی این‌ها در صورتی منصفانه خواهد بود که کارفرما تا یک سال دیگر تغییر نکند. اگر تغییر کند، وضعیت تعهدات طرح چه می‌شود؟ کارفرمای سال بعد، مسئول ضمانت مالی ریسک پذیرفته‌شده کارفرمای سال قبل خواهد شد.

در مثال بالا شاهد نمونه‌ای عملی از آربیتراژ بدون ریسک بودید. در مورد مراجعه‌کننده دوم، کارفرمای سال اول امور مالی خود را به شیوه‌ای تنظیم کرد که ۲ دلار هزینه‌های اجرایی، بی‌آن که خودش هیچ

ریسکی متحمل شود، به کارفرمای سال دوم منتقل شود (یعنی به جای ۱۰۰ دلار، ۹۸ دلار حق بیمه پرداخت شده است). این مثال ساده را می‌توان به شیوه‌های گوناگون تعمیم داد. برای نمونه به یک طرح سنتی مزایای معین در بخش عمومی بیندیشید که چندین دهه فعالیت می‌کند. نسل‌های مالیات‌پرداز آینده (و کارگران عضو طرح‌های توزیع‌ریسک) متحمل این ریسک می‌شوند که طرح‌های بازنشستگی امروز با فرض ۴ درصد (یا بیش‌تر) بازده خالص واقعی تأمین مالی می‌شوند، درحالی که بازده واقعی در دهه‌های پیش‌رو کم‌تر خواهد بود.

مورد طرح بازنشستگی کارفرمایان بخش عمومی (PERS)

من در سال ۲۰۰۵ برای کمک به فهم مسئله قرارداد ناقص و چگونگی رسیدگی به آن، مطالعه‌ای موردی انجام دادم. در همان زمان آلسون گرین^۱ به سمت مدیر اجرایی طرح بازنشستگی کارفرمایان بخش عمومی (پرس)^۲ منصوب شده بود. در ابتدا او که فهمیده بود این طرح تأمین مالی ۱۰۰ درصدی دارد (دارایی و بدهی هر دو ۵۰ میلیارد دلار)، خیالش آسوده بود. او از این واقعیت غافل بود که ۵۰ میلیارد بدهی بر اساس نرخ تنزیل بازده خالص واقعی به میزان ۴ درصد محاسبه شده است؛ مبنای این محاسبه، بازده کسب‌شده قبلی در راهبرد ترکیب‌دارایی ۶۰-۴۰ بود.^[۳۷]

سپس او در نشستی در دانشگاه راتمن با موضوع اقتصاد مالی طرح‌های مزایای معین (مانند طرح پرس) شرکت کرد. نکته مهمی که بر اساس اصول اقتصاد مالی آموخت، این بود که محاسبه ارزش بدون ریسک بدهی‌های طرح به طوری که بر اساس تورم تعدیل شده باشد، مستلزم استفاده از منحنی بازده اوراق قرضه دولتی مصون از تورم (TIPS) است. اگر بر اساس این معیار جدید، به جای ۴ درصد، از ۲ درصد نرخ تنزیل استفاده می‌شد، محاسبه بدهی‌ها چه تغییری می‌کرد؟ هنگامی که نمایندگان صندوق بازنشستگی هلندی PGGM مدل جدید مدیریت دارایی - بدهی را ارائه کردند، او پاسخ را یافت: بدهی‌های طرح پرس به جای ۵۰ میلیارد، ۷۴ میلیارد خواهد بود و نرخ تأمین مالی طرح به ۶۸ درصد کاهش می‌یابد.

در واقع آنچه او آموخت، یعنی پیش‌بینی نرخ تنزیل بازده خالص واقعی به میزان ۴ درصد، فقط یکی از نکاتی بود که نشان می‌داد در آینده پیامدهای احتمالی متنوعی پیش‌روست. هیچ اطمینانی در کار نبود. ۲۴ میلیارد تفاوت میان محاسبات بدهی‌های طرح، و محاسبه بدون ریسک بدهی‌ها به میزان ۷۴ میلیارد،

1. Alyson Green

2. Public Employees' Retirement System (PERS)

3. 60-40 asset-mix policy

می‌توانست به قیمت برهم خوردن تعادل مالی طرح تمام شود. در غیاب کسی که چنین کسری‌ای را جبران کند، در حال حاضر، این ریسک عملکرد پایین بر دوش چه کسانی خواهد افتاد؟ هر کسی که باشد، آیا می‌داند چنین ریسکی را متحمل شده است؟ آیا بابت متحمل شدن این ریسک، جبرانی دریافت می‌کند؟ اگر خیر، این عادلانه است؟

حل مسئله ترازنامه طرح پرس

به نظر من، اگر راهبردی که آلیسون برمی‌گزیند، ۲۴ میلیارد دلار کسری را به طور نادانسته به نسل‌های آینده کارگران و مالیات‌پردازان تحمیل کند، منصفانه نخواهد بود. او درمانده ماند که چگونه باید مسئله ترازنامه طرح را حل کند. مدت‌هاست که درصد نرخ حق بیمه از حقوق ۱۵ درصد بوده و بین کارگر و کارفرما به طور پنجاه‌پنجاه تقسیم شده است. اگر نرخ حق بیمه به ۲۰ درصد حقوق افزایش می‌یافت و هردو طرف ۲.۵ درصد بیش‌تر پرداخت می‌کردند، چه می‌شد؟ مدل PGGM بر اساس این فرض و مباحث دیگر، وضعیت مالی طرح پرس را برای ۱۵ سال آینده پیش‌بینی کرده و ارقام را به قیمت جاری برگردانده است.

نتیجه این پیش‌بینی در جدول ۶-۱ نشان داده شده است: حتی افزایش چشمگیر نرخ حق بیمه مسئله عدالت بین‌نسلی در طرح پرس را حل نخواهد کرد. برآورد ارزش جاری بدهی‌های جدید افزایش یافته طی ۱۵ سال، ۷۱ میلیارد دلار خواهد بود که در مقابل آن، فقط ۶۸ میلیارد دلار حق بیمه وجود خواهد داشت. بنابراین حتی افزایش ۲۰ درصدی نرخ حق بیمه، به منظور پرداخت مزایای بازنشستگی آینده بر مبنایی بدون ریسک، کافی نخواهد بود. ارزش محاسبه‌شده قراردادهای اختیار معامله نشان می‌دهد که الف. ۳۲ میلیارد دلار به شرکت بیمه‌گر پرداخت خواهد شد تا یک قرارداد اختیار فروش^۱ تهیه کند که [با فروش به موقع سهام] تمامی کسری بالقوه ترازنامه طرح را در ۱۵ سال آینده پوشش دهد؛ و ب. ارزش روز قرارداد اختیار خرید^۲ [سهام از محل] تمامی مازاد بالقوه در ۱۵ سال آینده، ۵ میلیارد دلار است. ۲۷ میلیارد دلار تفاوت میان ارزش قراردادهای اختیار خرید و فروش، هزینه رفع ناطمینانی ترازنامه طرح است.

1. put option

2. call option

جدول ۶-۱. ترازنامه بهبودیافته طرح با تضمین کامل (۲۰ درصد نرخ حق بیمه برای ۱۵ سال آینده)

دارایی‌ها	ارزش (به میلیارد دلار)	بدهی‌ها	ارزش (به میلیارد دلار)
وجوه جاری صندوق بازنشستگی	۵۰	بدهی‌های جاری	۷۴
حق بیمه‌ها	۶۸	بدهی‌های جدید	۷۱
ارزش قرارداد اختیار فروش [سهام] در صورت کسری	۳۲	ارزش قرارداد اختیار خرید [سهام] در صورت مازاد	۵

منبع: PERS Case Study, Rotman ICPM, University of Toronto.

آلیسون، با فرض این که نمی‌توان نرخ حق بیمه را بیش از ۲۰ درصد حقوق افزایش داد، تصمیم گرفت از تضمین پرداخت مستمری مندرج در قرارداد بازنشستگی بکاهد. چه اتفاقی خواهد افتاد اگر علاوه بر ۲۰ درصد نرخ حق بیمه، الف. مزایای تعلق‌یافته آینده، به جای این که مبتنی بر حقوق دریافتی سال‌های پایانی باشد مبتنی بر متوسط حقوق دریافتی شود و ب. نسبت مستمری به حقوق^۱ فقط هنگامی بر اساس تورم تعدیل شود که ترازنامه طرح به مازاد برسد؟ نتایج این وضعیت در جدول ۶-۲ آمده است. این جدول نشان می‌دهد که اگر شیوه محاسبه مزایا از روش آخرین حقوق دریافتی به متوسط حقوق دریافتی تغییر کند و نیز تعدیل محافظت‌کننده از تورم برقرار باشد، این‌ها فقط هنگامی مقرون به صرفه است که ترازنامه طرح از ۲۷ میلیون دلار کسری به ۲۳ میلیارد دلار مازاد افزایش یابد.

جدول ۶-۲. ترازنامه بهبودیافته طرح با تضمین کم‌تر (۲۰ درصد نرخ حق بیمه برای ۱۵ سال آینده)

دارایی‌ها	ارزش (به میلیارد دلار)	بدهی‌ها	ارزش (به میلیارد دلار)
وجوه جاری صندوق بازنشستگی	۵۰	بدهی‌های جاری (بدون تعدیل)	۴۵
حق بیمه‌ها	۶۸	بدهی‌های جدید (با تعدیل مشروط بر مزایای تعلق‌یافته و جدید)	۵۰
ارزش قرارداد اختیار فروش [سهام] در صورت کسری	۱	ارزش قرارداد اختیار خرید [سهام] در صورت مازاد	۳۴

منبع: PERS Case Study, Rotman ICPM, University of Toronto.

تأثیر کاهش ضمانت‌ها برحسب قراردادهای اختیار معامله را می‌توان با مقایسه جدول‌های ۶-۱ و ۶-۲ فهمید. ارزش قرارداد اختیار فروش سهام در صورت کسری، از ۳۲ میلیارد به ۱ میلیارد دلار کاهش می‌یابد، درحالی که ارزش قرارداد خرید سهام در صورت مازاد از ۵ میلیارد به ۲۴ میلیارد افزایش می‌یابد. در این حالت، نسل‌های آینده نسبت به نسل کنونی، قرارداد بهتری به دست می‌آورند، اما شرایط باز هم عادلانه نیست.

تأملات بیش‌تر

بینش‌های حاصل از مباحث پیش‌گفته، ما را وامی‌دارد تا درباره نقش آلیسون بیش‌تر تأمل کنیم: ترتیبات بازنشتی مزایای معین، از آنچه او در ابتدا تصور می‌کرد بسیار پیچیده‌ترند. این ترتیبات به نظر معمایی پیچیده‌اند: متعادل کردن منافع خاص چند گروه از ذی‌نفعان، با استفاده از ترکیبی پویا از نرخ حق‌بیمه و تغییر مزایا، مشروط به تحولات عملی ترازنامه طرح.

اگر نرخ‌های تنزیل مورد استفاده به طور کلی بالا باشد، کارگران و مالیات‌پردازان جوان‌تر کنونی و کارگران و مالیات‌پردازان آینده، نسبت به کارگران، بازنشتگان و مالیات‌پردازان مسن‌تر کنونی، ریسک‌های بیش‌تری را متحمل می‌شوند، بدون این که بابت آن پاداش بگیرند. آن‌ها در اغلب طرح‌های مزایای معین امروزی، صادرکننده قرارداد اختیار فروش‌اند.

مسیر اصلاح قراردادهای بازنشتی روشن است: به سوی آمیزه‌ای قابل درک و قابل دفاع از قراردادهای کامل که از لحاظ بین‌نسلی به طور منصفانه قیمت‌گذاری شده باشد. ساده‌ترین راه برای دستیابی به این هدف، حرکت به سوی نوعی مدل بازنشتی بلندپروازی معین یا مزایای هدف است که در فصل قبل بررسی شد. ساده‌سازی ترتیبات طرح‌های مزایای معین و جذاب‌تر کردن آن برای کارگران جوان‌تر و کارگران و مالیات‌پردازان آینده، اقدام بسیار چالش‌برانگیزی است، زیرا با این مسئله مواجهیم که آن‌ها می‌گویند: «علاقه‌ای ندارم بفهمم چرا.» ذی‌نفعان قرارداد مزایای معین که اکنون از لحاظ مالی دارای موقعیت بهتری هستند، به آسانی از آن دست نخواهند کشید.

درباره صدها متخصص بازنشتی که در طول دهه گذشته، طرح پرس را موضوع مناظره‌ها و مباحثه‌های خود قرار داده‌اند چه می‌توان گفت؟ آن‌ها به چه نتایجی رسیده‌اند؟ بیش‌تر مطالعات موردی انجام‌شده بر این باورند که طرح پرس به سه دلیل دارای مشکلاتی اساسی است که باید هرچه سریع‌تر به آن‌ها رسیدگی کرد:

- شکاف ۲۴ میلیارددلاری، نماد ریسک جاری نظام پرس است. همه باید از وجود چنین ریسکی

باخبر باشند.

- به احتمال زیاد، مستمری دریافتی اعضای طرح از آنچه انتظار می‌رفت کم‌تر خواهد بود. این واقعیت باید افشا شود.
 - آلیسون گرین برای دستیابی به توفیق کامل باید این مسائل را در نخستین جلسه هیئت‌مدیره مطرح کند. موکول کردن این موضوع به جلسه بعدی، اشتباهی راهبردی است.
- تعداد کم‌تری از مطالعات موردی انجام‌شده، دیدگاه خوش‌بینانه‌ای دارند:
- طرح پرس از لحاظ مالی ورشکسته نیست، اما وقت آن رسیده است که برای حل مسائل، رویکردی حساب‌شده و تدریجی اتخاذ کرد.
 - شرایط کنونی ممکن است به نتایج مطلوبی منجر شوند. بی‌دلیل آن‌قدر دلوپس نباشید.
 - تعیین حد مطلوب تأمین مالی، به میزانی کم‌تر از هزینه‌های اقتصادی تعهدات مستمری تعلق‌یافته (و از این رو، ریسک کسری مالی) فقط یکی از بخش‌های هر توافق مربوط به جبران خدمات است که میان کارگران و کارفرما شکل می‌گیرد. این امر ممکن است به واسطه ملاحظات دیگر جبران شود و این واقعیت باید برای همگان روشن شود.
- خواننده گرامی، از نظر شما، آلیسون چه کار باید می‌کرد؟^[۲۸]

فصل هفتم

تعریف طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین نتایجی از یک گفت‌وگوی بین‌المللی

«بلندپروازی غریزه‌ای قوی برای انجام دادن یا به دست آوردن چیزی است و معمولاً مستلزم ارادهٔ راسخ و کار سخت است.»
فرهنگ لغت آنلاین آکسفورد

گفت‌وگوی بین‌المللی روتردام

فصل قبل نشان داد که اگر می‌خواهیم ترتیبات بازنشستگی را مناسب با واقعیت‌های قرن بیست‌ویکم طراحی و اجرا کنیم، باید از مناظرهٔ کسالت‌آور دربارهٔ الگوهای حق‌بیمهٔ معین و مزایای معین فراتر برویم. در دانشگاه اراسموس روتردام، اخیراً کارگاهی برگزار شد که از تحقق این فراروی خبر می‌دهد. شرکت‌کنندگان علاوه بر هلند، از استرالیا، کانادا، سوئد، بریتانیا و ایالات متحده بودند. اندیشکدهٔ بازنشستگی نستپار^۱ از هلند، آغازگر این رویداد بود. این اندیشکده راهبر فکری اصلاحات در هلند بود: عبور لایهٔ دوم نظام بازنشستگی هلند از طرح «حق‌بیمهٔ معین جمعی»^۲ به نسخه‌ای ساده‌تر و کاربردی‌تر از طرح بلندپروازی معین. اندیشکدهٔ نستپار، از هیئت نمایندگان حامیان مرکز بین‌المللی مدیریت بازنشستگی (ICPM)^۳ - که در دانشکدهٔ مدیریت دانشگاه راتمن تورنتو مستقر است - دعوت کرد تا با پیوستن به این رویداد، بر تنوع

1. NESTPAR

2. collective DC

3. International Centre for Pension Management (ICPM)

دیدگاه‌های حاضر راجع به الگوی مطلوب طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین در قرن بیست‌ویکم بیفزاید. فصل حاضر خلاصه مهم‌ترین مباحث مطرح‌شده در این رویداد و برداشت من از نتایج اصلی آن را ارائه می‌کند.

رسیدگی به مسائل بغرنج کفایت-امنیت-توان مالی

در کارگاه روتردام، توافق گسترده‌ای وجود داشت در این باره که روایت‌های تاریخی مزایای معین و حق بیمه معین، هردو معضلاتی فزاینده دارند. در طرح‌های حق بیمه معین، درباره کفایت و امنیت، مسائلی جدی پیش آمده است. برای مثال، آیا برای ایجاد مستمری مکفی، نرخ پس‌انداز در هنگام کار به قدر کافی بالاست؟ چه کسی حق بیمه انباشت‌شده^۱ را سرمایه‌گذاری می‌کند؟ افراد چگونه می‌توانند کاری کنند که حق بیمه انباشت‌شده آن‌ها برای کل دوره پس‌اشتغال کافی باشد و ته نکشد؟ در طرح‌های مزایای معین، هرچه پیش می‌رویم، کارفرمایان پرسش‌های بیش‌تری راجع به توان مالی طرح پیش می‌کشند و از نقش سنتی خود، یعنی متعهد/ بیمه‌گزار^۲ ریسک‌های بازنشستگی، پای پس می‌کشند.

پذیرش این واقعیات، زمینه‌ساز نگاه تازه به مسائلی بغرنج است که ویژگی ذاتی هر نظام بازنشستگی به شمار می‌روند: کفایت-امنیت-توان مالی. اگر واقعیت‌های قرن بیست‌ویکم مستلزم این باشند که به‌ناچار از میان این سه ویژگی مطلوب، یک یا دو ویژگی را انتخاب کنیم (یعنی «شما نمی‌توانید هر سه را با هم داشته باشید!»)، چه کسی باید در این باره تصمیم بگیرد؟ تصمیم‌گیر باید در چه جایگاه و مقامی باشد؟ و نقش سازمان‌های بازنشستگی^۳ در رسیدگی به این مسائل چیست؟

بانک جهانی در سال ۱۹۹۴ در گزارشی با نام «پیشگیری از بحران سالمندی»^۴ درباره رسیدگی به مسائل یادشده، ایجاد چارچوبی سه‌لایه^۵ را پیشنهاد داد.^[۳۹] به طور کلی، لایه اول، لایه جامع ملی است و با مالیات تأمین مالی می‌شود؛ لایه دوم اشتغال محور است و [با حق بیمه‌های کارگران] از پیش تأمین مالی شده^۶ است؛ لایه سوم نیز همان پس‌اندازهای مکمل بازنشستگی است که به شکل فردی انجام می‌شود. پرسش‌هایی که ما مطرح کردیم به لایه دوم برمی‌گردند. پرسشی مرتبط اما متفاوت درباره طراحی بازنشستگی این است

1. pension pot

2. pension risk underwriter

3. pension organization

4. Averting the Old Age Crisis

5. three-pillar framework

6. pre-funded

که ویژگی‌های اصلی لایه اول چیست و چه باید باشد؟ در واقع، دربارهٔ هردو لایه مرتبط به هم اول و دوم، با مسئله عدم امکان برخورداری هم‌زمان از هر سه ویژگی مناسب (کفایت، امنیت، تأمین مالی) روبه‌رو هستیم. برای مثال اگر لایه اول برای شهروندان ۳۵ درصد درآمد جایگزین مادام‌العمر و تعدیل شده بر اساس تورم فراهم کند که تا سقف خاصی قابل افزایش باشد، باید همین امر را در طراحی هرگونه ترتیبات بازنشستگی لایه دوم در این کشور در نظر گرفت.

طراحی طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین در قرن بیست و یکم

بحث‌های سازنده دربارهٔ طراحی طرح‌های بازنشستگی، از توافق نظرهای [اساسی] آغاز می‌شود. برای مثال، در نشست یادشده، توافق نظر گسترده‌ای وجود داشت که طرح‌های بازنشستگی باید با در نظر داشتن بلندپروازی معین و شفاف طراحی شوند: باقی ماندن استانداردهای زندگی فرد یا زوج در دورهٔ پسااشتغال. چنین توافقی زمینه‌ساز پیدایش دیدگاهی تازه راجع به این مسئله شد که طرح بازنشستگی چگونه می‌تواند/باید میان یکی از دو ویژگی مطلوب امنیت و توان مالی دست به انتخاب بزند. به بیان دیگر، چه چیزی موجب توان مالی مناسب طرح می‌شود، اهرم اصلی کنترل ریسک طرح چیست و تناقض ذاتی این دو ویژگی مطلوب چگونه به بهترین شکل رفع می‌شود؟ این پرسش خلاصهٔ گفت‌وگوی اصلی این فصل است. دو دیدگاه اساسی مطرح شد:

- ملاحظات مربوط به تأمین مالی باید در طراحی طرح‌های بازنشستگی لایه دوم در اولویت قرار گیرد؛ یعنی بر بازده مرکب و بلندمدت پس‌اندازهای بازنشستگی تأکید شود. منصفانه است اگر بگوییم که حاضران اهل حوزهٔ آنگلو ساکسون به این مسیر گرایش دارند.
- ملاحظات مربوط به امنیت نیز باید در طراحی طرح‌های بازنشستگی لایه دوم در اولویت قرار گیرد؛ یعنی بر توزیع مؤثر ریسک‌های مربوط به سرمایه‌گذاری، تورم و طول عمر تأکید شود. این ملاحظات بیش‌تر در ذهن حاضران اهل هلند و حوزهٔ اسکاندیناوی اولویت داشت.

هرچه نشست نوتردام پیش رفت، دیدگاه‌های اولیهٔ شرکت‌کنندگان تعدیل و ملایم‌تر شد. در آن‌هایی که «توان مالی» طرح را مهم‌تر می‌دانستند، تفکر بیش‌تر راجع به ملاحظات مربوط به مدیریت ریسک آغاز شد و در آن‌هایی که «امنیت» طرح را مهم‌تر می‌دانستند، تفکر بیش‌تر راجع به نقش تأمین مالی در ایجاد امنیت، در جهانی با نرخ پایین بهره، آغاز شد. مسئلهٔ دیگری راجع به طراحی طرح‌های بازنشستگی که بارها دربارهٔ آن بحث شد، میزان مناسب انتخاب فردی بود. درحالی که فردگرایی کامل ممکن است عملی نباشد،

رویکرد راه‌حل‌های یکسان برای موقعیت‌های متفاوت^۱ نیز ممکن است چنین باشد. گاه انتخاب راهی میانه بین این دو حد افراطی، احتمالاً بهترین راه است. دو مثال که در ادامه می‌آید، این نکات را روشن کرده است.

داستان صندوق Qsuper

صندوق بازنشتی Qsuper در پی رفع نیاز درآمدی پسااشتغال کارگران و بازنشتگان طرح‌های 540k بخش عمومی در کوئینزلند استرالیا است. این صندوق تعهد امانی خود به اعضا را چنین تعریف کرده است: نظارت بر «انباشت دارایی‌ها و تبدیل آن‌ها به مستمری بازنشتی در طول چرخه زندگی». دارایی‌های جاری صندوق بالغ بر ۷۰ میلیارد دلار استرالیا است. این صندوق مانند دیگر ابرصندوق‌های استرالیایی، دارایی‌های طرح حق بیمه معین خود را با قاعده استاندارد ترکیب اوراق قرضه و سهام مدیریت کرده است که طی آن، [دارایی] ۹۰ درصد از مشارکت‌کنندگان، از مستمری مورد نیاز آن‌ها کم‌تر است. ابرصندوق‌های استرالیایی با یکدیگر رقابت می‌کنند. رقابت با توجه به «جداول لیگ»^۲ انجام می‌شود که بازده نسبی سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها را نشان می‌دهد.

- چند سال پیش، صندوق به این نتیجه رسید که در مقایسه با تفسیر کنونی از تعهدات امانی، اقدامات و خدمات ناقصی دارد. [به همین دلیل] برنامه تحول چندساله‌ای تدوین شد که دارای پنج جزء اساسی زیر بود:
- شیوه سنتی ارائه خدمت را که بر الگوی راه‌حل‌های یکسان برای موقعیت‌های متفاوت^۳ مبتنی است ترک کنید و به شیوه‌ای که تفاوت نیازهای اعضا را بر اساس عواملی مانند سن به رسمیت می‌شناسد روی بیاورید. با مسن‌تر شدن اعضا، میزان بیش‌تری از سپرده‌های بازنشتی آن‌ها به شکل دارایی‌های امن^۴ درمی‌آید، درحالی که دیرش این دارایی‌ها کاهش می‌یابد.
 - به سوی شرایطی بروید که طی آن بتوان برای اعضا، مستمری هدف تعیین و فراهم کرد و نیز به طور منظم به آن‌ها گزارش پیشرفت داد. در این گزارش‌ها ذکر شود که اعضا در سفر خود به سوی مستمری هدف دوران پسااشتغال، در مرحله انباشت^۵ کجا ایستاده‌اند. ابزارها و مشورت‌هایی به اعضا ارائه شود تا آنان را به سوی این هدف رهنمون کند.

1. one-size-fits-all
 2. super funds
 3. league tables
 4. one-size-fits-all
 5. safety assets
 6. accumulation phase

- بهبود انتخاب‌ها در مرحله برداشت^۱ از طریق افزودن گزینه قابل خریدی برای حفاظت در مقابل ریسک طول عمر^۲.
 - تعدیل تدریجی پویا در تنظیمات قراردادی^۳ طراحی طرح بازنشستگی، بر اساس بهترین ارزیابی متخصصان سازمانی از شرایط قیمت‌گذاری دارایی‌ها و دیگر ملاحظات اجتماعی-اقتصادی در طی زمان.
 - آغاز دوباره برنامه مدیریت دارایی‌ها برای تمرکز بر خلق ثروت بلندمدت در هردوی بازارهای خصوصی و عمومی. این امر را باید چگونه به اطلاع همه برسانید؟ از طریق حذف امکان مشارکت کوتاه‌مدت در رقابت‌های معمول میان ابرصندوق‌ها.
- این پنج تمهید، در کنار هم، صندوق Qsuper را با عزمی راسخ به سوی مدیریت یک طرح بلندپروازی معین بسیار به‌روز^۴ و قرن‌بیست‌ویکمی در استرالیا هدایت کرد. طی این فرایند، این سازمان مدل کسب‌وکار^۵ خود را از مدلی که در آن نیازهای سازمان شیوه‌های خدمت‌دهی را تعیین می‌کند، به مدلی تغییر داد که در آن نیازهای خدمت‌گیرندگان طراحی سازمان را تعیین می‌کند.

داستان PFZW-PGGM

وضعیت بازنشستگی در هلند، در مقایسه با استرالیا، تفاوت‌های قابل توجهی دارد. درحالی که هردو کشور طرح‌های بازنشستگی اجباری لایه دوم خود را از پیش [با حق بیمه‌های شایان] تأمین مالی کرده‌اند و هردو کشور درحال رفتن به سمت طراحی طرح بلندپروازی معین هستند، اما زمینه‌های تاریخی متفاوتی دارند. در استرالیا به طور تاریخی طرح‌های حق بیمه معین غالب بوده‌اند، اما در هلند طرح‌های مزایای معین مسلط بوده‌اند. طراحی مزایای معین دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، پس از ترکیدن حباب دات‌کام^۶ به طرح‌های حق بیمه معین جمعی (CDC) با ضمانت‌های اسمی^۷ تحول یافتند. بحران مالی جهانی که برتری این نوع ضمانت‌ها را با خود شُست و بُرد، به مناظره‌ای ملی درباره چگونگی طراحی طرح‌های بازنشستگی لایه دوم

1. decumulation phase
 2. longevity protection
 3. default settings
 4. state-of-the-art
 5. business model
 6. .com bubble
 7. nominal guarantees

هلند پس از گذار از حق بیمه معین جمعی انجامید. کارگاه روتردام آشکار کرد که درحالی که مسیر کلی به سوی «بلندپروازی معین» است، هنوز درباره ضرورت‌های طراحی طرح بازنشتی اجماع گسترده‌ای حاصل نشده است.

از گفت‌وگوهای انجام‌شده چنین برمی‌آید که در هلند فهم مشترکی در حال شکل‌گیری است، مبنی بر این که تأکید طرح‌های لایه دوم باید از امنیت به تأمین مالی تغییر کند. داستان PFZW-PGGM مثال خوبی برای این واقعیت است. صندوق بازنشتی PFZW^۱ به دنبال رفع نیاز درآمدی پسااشتغال ۲۰۶ میلیون کارگر و بازنشته در بخش درمان هلند است. حجم دارایی‌های این صندوق حدود ۲۰۰ میلیارد دلار است. صندوق PGGM شکل تحول‌یافته صندوق PFZW بود تا نیازهای حوزه سرمایه‌گذاری، مدیریت و ارتباطات را برآورده کند. تحول اندیشه‌ای رخ داده در طول دوره چندساله اخیر دارای سه تمهید نوآورانه زیر بوده است:

- افزایش استفاده از اصطلاح «بلندپروازی معین» در ارتباطات گوناگون PFZW-PGGM با اعضا، ذی‌نفعان دیگر و سیاست‌گذاران. در این ارتباطات، به این باور سازمانی اشاره می‌شد که یک طرح بلندپروازی معین به‌خوبی طراحی شده، دارای تأمین مالی مناسب است، عادلانه است، در مقابل شوک‌های اجتماعی-اقتصادی آینده تاب‌آوری دارد و بر اساس تورم تعدیل می‌شود، و برای اعضا حقوق مالکیت شفاف فراهم می‌کند. همچنین این ارتباطات در خصوص تفاوت بنیادین میان ضمانت بلندپروازانه و ضمانت افراطی شفاف است.
- افزایش تأکید بر رسیدگی به نیازهای فردی اعضا و اعتمادآفرینی که با فراهم کردن رسانه، اطلاعات تعاملی و مشارکت در برنامه‌ریزی‌ها برای اعضا محقق می‌شود. طراحی این‌ها بر اساس مصاحبه‌های عمیق با اعضا و یافته‌های پژوهش‌های اقتصاد رفتاری انجام می‌شود.
- جهت‌دهی دوباره به برنامه سرمایه‌گذاری [برای حرکت] به سوی پایداری و خلق ثروت بلندمدت، از طریق پروژه‌های چندساله انجام می‌شود. این پروژه با دو اقدام آغاز می‌شود: ۱. رسیدگی به ضرورت‌های تأمین مالی [مستمری‌های] اعضا و ۲. مسئولیت هیئت‌مدیره صندوق مبنی بر تضمین این که ۲۰۰ میلیارد دلار سبد دارایی به شیوه‌هایی سرمایه‌گذاری شده است که بتواند به ضرورت‌های یادشده پاسخ دهد. این هدف در چارچوب سرمایه‌گذاری صندوق قابل مشاهده است. این چارچوب، باورها و اصولی را تعیین کرده که این باورها و اصول، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و

اجرای آن‌ها و الزامات مربوط به حکمرانی و نظارت اثربخش را به طور نظام‌مند به یکدیگر متصل کرده است.^[۳۰]

تا زمانی که تمامی این سه تمهید نوآورانه در حال انجام‌اند، جهت‌گیری PFZW-PGGM آشکار است. این صندوق قصد دارد طراحی و اجرای طرح‌های بلندپروازیِ معینِ قرن بیست‌ویکم را در هلند رهبری کند. همانند صندوق Qsuper، این صندوق نیز دارد مدل کسب‌وکار خود را از مدلی که در آن نیازهای سازمان شیوه‌های خدمت‌دهی را تعیین می‌کند، به مدلی تغییر می‌دهد که در آن نیازهای خدمت‌گیرندگان طراحی سازمان را تعیین کند.

نگاهی به آینده: سه چالش قرن بیست‌ویکم

مشارکتی که من در این رویداد داشتم، برانگیختنِ حاضران بود تا چالش‌های بازنشتی‌ای را ترسیم کنند که پس از رها کردن طرزفکر یا این-یا آن^۱ و آغاز تفکر جامع‌نگر هم این-هم آن^۲، پیش‌روی ما قرار خواهند داشت. با این مسیر فکری توانستیم سه چالش هم این-هم آن را شناسایی کنیم که در آینده مستلزم توجه‌اند:

- **چالش طراحی طرح:** سازگار کردنِ نیازهای متضاد به امنیت و تأمین مالی، درحالی که هم‌زمان تذکر ایشستین را رعایت می‌کنیم: «چیزها را تا حد امکان ساده کنید، اما نه خیلی ساده.» این امر مستلزم طراحی مسیر گذار بیمه‌شده طرح بر اساس چرخه زندگی است که در آن با گذر بیمه‌شده از مرحله اشتغال به پسااشتغال، ابتدا بر تأمین مالی و سپس در نهایت بر امنیت تأکید می‌شود. طراحی این مسیر را باید هم با توجه به شیوه ترکیب لایه‌های اول و دوم [نظام رفاهی] و هم با توجه به یافته‌های پژوهش‌های اقتصاد رفتاری انجام داد.

- **چالش حکمرانی صندوق بازنشتی:** سازگار کردنِ نیاز به برقراریِ مشروعیت هیئت‌مدیره، از طریق نمایندگی کردنِ [منافع و خواسته‌های ذی‌نفعان توسط آن‌ها]، و نیاز به هیئت‌مدیره‌ای دارای تفکر راهبردی که تجربه‌ها/مهارت‌های جمعی گروهی از متخصصان، پشتیبان آن‌هاست. به طور تاریخی، انتخاب اعضای هیئت، بیش‌تر مبتنی بر نمایندگی کردن بوده است تا تجربه‌مندی/مهارت‌مندی. این امر را باید بر اساس توافق میان گروه‌های ذی‌نفع منصوب‌کننده [اعضای هیئت] تغییر داد. ابزار اصلی، طراحی ماتریس تجربه/مهارت هیئت‌مدیره است که تمامی گروه‌های

1. either-or

2. and-and

تصمیم‌گیر درباره انتصابات باید در قالب آن عمل کنند.

– چالش سرمایه‌گذاری وجوه: سازگار کردن نیازهای متضاد تأمین مالی و امنیت، مستلزم تفکیک برنامه‌های سرمایه‌گذاری است که یکی از آن‌ها بر هدف تأمین مالی و دیگری بر هدف امنیت متمرکز باشد. در اولی، تمرکز بر خلق ثروتی بلندمدت است که از طریق کسب و ارتقای جریان‌های نقدی بلندمدت (مانند اوراق مشتقه، اجاره و اوراق قرضه عوارض) در بازارهای عمومی و خصوصی انجام می‌شود و از حساب‌های فردی بدون ضمانت استفاده می‌کند. در دومی، تمرکز بر تطبیق تعهدات پرداخت با دارایی‌های امنی است که دیرش (طول سرسید)^۱ مشابهی دارند و همچنین بر توزیع ریسک طول عمر است.

دوباره به پیترو دراگر و کتاب او، انقلاب پنهان، برگردیم. دراگر می‌گوید زمانی که نسل انفجار جمعیت^۲ مسائل مربوط به طراحی و مدیریت طرح‌های بازنشتی را در سراسر جهان به بحث اصلی بدل کرده بود، هیچ پاسخ روشنی برای بسیاری از پرسش‌های ژرف وجود نداشت. برای پاسخ به پرسش‌های ژرف، نیازمند طرزفکرهای نوآورانه‌ایم. کارگاه NETSPAR-ICPM نشان داد که طرزفکر نو، حقیقتاً چالش‌هایی برای طراحی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشتی پیش می‌کشد.

1. duration

2. Boomer generation

فصل هشتم

طرح‌های مزایای هدف چیستند و چرا باید به آن‌ها اهمیت بدهید؟

یک هدف، نتیجه‌ای است که باید کسب شود.

اقتباس از فرهنگ لغت ماریام-وبستر

چرا باید به این طرح‌ها اهمیت بدهید؟

درحالی که اروپایی‌ها مدتی است در مورد طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین (DA) سخن می‌گویند، در جاهای دیگر، این اصطلاح کاربرد نیافته است. آمریکایی‌ها و کانادایی‌ها مدتی است که از طرح‌های مزایای هدف (TB) حرف می‌زنند. حتی درحالی که اخیراً گفت‌وگوهایی در این باره انجام شده، هنوز معنای یکسانی از طرح مزایای هدف شکل نگرفته است. گفت‌وگوی سازنده درباره طراحی و شایستگی‌های طرح‌های مزایای هدف، مستلزم فهم مشترک درباره این است که طرح‌های مذکور چه هستند و چه نیستند. هدف فصل حاضر، پروراندن چنین فهم مشترکی است که در جای خود، باید به گفت‌وگوی سازنده‌تری راجع به طراحی طرح‌های بازنشستگی منجر شود.

ما از کدام «مزایا» حرف می‌زنیم؟

برای رسیدن به فهمی مشترک درباره چیس‌تی این نوع طرح بازنشستگی، باید بدانیم از کدام «مزایا» حرف می‌زنیم. مثالی ساده‌شده می‌تواند بهترین پاسخ باشد:

- کارگری عادی را در نظر بگیرید (جان یا جانت) که ۴۰ سال با حقوق سالانه ۶۰ هزار دلار کار کرده است و پس از بازنشستگی ۲۰ سال زنده می‌ماند و نیازمند سالانه ۴۰ هزار دلار است تا استانداردهای زندگی پساشغال خود را حفظ کند.
 - فرض کنید سالانه ۲۰ هزار دلار از ترتیبات بازنشستگی همگانی لایه اول (بسته به کشور، از برنامه‌هایی مانند Social Security, OAS/CPP و غیره) حاصل می‌شود و ۲۰ هزار دلار باقی‌مانده را باید از منابع دیگر تهیه کرد.
 - در مثال ساده‌ما، این ۲۰ هزار دلار دوم، مزایایی است که قرار است طرح مزایای هدف لایه دوم فراهم کند.
- این پاسخ، به طور منطقی به پرسش بعدی منجر می‌شود: طرح لایه دومی که سالانه ۲۰ هزار دلار فراهم کند، کجاست؟

تأمین مالی مزایا

پاسخ ساده این است که چنین طرحی با بخشی از حقوق و دستمزدهای سالانه (۶۰ هزار دلار) که پس‌انداز می‌شود، حاصل می‌گردد. برای تأمین مالی بازنشستگی ۲۰ ساله، به چقدر پس‌انداز نیاز هست؟ این امر بستگی دارد به این که آیا پس‌اندازها سرمایه‌گذاری هم می‌شوند و چقدر بازده دارند. دو نمونه را در نظر بگیرید؛ شامل صفر درصد و ۴ درصد:

- ۱- فرض کنید میزان بازده صفر درصد باشد؛ در این صورت کارگری که مثال زدیم، نیاز خواهد داشت که تا هنگام بازنشستگی، ۴۰۰ هزار دلار در صندوق بیندوزد تا بتواند در دوره بازنشستگی‌اش، ۲۰ مستمری سالانه ۲۰ هزار دلاری داشته باشد؛ یعنی باید در دوره اشتغال ۴۰ ساله‌اش، سالانه ۱۰ هزار دلار، برابر با حدود ۱۷ درصد حقوقش، را پس‌انداز کند.
 - ۲- در مقابل، فرض کنید میزان بازده ۴ درصد است. او نیاز خواهد داشت سالانه حدود ۳ هزار دلار، فقط حدود ۵ درصد حقوقش، را پس‌انداز کند. در این‌جا به‌سادگی فرض کرده‌ایم که پول او در هر دو دوره پیش و پس از بازنشستگی، بازده ۴ درصدی داشته باشد. جای تعجب ندارد که آلبرت اینشتین بهره مرکب را [به عجایب هفتگانه جهان اضافه کرد و] هشتمین عجایب جهان نامید!
- این محاسبات به ما در فهم واژه «هدف» در اصطلاح «طرح مزایای هدف» کمک می‌کند.

واژه «هدف» در اصطلاح طرح مزایای هدف به چه معناست؟

این واژه به طور رسمی دو نااطمینانی در محاسبات مالی طرح مزایای هدف را به رسمیت می‌شناسد: نخست، ما نمی‌دانیم که کارگری که مثال زدیم در عمل چقدر زنده خواهد ماند؛ و دوم، ما نمی‌دانیم که بازده پس‌اندازهای سرمایه‌گذاری شده در عمل چقدر خواهد بود. بنابراین، واژه «هدف» در طرح مزایای هدف، معنایی آرزویی^۱ دارد: این مزایای هدف، مزایایی است که کارگر مثال ما در صورتی دریافت خواهد کرد که برآوردهای مربوط به طول عمر و بازده در واقعیت هم رخ بدهند.

درباره آرزویی بودن هدف در این نوع طرح بازنشستگی، پرسشی اساسی قابل طرح است: چه کسی مسئولیت ریسک ناشی از پیامدهای عدم تطابق طول عمر پیش‌بینی شده و تحقق یافته و پیامدهای عدم تطابق بازده پیش‌بینی شده و محقق سرمایه‌گذاری‌ها را بر عهده می‌گیرد؟ این پرسش دو پاسخ دارد: پاسخی از روزهای خوب گذشته و پاسخی از روزهای کنونی و آینده.

۱- در روزهای خوب گذشته، کارفرما در قالب طرح‌های مزایای معین، ریسک چنین کمبودهایی را می‌پذیرفت. در آن زمان چنین اقدامی عاقلانه هم به نظر می‌رسید. نیروی کار، جوان و ناهمگن^۲ بود و رشد اقتصادی بالا بود، بازده سرمایه‌گذاری زیاد بود و الزامات افشای مالی و تنظیمگری سخت‌گیرانه نبود. روزهای خوب گذشتند.

۲- جمعیت بازنشسته کنونی نسبتاً بیش‌ترند، نیروی کار مُسن‌تر و همگن‌تر است، رشد اقتصادی و بهره سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یافته و الزامات افشای مالی و تنظیمگری سخت‌گیرانه‌تر است.

جای تعجب ندارد که امروزه اشتیاق کارفرمایان به برعهده گرفتن تعهد ریسک‌های بازنشستگی کاهش یافته است. اکنون می‌دانیم که معنای واقعی واژه «هدف» در طرح مزایای هدف چیست. فهم این معنا به تمایزگذاری میان دو امر کمک می‌کند: یکی آرزوی مزایای هدف و دیگری این واقعیت که کارفرمایان دیگر علاقه‌ای به پذیرش تعهد ریسک‌ها ندارند؛ ریسک این که طول عمر محقق بیش از طول عمر پیش‌بینی شده باشد و بازده محقق کم‌تر از بازده پیش‌بینی شده باشد.

این طرح، کارگری را که مثال زدیم، در چه موقعیتی به حال خود رها خواهد کرد؟

اگر کارفرمایان دیگر نخواهند چنین تعهدی را به ریسک‌های طرح‌های بازنشستگی لایه دوم بپذیرند، این

1. aspirational
2. homogeneous

طرح، کارگری را که مثال زدیم، در چه موقعیتی به حال خود رها خواهد کرد؟ این که چگونه به این پرسش پاسخ دهید، تا حد زیادی به این بستگی دارد که دنیا را چگونه می‌بینید. دو دیدگاه ممکن وجود دارد:

۱- اگر باور دارید که کارگر مثالی فردی مطلع و دارای رویکرد عقلانی است و بازارهای سرمایه‌گذاری و خدمات مدیریت مستمری‌های سالانه بازارهایی کامل و رقابتی‌اند، نتیجه منطقی این است که این کارگر را به حال خود رها خواهید کرد. او سعی خواهد کرد همان محاسباتی را انجام دهد که بالاتر شرح دادیم؛ یعنی تصمیم می‌گیرد نرخ پس‌انداز و برنامه سرمایه‌گذاری مناسبی داشته باشد و دست کم بخشی از پس‌اندازهای انباشته خود را به مستمری سالانه تبدیل کند^۱.

۲- دیدگاه دیگر که شواهد پژوهشی پشتیبان آن است، این است که کارگر مثالی ما، همواره بر اساس استانداردهای نظریه اقتصادی، عقلانی عمل نمی‌کند و به آن اندازه که احتمال می‌دهیم، سواد مالی ندارد. یعنی در نبود امکان عضویت در طرح‌های مزایای معین که به این ریسک‌ها رسیدگی می‌کند، کارگر قصه ما مطمئن است که برای تضمین کسب مستمری تکمیلی ۲۰ هزار دلاری برای حفظ استانداردهای زندگی دوره پسااشتغال، می‌تواند روی کمک کسی حساب کند؛ [یعنی وجود چنین نهادی ضرورت دارد].

این کمک به سه شکل احتمالی ممکن است رخ دهد (اشکال دیگری نیز ممکن است وجود داشته باشد): یکم، از یک قرارداد بازنشتگی «توزیع ریسک» که بین کارفرما (یان) و کارگران و بازنشستگان منعقد می‌شود و در قالب طرح‌های مزایای هدف است که توسط کارفرما، یا اتحادیه و یا به طور مشترک پشتیبانی می‌شوند؛ دوم، از طریق راه‌حل‌های اختصاصی کارفرمایان که توسط صنعت خدمات مالی-تجاری طراحی و اجرا می‌شود؛ و سوم، از طریق راه‌حل‌های جمعی که توسط دولت و نهادهای دیگر طراحی و اجرا می‌شوند. به نوبت هریک را بررسی می‌کنیم.

پاسخ یکم: طرح‌های توزیع ریسک مزایای هدف در سطوح تک کارفرما و چند کارفرما

بدیهی است که در مقایسه با طرح‌های مزایای معین سنتی، توافق قراردادی کارفرما با اعضای طرح برای توزیع ریسک، مقداری از ریسک (و احتمالاً هزینه آن را نیز) از دوش کارفرما برمی‌دارد. بر اساس منطقی که در فصل‌های اخیر آمد، می‌توان پرسید: به چه میزان ریسک (و هزینه) منتقل می‌شود؟ به چه کسی منتقل می‌شود؟ پیش‌فرض‌های راجع به انتظارات و نااطمینانی‌های آینده طول عمر و بازده که این انتقال بر

1. annuitize

اساس آن انجام می‌شود، کدام‌اند؟ آیا طراحی این طرح مزایای هدف، به تفاوت میزان تاب‌آوری گروه‌های مختلف در مقابل ریسک حساس بوده است (گروه‌هایی مانند کارگران جوان در مقابل بازنشستگان)؟ آیا حقوق مالکیت به طور شفاف تعریف شده‌اند؟ آیا هیئت‌امنانی طرح مزایای هدف می‌توانند اثبات کنند که تصمیم‌هایشان (برای نمونه درباره سرمایه‌گذاری)، به طور منصفانه‌ای با منافع تمامی ذی‌نفعان در تعادل قرار دارد؟ آیا در این طرح گزینه‌ای برای انتخاب توسط اعضا وجود دارد؟ در نهایت، آیا قواعد و مقررات طرح، در کل برای مشارکت‌کنندگان آن قابل فهم است؟

فصل قبل نشان داد هلند به این دیدگاه رسیده است که در این کشور، طرح‌های حق بیمه معین جمعی (CDC) کنونی، از آزمون‌ها سربلند بیرون نمی‌آید و درباره چگونگی حل این مسائل، مطالعات عمیقی باید انجام شود. در هلند، اجماع فزاینده‌ای در حال شکل‌گیری است که ممکن است بتوان ترتیبات توزیع ریسکی طراحی کرد که در آزمون‌های شفافیت و انصاف موفق شود. آن‌ها دریافتند که بخشی از راه حل، تفکیک «سرمایه‌گذاری ثروت‌آفرین بلندمدت» از «ابزارهای محافظت از ریسک کاهش مستمری دریافتی آینده» و تبدیل این‌ها به دو ابزار جداگانه است، همچنین اعضای طرح باید بر اساس سن، در طی زمان، به این دو ابزار منتقل شوند. طراحی و اجرای چنین ترتیباتی در حال تبدیل شدن به اولویتی ملی است.^[۳۱]

بخش دیگری از راه حل، طراحی سازمان‌های بازنشتی‌ای است که بتوانند این نوع ترتیبات را به طور اثربخش مدیریت کنند. یعنی سازمان بازنشتی‌ای که دراکر مطرح کرده است: دارای ساختار حقوقی غریبه‌وار^۱، عملکرد مدیریتی و حکمرانی قوی، باورهای سرمایه‌گذاری معقول، و توانایی و میل به جذب و حفظ استعدادهای متخصص لازم در جهت خلق ارزش برای ذی‌نفعان طرح. ما در این جا از اصطلاح «ذی‌نفعان»^۲ با دقت استفاده کرده‌ایم. ترتیبات بازنشتی توزیع‌کننده ریسک معمولاً دارای چند گروه متحمل‌شونده ریسک است که تاب‌آوری‌های مختلفی در مقابل ریسک دارند.

پاسخ دوم: راه حل تجاری

سازمان‌های تجاری بزرگ که خدماتی را برای سرمایه‌گذاری و تعهد در قبال ریسک ارائه می‌کنند، می‌توانند هم‌راستا با طرح مزایای هدف، ترتیبات بازنشتی گروهی مؤثری را طراحی و اجرا کنند. با این حال، در این خصوص چالش دیگری هست که باید حل شود. ترکیب نامتقارن اطلاعات بین فروشندگان خبره و خریداران

1. arm's-length legal structure

2. stakeholders

ساده (به کارگری که مثال زدیم ببینید)، با این واقعیت که سازمان‌های تجاری وظیفه تضمین بازده کافی برای سرمایه سهامداران خود را بر عهده دارند، به راحتی ممکن است به پیدایش طرح بازنشستگی‌ای منجر شود که برای کارگران و بازنشستگان پرهزینه باشد و به صرفه نباشد.

اما اگر این شرکت‌ها می‌خواهند تلاش خود را انجام دهند، کارفرمایان و تنظیمگران می‌توانند در تضمین این که ترتیبات بازنشستگی طراحی شده، الف. در خدمت هدف طراحی می‌شود و عمل می‌کند و ب. برای کارگران گذشته، حال و آینده مقرون به صرفه است، نقش مهمی بازی کنند. قوانین مربوط به سهام و بازنشستگی نیز می‌توانند نقش مهمی داشته باشند؛ مانند الزامی کردن افشای شفاف و واضح تمامی هزینه‌هایی که مشارکت کننده متحمل می‌شود و تأثیر احتمالی این هزینه‌ها بر مستمری آینده او.

پاسخ سوم: برنامه‌های ابتکاری دولت

همان‌طور که در فصل دوم آمد، رویداد مهم اخیر در زمینه برنامه‌های ابتکاری دولت، ایجاد صندوق پس‌انداز اشتغال ملی (NEST)^۱ در بریتانیا است. مدیریت این صندوق، برخلاف آغاز خوبی که داشت، نشان داد که چالش‌های بسیاری پیش‌رو دارد؛ از جمله ثبت نام میلیون‌ها کارگر، افزایش نرخ حق بیمه برای اطمینان از جایگزینی کافی درآمد، و طراحی و اجرای مقررات برداشت^۲ قابل فهم و مؤثر برای دوره پس‌اشتغال اعضای صندوق.^[۳۲]

همچنین در فصل دوم آمد که طرح بازنشستگی اُنتاریو فرصتی برای طراحی ساده و قابل فهم یک طرح توزیع کننده ریسک فراهم آورد که از معضلات پیچیدگی و ابهام رنج نمی‌برد؛ معضلاتی که امروزه در نتیجه تلاش برای تلفیق برنامه افزایش مزایا^۳ با طرح بازنشستگی کانادا (CPP) پدید آمده‌اند. از نظر من، کارگر مثالی قصه ما خدمات بهتری خواهد گرفت، اگر طرح بازنشستگی اُنتاریو، مانند صندوق پس‌انداز اشتغال ملی بریتانیا، پس‌اندازها را به طور مقرون به صرفه‌ای تنظیم کند و جزئیات قواعد برداشت^۴ هنگامی تعیین شود که دارایی‌های انباشته کافی وجود داشته باشد. اخیراً با برگزیده شدن دولتی لیبرال در سطح فدرال، این ایده‌ها ممکن است به سطح ملی نیز وارد شوند. ایده دیگر، سپردن وظیفه ایجاد راه‌حلی شدنی به صنعت خدمات مالی کانادا است. فصل دوم نشان داد که تعدادی از ایالات آمریکا در حال کشف چنین ایده‌هایی‌اند.

1. National Employment Savings Trust

2. decumulation protocol

3. benefit enhancements

4. decumulation details

خب، طرح‌های مزایای هدف چیستند؟

با توجه به تمام آنچه آمد، طرح‌های مزایای هدف چیستند؟ این پرسشی بود که فصل را با آن آغاز کردیم. در واقع، اگر به صراحت هم چنین نباشد، به طور ضمنی، تمامی ترتیبات بازنشستگی، از نوع مزایای هدف (یا به اصطلاح اروپایی، طرح بلندپروازی معین) هستند. کار دشوار، این است که از روی این طرح‌ها، برای کارگر قصه خود و نیز برای کارفرمایان، نسخه‌هایی درخور بسازیم.

فصل نهم

طراحی طرح‌های بازنشستگی قرن بیست و یکم داریم پیشرفت می‌کنیم!

«نیاز فوری داریم که میان جهت‌گیری‌های فردگرایانه طرح
حق بیمه معین و رویکرد جمع‌گرایانه طرح‌هایی که در پی
توزیع ریسک هستند، تعادل بهتری برقرار کنیم...»
شاخص بازنشستگی جهانی مالبورن مرسر، ۲۰۱۳

طراحی بازنشستگی در قرن بیست و یکم

فصل‌های هفتم و هشتم در پی کشف معناهای ممکن طرح‌های بازنشستگی بلندپروازی معین و مزایای
هدف بودند. پیام اصلی این بود که فارغ از نامی که بر طرح بازنشستگی می‌گذاریم، همواره دو ویژگی شایسته
توجه ویژه‌اند:

۱- شیوه‌ای که طرح بازنشستگی به منظور رسیدن به مستمری کافی و توان مالی مناسب، از بازده
سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند.

۲- شیوه‌ای که طرح بازنشستگی مستمری مادام‌العمر فراهم می‌کند.

برای قابل درک و روشن کردن این پیام، کارگر مثالی فصل هشتم را در نظر بگیرید که در طول ۴۰ سال
اشتغال، سالانه ۶۰ هزار دلار دریافتی داشت و برای حفظ استانداردهای زندگی دوره ۲۰ ساله پساشغال

خود، نیازمند سالانه ۴۰ هزار دلار بود. اگر نیمی از ۴۰ هزار دلار را بازنشتی همگانی لایه اول تأمین کند، نیم دیگر را باید یک طرح بازنشتی لایه دوم تأمین کند که اشتغال محور است و کارآمد و اثربخش عمل می‌کند. دو پرسش مهم درباره این ترتیبات لایه دوم قابل طرح است:

۱- کارگر مثالی قصه ما (و/یا کارفرمای او) باید طی ۴۰ سال اشتغال، به منظور تأمین مالی مستمری‌های پرداختی ۲۰ سال بعدی، چقدر حق بیمه بپردازد؟

۲- برای این که پول او پیش از پایان زندگی اش ته نکشد، چه کار می‌توان کرد؟ پاسخ به نخستین پرسش، به بازده سرمایه‌گذاری‌هایی بستگی دارد که از محل پس‌اندازهای بازنشتی انجام شده است. طرح لایه دوم با نرخ بازده صفر درصد، مستمری‌ای پرخرج، برابر با ۱۷ درصد حقوق و دستمزد دریافتی فرد، را خواهد پرداخت و اگر بازده به ۴ درصد برسد، مستمری نیز حداکثر به ۲۱ درصد حقوق افزایش خواهد یافت. بدیهی است رسیدن به بازده سرمایه‌گذاری‌ای که به طور منطقی و امکان‌پذیر بالا باشد، در طراحی طرح بازنشتی همواره یکی از عناصر مهم بوده و خواهد بود.

پاسخ به دومین پرسش، به این بستگی دارد که آیا سازوکاری وجود دارد که کارگر قصه ما بتواند ریسک زنده ماندن بیش از پس‌انداز انباشته شده را با سایر بیمه‌شده‌ها، بین همدیگر توزیع کنند. بدون چنین سازوکاری، او ممکن است ناچار شود برای ممانعت از ته کشیدن پس‌انداز، استانداردهای زندگی دوره بازنشتی را کاهش دهد. در این فصل، جزئیات بیش‌تری را درباره هریک از این دو پرسش بررسی می‌کنیم.

توهم تاریخی بازده بالا

در طول سال‌های ۱۹۶۵ تا ۲۰۱۴، بازده اسمی پنجاه‌ساله^۱ ۵۰۰ سهام برتر در بازار بورس سهام نیویورک و نزدک^۲ و بازده اسمی سبد ۱۰ ساله اوراق خزانه ایالات متحده^۲ به ترتیب ۹۸ و ۶۰۷ درصد بود. در این دوره، تورم به طور میانگین ۴۰۲ درصد بود و در نتیجه، بازده واقعی به ترتیب ۵۶ و ۲۰۵ درصد بوده است. این شرایط موجب شد مفروضات به ظاهر معقولی درباره بازده شکل بگیرد: برای سیاست سستی ترکیب ۴۰-۶۰ دارایی‌ها، بازده اسمی مورد انتظار ۸۰۵ درصد و بازده واقعی مورد انتظار ۴۰۵ درصد. این مفروضات درباره بازده، موجب شد در دهه‌های ۱۹۸۰، ۱۹۹۰ و ۲۰۰۰، نرخ حق بیمه کمی محاسبه شود و این نرخ برای تأمین مالی طرح لایه دوم کافی پنداشته شود و حتی بیش از تعهدات طرح به نظر برسد.

1. S&P 500

2. U.S. Treasury Bonds

پیام کلیدی این کتاب این است که تحقق ۵۰ ساله بازده، بهترین برآورد برای ۵۰ سال بعدی نیست. از آن هم اساسی‌تر، این که در اکثر اقتصادهای توسعه‌یافته طی ۵۰ سال گذشته، رشد ۳ درصدی تولید ناخالص داخلی واقعی و تورم ۴ درصدی تجربه شده است، نمی‌تواند بهترین معیار برای برآورد ۵۰ سال آینده باشد. واقعیت‌های جمعیتی و اقتصادی فعلی، حاکی از آن است که انتظار تجربه رشد ۲ درصدی تولید ناخالص داخلی و تورم ۲ درصدی منطقی‌تر است.

چشم‌انداز بازده سهام و اوراق قرضه چگونه است؟ تا این جا، فصل چهارم اثبات کرده و در ادامه، فصل بیستم اثبات خواهد کرد که بازده عواید^۱ کنونی ۵۰۰ سهام برتر در بازار بورس سهام نیویورک و نزدک که ۵ درصد است، امکان برآوردی بلندمدت و واقع‌گرایانه از بازده واقعی حقوق صاحبان سهام را فراهم می‌کند. با این حال، اگر رشد تولید ناخالص داخلی کمتر شود و تورم کم‌تری تجربه شود، باید انتظار کاهش شدید در منحنی بازده واقعی اوراق قرضه و همتای اسمی آن^۲ را داشت (برای مثال، در درازمدت، بیش از ۳.۵ درصد اسمی و ۱.۵ درصد واقعی). تمامی این‌ها موجب می‌شود تخمین‌های تجربی ترکیب ۴۰-۶۰ دارایی‌ها کمتر از آن ۸.۵ درصد اسمی و ۴.۵ درصد واقعی باشد که اشاره کردیم به طور تاریخی برآورد می‌شد. امروزه برآورد ۵.۵ درصد بازده اسمی و ۳.۵ درصد بازده واقعی واقع‌گرایانه‌تر است.

تأثیرات این امر برای سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، و برای طراحی طرح بازنشستگی

منطق ساده اقتصاد بازنشستگی به ما می‌گوید اگر پیش‌بینی بازده سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به بازده‌های واقعی که به طور تاریخی محقق شده‌اند کمتر باشد، چیزی از دست خواهد رفت. یا نرخ کنونی حق بیمه و سیاست‌های کنونی سرمایه‌گذاری، مستمری‌های کمتر (یا دیرتری) تولید می‌کنند، یا اگر میزان کنونی مستمری‌ها در آینده نیز حفظ شوند، آن‌گاه یا نرخ حق بیمه را باید افزایش داد، یا سیاست ترکیب‌دارایی‌ها را باید بیش‌تر مایل به دارایی‌های سودآور تنظیم کرد تا دارایی‌های امن. برای نمونه، با فرضیاتی که در بالا آمد، باید برای خلق بازده واقعی ۴.۵ درصدی، سیاست سنتی ترکیب ۴۰-۶۰ دارایی‌ها را به ۸۰-۲۰ تغییر داد. این منطق، دو پرسش مرتبط را پیش می‌کشد: نخست این که چگونه باید درباره پیامدهای ریسکی حرکت از ترکیب ۴۰-۶۰ به ۸۰-۲۰ بیندیشیم؟ و دوم این که ضمانت‌ها در طرح‌های بازنشستگی قرن

1. earnings yield

2. nominal and real bond yield curves

بیست و یکم چه نقشی بازی می‌کنند؟ پاسخ سریع این است که ترکیب ۸۰-۲۰ برای صندوق بازنشتی بسیار پُرریسک است. پاسخی مبتنی بر برآوردهای بیش‌تر نشان می‌دهد که این امر به ماهیت قرارداد بازنشتی و ماهیت دارایی‌های سبدسهمی بستگی دارد که بیش‌تر مایل به دارایی‌های سودآور تنظیم شده است.^۱ اگر قرارداد بازنشتی فزونی همیشگی دارایی بر بدهی را الزام کرده باشد، آن‌گاه احتمالاً ترکیب ۸۰-۲۰ سیاستی پُرریسک تلقی خواهد شد. از سوی دیگر، اگر چنین الزاماتی در میان نباشد و اگر سبدسهم مایل به سودآوری، فاقد جریان نقدی پایدار و سالم از نوع بهره، اوراق مشتقه، اجاره و اوراق قرضه عوارض باشد، یک ترکیب ۸۰-۲۰ ممکن است به سیاست سرمایه‌گذاری بلندمدت و پایدار بدل شود.

با توجه به واقعیات مطرح‌شده در این فصل، برای آن‌هایی که در قبال ریسک‌های طرح‌های مزایای معین لایه دوم متعهد هستند، منطقی به نظر می‌آید که بر اصلاح ماهیت قراردادهای مزایای معین به سوی انعطاف بیش‌تر اصرار داشته باشند (برای مثال، به شکل تعدیل مشروط، طرح‌های ترکیبی، توزیع ریسک بیش‌تر و غیره). دو فصل قبل نشان دادند که چنین طرح‌هایی که بلندپروازی معین یا مزایای هدف نامیده می‌شوند، موضوع میثاق محلی^۲ هستند.

بازاندیشی درباره توزیع ریسک سرمایه‌گذاری

در ظاهر امر، توزیع ریسک، همانند [وظیفه] مادری، بدون شک ایده خوبی است. در واقع، همواره چنین نیست. هم توزیع ریسک خوب داریم و هم توزیع ریسک بد. یک قرارداد خوب توزیع ریسک، منصفانه است و نوع بد آن غیرمنصفانه. امروزه احتمالاً در طراحی طرح بازنشتی، بیش‌ترین تردید راجع به این است که آیا بازده سرمایه‌گذاری‌ای که با تمهیداتی برای توزیع ریسک بین نسلی همراه باشد، در دسته خوب قرار می‌گیرد یا بد. به‌ویژه این که چنین قراردادی منصفانه است یا غیرمنصفانه؟

فصل ششم موضع من درباره این پرسش را شرح داده است: هرچند توزیع ریسک بین نسلی مربوط به بازده سرمایه‌گذاری می‌تواند اصولاً منصفانه باشد، همان‌طور که قابل پیش‌بینی است، در عمل به نتایج غیرمنصفانه‌ای منجر می‌شود. انصاف مستلزم این است که به مازاد «روزهای خوب» دست‌نزیماً تا بتوان آن را برای جبران کسری «روزهای بد» استفاده کرد. این اصل در دوره اواخر دهه ۱۹۸۰ تا اوایل دهه ۲۰۰۰ آزمون خود را پس داد. در این دوره، بازده‌های غیرعادی دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به مازاد فراوانی در اغلب

1. return/growth portfolio

2. local convention

طرح‌های مزایای معین انجامیده بود.

آیا این مزاد فراوان به منظور گذاری امن از روزهای بد پیش‌رو، یعنی حباب دات‌کام و بحران مالی جهانی، ذخیره شدند؟ خیر، چنین نشد. با یاهو‌گویی متولیان^۱ و متخصصان طرح‌های بازنشستگی دربارهٔ عصر جدید اقتصاد، مزاد به‌دست‌آمده صرف افزایش مزایا و کاهش حق بیمه شد. فقط تفسیرگران دانشمند و مستقلی که دارای قدرت بسیاری در قانون‌گذاری^۲ و قانون‌گذاری (اجرای قانون)^۳ باشند، می‌توانند تمهیدات قراردادی مربوط به توزیع ریسک بین نسلی را منصفانه نگه دارند.

در غیاب چنین سازوکارهای خردمندانه و از لحاظ قانون‌گذاری و قانون‌گذاری قدرتمند، بسیار بهتر است که از سازوکارهای ساده‌تری برای مدیریت دارایی‌های مشترک صندوق بازنشستگی استفاده کرد، به گونه‌ای که طرح همچون یک برنامه سرمایه‌گذاری بلندمدت با ثروت‌آفرینی پایدار و بدون هیچ‌گونه توزیع ریسک بین نسلی و مقررات آزمون توان مالی^۴ مربوط به آن، مدیریت شود. در چنین طرحی، از دارایی‌های ایمن در آینده میزان بازده کمی به دست خواهد آمد و نیاز فوری به بازده‌های بالای دارایی‌های سودآور [و پُرریسک] بیش‌تر از [طرح‌های عادی] نخواهد بود.

بازاندیشی دربارهٔ توزیع ریسک طول عمر

برخلاف توزیع ریسک سرمایه‌گذاری، توزیع ریسک این که زندگی یک نفر بیش از حد انتظار طول بکشد، آسان‌تر در دستهٔ خوب قرار می‌گیرد. چرا؟ چون تمام مشارکت‌کنندگان در یک صندوق توزیع‌گر ریسک بر سر پرداخت میزان معینی سرمایه (حق بیمه) به صندوق توافق می‌کنند و هم‌زمان حساب‌های سرمایه فردی خود را نیز خواهند داشت و به این ترتیب تمهیدات قراردادی منصفانه‌ای شکل می‌گیرد. اگرچه در این صندوق، یک قرارداد جانبی^۵ نیز وجود دارد: در هنگام درگذشت یک مشارکت‌کننده، سرمایه باقی‌مانده (یا دست‌کم بخش مهمی از آن) در حساب شخصی او، به حساب‌های مشارکت‌کنندگانی که هنوز زنده‌اند تخصیص می‌یابد. بنابراین مشارکت‌کنندگانی که هنوز زنده‌اند، از محل سرمایه‌گذاری به اشتراک گذاشته‌شدهٔ خویش، دو نوع بازده دوره‌ای دریافت می‌کنند: بازده سرمایه‌گذاری و بازده زنده باقی ماندن^۶.

1. fiduciaries

2. rulemaking

3. rule-enforcing

4. solvency-testing protocols

5. side deal

6. still-alive return/return for being still alive

در این ابزار توزیع ریسک طول عمر / سلامت^۱، بازده سرمایه‌گذاری‌ای که مشارکت‌کنندگان دریافت می‌کنند، مشخص و سراسر است: سهم آن‌ها از بازده سبدسهم (معمولاً کم‌ریسک) در طول دوره ارزیابی. بازده زنده باقی ماندن نیز از بازتخصیص سرمایه در قالب قرارداد جانبی به دست می‌آید. این بازده بر اساس یک فرمول میان زنده‌ماندگان طرح بازتوزیع می‌شود. فرمول بر الف. میزان سرمایه‌ای که آن‌ها وارد صندوق کرده‌اند و ب. نرخ مرگ‌ومیر مشارکت‌کنندگان (که ممکن است بر اساس سن، جنسیت و عوامل دیگری تفاوت بپذیرد) بستگی دارد. نتیجه این که سازوکار منصفانه انتقال سرمایه از مشارکت‌کنندگان در گذشته به مشارکت‌کنندگان بازمانده است. مشارکت‌کنندگانی که بیش از طول عمر مورد انتظار زنده بمانند، بخش بیش‌تر درآمد بازنشستگی خود را از بازده زنده باقی ماندن دریافت می‌کنند [نه از بازده سرمایه‌گذاری].

در بازشناسی سهمی که دیگران در اندیشه‌های مطرح‌شده بالا داشته‌اند، باید از دیوید ناکس^۲، لنس باونبرگ^۳ و دان ازرا^۴، بابت به‌اشتراک گذاشتن این ایده‌ها و بحث درباره آن‌ها با من تشکر کنم. پیام اصلی این است که می‌توان ریسک طول عمر را به شکل اثربخش توزیع کرد، بدون این که ناچار به استفاده از سازوکارهای سنتی (و برای بسیاری غیرجذاب) مستمری سالانه مادام‌العمر^۵ و ریسک سرمایه، و هزینه‌های تنظیمگری و توزیع آن شد. در رویکرد جایگزین، حق مالکیت مشارکت‌کنندگان این طرح توزیع ریسک طول عمر / سلامت، بر آورده‌های خود روشن است. آنچه به این ترکیب افزوده شده است، ویژگی توزیع ریسک طول عمر است که با ویژگی‌های سابق طرح هم‌راستاست.^[۳۳]

به‌روز کردن مدل بازنشستگی تینبرگن و کاربردهای آن

این فصل، مدل بازنشستگی قرن بیست‌ویکم را که حدود ۱۰ سال است طرفدار آن هستیم، به‌روزرسانی می‌کند. این مدل نام‌های مختلفی داشته است. از میان آن‌ها، مدل جدیدی که تینبرگن معرفی کرد، به شرحی که در فصل یکم آمد، دارای یک ویژگی اساسی بود؛ قانون «دو هدف-دو ابزار» در طراحی طرح بازنشستگی: ۱. ابزاری معطوف به سود/رشد که بازده‌های بالا و پایداری را طی دوره‌های زمانی طولانی تولید می‌کند؛ و ۲. ابزاری معطوف به توزیع ریسک طول عمر / سلامت که جریانی قابل پیش‌بینی

1. safety/longevity
2. David Knox
3. Lans Bovenberg
4. Don Ezra
5. life annuity

از مستمری‌های پرداختی مادام‌العمر را فراهم می‌کند. پیام اصلی این فصل این است که طراحی ابزار دوم مستلزم این نیست که پس‌اندازهای بازنشستگی انباشت‌شده را به مستمری‌های سالانه مادام‌العمری تبدیل کنیم که غیرشفاف، انعطاف‌ناپذیر و احتمالاً گران‌قیمت‌اند.

فصل حاضر با این پرسش خاتمه می‌یابد که نسخه به‌روزشده مدل بازنشستگی تینبرگن چگونه می‌تواند به کارگران برای رسیدن آن‌ها به اهداف مالی بازنشستگی‌شان کمک کند. این که فرض کنیم خود کارگران باید فکری برای خویش بکنند، واقع‌گرایانه نیست. باید یک طرح بازنشستگی لایه دوم را به طور اجباری ایجاد و برای آن هزینه کرد. همچنین باید شیوه مناسبی برای انباشت پس‌انداز بازنشستگی و برداشت آن طراحی کرد. همچنین باید به طراحی پروتکل آگاهی‌بخش^۱ پرداخت که بر اساس آن، مشارکت‌کنندگان به طور منظم از شرایط مالی مشارکت خود آگاه شوند. همچنین پروتکل باید پیشنهادهایی راجع به این امر ارائه دهد که اگر لازم شد شرایط موجود به سوی شرایط مطلوب تغییر کنند، چگونه این کار انجام خواهد شد.

دوباره کارگر مثالی قصه ما را به یاد آورید؛ در ساختن این مدل بازنشستگی، چه کسی با او شریک خواهد شد؟ فصل پیش سه امکان را فهرست کرد (که مانعة‌الجمع نیستند):

۱- **شرایط تک‌کارفرمایی یا چندکارفرمایی:** یک کارفرمای منفرد یا یک اتحادیه کارگری می‌تواند

در این نوع طرح بازنشستگی، در ابعاد بزرگ و با انگیزه‌های فراوان، پشتیبان طرح باشد. همچنین گروهی از کارفرمایان/ کارگران آن نیز در هر دو بخش عمومی و خصوصی می‌توانند طرح بازنشستگی خود را از این نوع انتخاب کنند. گروه‌بندی‌ها می‌تواند مبتنی بر صنعت یا جغرافیا باشد. به نظر می‌رسد طرح‌های چندکارفرمایی هلند و استرالیا از این نوع‌اند.

۲- **صنعت خدمات مالی-تجاری:** شگفت‌آور است که در این صنعت، علاقه چندان به اندیشه نوآورانه وجود ندارد؛ اندیشه‌ای که به افزودن ابزار توزیع ریسک طول عمر/ سلامت به طرح‌های حق بیمه معین آن‌ها منجر شود. البته اقدام نوآورانه Mercer LIFETIMEPLUS که در یادداشت شماره ۱ پایان فصل به آن ارجاع شده است، از در حال تغییر بودن این شرایط خبر می‌دهد.

۳- **طرح‌های ابتکاری دولتی در سطح ملی و منطقه‌ای:** خوشبختانه چنین طرح‌هایی هم‌اکنون در بخش‌های دولتی ملی و منطقه‌ای در حال شکل‌گیری‌اند. طرح نست (NEST) بریتانیا که در فصل‌های پیش شرح داده شد، مثال مناسبی است. امروزه میلیون‌ها کارگر بریتانیایی که از

طرح بازنشستگی لایه دوم بی‌بهره بودند، عضو چنین طرحی هستند یا به‌زودی خواهند شد. طرح بازنشستگی اُنتاریو نیز می‌تواند در کانادا به طرحی ملی تبدیل شود. این نوع از طرح‌های ابتکاری بازنشستگی را می‌توان در ایالات متحده در هر دو سطح ملی و ایالتی یافت. هدف این بخش از کتاب این بود که نشان دهد موضوع طراحی طرح‌های بازنشستگی در قرن بیست‌ویکم، هنوز موضوعی زنده و جاری است. در حقیقت، در برخی از حوزه‌ها پیشرفت‌هایی به دست آمده است. آیا [در این میان] شما هم نقش خود را بازی می‌کنید؟

بخش سوم

حکمرانی بازنشستگی

«حکمرانی به فرایند تعامل و تصمیم‌گیری مربوط است که در میان افرادی درگیر تلاشی دسته‌جمعی رخ می‌دهد. میزان رسمیت [آن] به قواعد درونی سازمان مربوط است.»
مارک بویر^۱، حکمرانی: مقدمه‌ای بسیار کوتاه^۲ (۲۰۱۳)

1. Mark Bevir

2. *Governance: A Very Short Introduction*

فصل دهم

امروزه حکمرانی صندوق بازنشستگی چقدر اثربخش است؟

یافته‌های پیمایشی جدید

«نیاز داریم از راه‌حل‌های مربوط به سرمایه‌گذاری بلندمدت،
به سوی اقداماتی حرکت کنیم... نخست این‌که باید به مسئله
حکمرانی نهادهای مالی رسیدگی کنیم.»

انجیل گوریا^۱، دبیرکل، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۲

پیمایشی جدید راجع به حکمرانی

انجیل گوریا، دبیرکل سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، اشاره می‌کند که داشتن سازمان‌های مالی اثربخش، مستلزم حکمرانی اثربخش است. همین واقعیت مرا برانگیخت تا طی ۲۵ سال گذشته، درگیر پژوهش راجع به حکمرانی بازنشستگی باشم. این فصل خلاصه‌ای است از یافته‌های جدیدترین پژوهش من درباره حکمرانی صندوق‌های بازنشستگی که در همکاری با جان مک‌لافلین^۳ انجام شده است.^[۳۴]

این پروژه در اواسط سال ۲۰۱۴، با ارسال پرسش‌نامه‌ای برای ۱۸۰ مدیرعامل سازمان‌های بازنشستگی بزرگ در سراسر دنیا آغاز شد. دو ماه بعد، تحلیل ۸۱ پرسش‌نامه تکمیل شده را آغاز کردیم و پاسخ‌های سال ۲۰۱۴ را با پاسخ‌هایی که در پیمایش‌های مشابه سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵ به دست آمده بود، مقایسه کردیم.

1. Angel Gurria

2. Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD)

3. John McLaughlin

در ادامه، پیش از گزارش نتایج پیمایش خود، خلاصه‌ای کوتاه از یافته‌های پیمایش‌های سابق ارائه می‌شود.

یافته‌های پژوهش‌های پیشین راجع به حکمرانی بازنشستگی

در سال ۱۹۹۲، انسان‌شناسان، ویلیام اوبار^۱ و جان کانلی^۲، با کتاب^[۳۵] خود به نام شانس و حماقت: قدرت و ثروت سرمایه‌گذاری نهادی^۳، جریان ساز شدند. آن‌ها پس از مشاهده عملکرد ۹ صندوق بازنشستگی بزرگ در ایالات متحده طی دوره‌ای ۲ ساله، نتیجه گرفتند که ظاهراً این صندوق‌ها بیش‌تر بر [شناسایی] مقصرهای شکست و سرزنش مدیریت تمرکز دارند، به جای این‌که بر حکمرانی خوب و خلق ارزش برای ذی‌نفعان متمرکز باشند. این عملکرد تا حد زیادی با آنچه کینز در سال ۱۹۳۶ درباره کمیته‌های سرمایه‌گذاری گفت هم‌راستا است: «خرد روزمره به ما می‌آموزد که برای [حفظ] اعتبار، شکست متعارف، از موفقیت غیرمتعارف بهتر است.»^[۳۶]

در سال ۱۹۹۵، مطالعه‌ای انجام شد که من هم در آن مشارکت داشتم و ۵۰ نفر از اعضای ارشد هیئت‌مدیره صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده مورد پرسش قرار گرفتند. از آن‌ها پرسیده شد که برآوردشان از «کمبود مزیت»^۴ در سازمان خود چیست. به بیان دیگر، [پرسش این بود که] اگر می‌شد محدوده‌های شناخته‌شده بر سر راه مزیت‌های سازمانی را از میان برد، از نظر آن‌ها عملکرد سرمایه‌گذاری بلندمدت چقدر ممکن بود بهبود یابد؟ پاسخ میانگین، ۶۶ واحد درصد بود. هنگامی که از آن‌ها درباره دلایل کمبود مزیت سؤال شد، بیش‌ترشان بارها به فرایندهای ضعیف تصمیم‌گیری، منابع ناکافی و مأموریت سازمانی نامتمرکز و مبهم اشاره کردند.^[۳۷] مطالعات کلارک و دیگران^۵ (۲۰۰۶ و ۲۰۰۷) در بریتانیا و کلپمن و دیگران^۶ (۲۰۰۷) در ایالات متحده، وجود چنین چالش‌هایی را در بسیاری از سازمان‌های بازنشستگی تأیید می‌کنند.^[۳۸]

مشاهدات اساسی مقاله کلارک و اروین در مجله بین‌المللی مدیریت بازنشستگی^[۳۹]، در خصوص هیئت‌مدیره سازمان‌های بازنشستگی به شرح زیر است:

- در طراحی یک ساختار حکمرانی اثربخش، رفتار انسان و سوگیری‌های شناختی او عامل پراهمیتی است.
- اعضای هیئت‌مدیره باید تحصیل کرده و نماینده [منافع ذی‌نفعان] باشند و نسبت به فهم این منافع

1. William O'Barr

2. John Conley

3. *The Power and Wealth of Institutional Investing*

4. excellence shortfall

5. Clark et al.

6. Clapman et al.

- و برقراری توازن منصفانه میان این منافع تعهد جمعی داشته باشند.
- در واقعیت اعضا با این مشکلات روبه‌رو هستند: تفاوت در سبک‌های تصمیم‌گیری را به رسمیت نمی‌شناسند، تمرکز کمی دارند و دامنه گسترده مسائلی که باید به آن رسیدگی کنند، آن‌ها را آشفته می‌کند.
 - در این شرایط، سمت رئیس هیئت‌مدیره اهمیتی حیاتی دارد. این سمت باید تضمین کند که میان انتظارات ذی‌نفعان با فرهنگ سازمان، برنامه راهبردی سازمان و اجرای این برنامه راهبردی پیوند آشکاری وجود دارد. مهم‌تر از همه این که رئیس هیئت‌مدیره باید بر احترام میان فردی تأکید داشته باشد.
- مقاله دیگری در همان مجله^۴ از آمباچپر^۱، کپل^۲ و لام^۳، نخستین پیمایشی را که راجع به حکمرانی صندوق‌های بازنشستگی در سال ۱۹۹۷ انجام شده بود و در سال ۲۰۰۵ تکرار شد، شرح داده است. در ادامه، یافته‌ها و نتایج کلیدی این مقاله می‌آید.

فهم «کسری حکمرانی»^۴ در صندوق‌های بازنشستگی

در این پیمایش، از مدیران عامل صندوق‌های بازنشستگی، دو پرسش باز پرسیده شد. یکی از آن‌ها درباره اولویت‌های هیئت‌مدیره^۵ بود؛ پرسش دیگر نیز درباره اولویت‌های سازمانی^۶ بود. همچنین از پاسخگویان درخواست شد ۴۵ جمله ارائه‌شده درباره حکمرانی، مدیریت و اثربخشی عملیاتی را درباره سازمان خود امتیازدهی کنند. از آن‌ها خواسته شد که مخالفت/ موافقت خود با هر جمله را با امتیازی بین ۱ (کاملاً مخالف) و ۶ (کاملاً موافق) نشان دهند. هر جمله به گونه‌ای طراحی شده بود که امتیاز بیش‌تر به معنای اثربخشی بیش‌تر باشد. این پژوهش، ۸۰ پاسخ‌نامه از سال ۱۹۹۷ و ۸۱ پاسخ‌نامه از سال ۲۰۰۵ را استخراج کرد که مربوط به گروه‌های مختلف کارکنان سازمان‌های بازنشستگی، از لحاظ سن، تعداد و منطقه جغرافیایی بود. جدول ۱-۱۰ پاسخ‌های مدیران عامل را درباره اولویت‌های هیئت‌مدیره و اولویت‌های سازمانی در سال ۲۰۰۵ نشان می‌دهد. آن‌ها چالش‌های اصلی اولویت‌های هیئت‌مدیره را در سه حوزه می‌بینند: مسئله کنش/ بافتار، مسئله اثربخشی هیئت‌مدیره و مسئله مدیریت سرمایه‌گذاری/ ریسک. بزرگ‌ترین چالش مدیریتی نیز

1. Ambachtsheer

2. Capelle

3. Lum

۴. Governance Deficit: «کسری حکمرانی» اصطلاحی است که تا حدی در مقابل «کسری بودجه» قابل طرح است و منظور از آن، این است که یک سازمان در رسیدگی به چالش‌های فزاینده امروزی، دچار نقص‌هایی در امنیت، آینده‌نگری و پاسخگویی باشد. این امر به این سبب رخ می‌دهد که هیئت‌مدیره در زمان مناسب، از اطلاعات مناسب برای تصمیم‌گیری بهره‌مند نیست. در این تیتیر، گیومه افزوده مترجم است. - م.

5. board priorities

6. organizational priorities

برنامه‌ریزی راهبردی و اجرای آن است. جدول ۱۰-۲ راجع به هریک از این چهار حوزه چالش جزئیات بیش‌تری ارائه می‌کند. توجه داشته باشید درحالی که از سویی، این چهار حوزه متمایزند، از سوی دیگر اجزای مسئله کلی‌تر هستند: مدیریت و حکمرانی در صندوق بازنشستگی. این چالش‌ها پیرامون پرسش‌های زیر مطرح می‌شوند:

- هیئت‌مدیره صندوق بازنشستگی چقدر درباره قراردادهای بازنشستگی تحت نظارت خود و درباره وظایف امانی و مسئولیت وفاداری و انصاف خود شفاف [و توضیح‌دهنده] است؟
- آیا هیئت‌مدیره از تفاوت میان حکمرانی و مسئولیت پاسخگویی مدیریت در خصوص دستیابی به اهداف سازمان معین شده آگاه است؟ آیا هیئت‌مدیره می‌تواند پرسش‌های درستی راجع به راهبردها و اجرای آن‌ها مطرح کند؟
- آیا سازمان توانسته است باورهای سرمایه‌گذاری درستی را جا بیندازد که هم هیئت‌مدیره و هم مدیران زیرمجموعه، آن باورها را فهمیده و صادقانه به آن معتقد باشند؟ آیا سازمان با ذی‌نفعان درباره ریسکی که متحمل شده‌اند صادق است؟
- آیا سازمان دارای منابع لازم برای اجرای برنامه راهبردی خود هست؟ اگر نیست، موانع چیستند و راه برطرف کردن آن‌ها چیست؟

جدول ۱۰-۱. مدیریت و سرپرستی صندوق بازنشستگی: چه چیزهای اهمیت بیش‌تری دارند؟

پرسش مسئله	درصد پاسخ‌ها
۱. مهم‌ترین مسائل سرپرستی [سازمان] چیست؟	
الف. مسائل کنشگر / بافتار	٪۴۴
ب. مسائل اثربخشی حکمرانی	٪۳۶
پ. مسائل مدیریت ریسک / باورهای سرمایه‌گذاری	٪۲۰
۲. مهم‌ترین مسائل مدیریتی سازمان چیست؟	
الف. اثربخشی مدیریت / برنامه‌ریزی راهبردی	٪۷۳
ب. مسائل کنشگر / بافتار	٪۱۵
پ. مسائل مدیریت ریسک / باورهای سرمایه‌گذاری	٪۱۲

جدول ۱۰-۲. مدیریت و حکمرانی صندوق بازنشستگی: چالش‌های خاص

چالش‌ها و وظایف مرتبط
۱. مسائل کنشگر/ بافتار الف. ایجاد تعادل میان منافع ذی‌نفعان ب. درک صحیح فضای قانونی/ مقررات‌گذاری
۲. مسائل اثربخشی سرپرستی الف. دانش/ مهارت مناسب هیئت‌مدیره ب. تفویض اختیار شفاف به مدیریت
۳. مسائل مدیریت ریسک/ باورهای سرمایه‌گذاری الف. درک صحیح ریسک‌های بافتارمند^۱ و مدیریت آن‌ها ب. مبتنی بر اطلاعات کافی بودن باورهای سرمایه‌گذاری و ارتباط بین این باورها پ. حرکت به سوی فرایندهای سرمایه‌گذاری [معطوف به] بودجه‌بندی مبتنی بر ریسک^۲
۴. مسائل اثربخشی مدیریت/ برنامه‌ریزی راهبردی الف. تأمین منابع برنامه‌ریزی، طراحی سازمانی و جبران خدمات ب. تفویض اختیار شفاف به مدیریت پ. نظام‌های اثربخش فناوری اطلاعات (IT)

منبع: Rotman International Journal of Pension Management, Fall 2008.

موضوعیت داشتن و اهمیت این پرسش‌ها با نتایجی تقویت می‌شود که در فرایند امتیازدهی به ۴۵ جمله پیمایش به دست آمده است. جدول ۱۰-۳ به مقایسه ۶ جمله دارای کم‌ترین امتیاز در سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵ پرداخته است. توجه داشته باشید که این جمله‌ها مشابه‌اند و تمام آن‌ها به طور مستقیم یا غیرمستقیم به مسائل اثربخشی هیئت‌مدیره مرتبط‌اند. این جمله‌ها، به طور خاص، به انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و دشواری ارزیابی [عملکرد] آن‌ها، تفویض اختیار غیراثربخش به مدیریت، و دشواری‌های جذب استعدادها برتر به سازمان و حفظ آن‌ها مرتبط‌اند.

1. context-based risk

2. risk budget-based investment process

جدول ۱۰-۳. شش جمله دارای کم‌ترین امتیاز در سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵

[این شش جمله دارای امتیاز کم‌تر، موضوعاتی را در بر می‌گیرند که به باور پاسخگویان، سازمان آن‌ها کم‌ترین اثربخشی را در آن خصوص داشته است.]

امتیاز	سال ۲۰۰۵	سال ۱۹۹۷	امتیاز
۴۰	در سازمان ما، سطح جبران خدمات، رقابتی است.	در سازمان ما، سطح جبران خدمات، رقابتی است.	۴۰
۴۱	هیئت‌مدیره برای ارزیابی مدیران سرمایه‌گذاری یا خود سرمایه‌گذاری‌ها وقت نمی‌گذارد.	هیئت‌مدیره برای ارزیابی مدیران سرمایه‌گذاری یا خود سرمایه‌گذاری‌ها وقت نمی‌گذارد.	۴۱
۴۲	هیئت‌مدیره به طور منظم اثربخشی خود را می‌سنجد و بهبود می‌بخشد.	هیئت‌مدیره به طور منظم اثربخشی خود را می‌سنجد و بهبود می‌بخشد.	۴۲
۴۳	من قدرت برکناری یا ابقای مدیران سرمایه‌گذاری را دارم.	صندوق ما فرایند اثربخشی برای انتخاب، توسعه و برکناری اعضای هیئت‌مدیره دارد.	۴۳
۴۴	صندوق ما فرایند اثربخشی برای انتخاب، توسعه و برکناری اعضای هیئت‌مدیره دارد.	من قدرت برکناری یا ابقای مدیران سرمایه‌گذاری را دارم.	۴۴
۴۵	جبران خدمت مبتنی بر ارزیابی عملکرد یکی از اجزای مؤثر طراحی سازمانی ماست.	جبران خدمت مبتنی بر ارزیابی عملکرد یکی از اجزای مؤثر طراحی سازمانی ماست.	۴۵

منبع: Rotman International Journal of Pension Management, Fall 2008.

توصیه‌هایی برای اقدام

این مقاله، بر اساس یافته‌های بالا، در خصوص کسری حکمرانی که از سال‌ها پیش مستند شده و در اواسط نخستین دهه قرن بیست و یکم، همچنان در بیش‌تر صندوق‌های بازنشستگی باقی مانده است، شش فرصت برای رفع و رسیدگی مطرح کرده است:

۱- بازطراحی قراردادهای بازنشستگی به منظور رفع نقص‌ها [حرکت به سوی قرارداد کامل]، پیچیدگی زیاد و غیرضروری، و/یا معضل منصفانه نبودن. این کار، معمولاً وظیفه‌ای نیست که خود هیئت‌مدیره بتواند انجام دهد، اما دیدگاه‌های آنان احتمالاً با دقت از سوی طرفین قراردادها شنیده خواهد شد.

۲- ساختن ماتریس تجربه/مهارت هیئت‌مدیره به منظور انعکاس این واقعیت که با این که هنوز نیاز داریم اعضای هیئت‌مدیره نماینده منافع ذی‌نفعان و دارای مشروعیت باشند، این امر به خودی خود کافی نیست. آن‌ها همچنین باید دارای مهارت‌های جمعی مورد نیاز و تجربیاتی باشند تا حکمرانی اثربخش داشته باشند.

- ۳- راه‌اندازی پروتکل خودارزیابی هیئت‌مدیره به منظور شناسایی و رسیدگی به ضعف‌ها.
 - ۴- اطمینان از مشخص بودن [تفاوت] نقش‌ها بین هیئت‌مدیره و مدیران زیرمجموعه، به دلیل این که مبهم بودن این تفاوت‌ها می‌تواند موجب شکاف‌های سازمانی، فشردگی^۱ سازمانی و ناکامی‌های گسترده شود.
 - ۵- اتخاذ موضعی با عملکرد بسیار مطلوب در سراسر سازمان و اطمینان از این که سرمایه انسانی و فنی لازم برای محقق‌سازی خواسته‌ها وجود دارد.
 - ۶- تبدیل کردن اثربخشی هیئت‌مدیره به یک الزام مقررات‌گذاری، زیرا برای مقررات‌گذاران بسیار ساده‌تر خواهد بود که سازمان‌های بازنشستگی را مجبور کنند هر ساله گام‌های برداشته‌شده به سوی اثربخش‌تر شدن سازمان را گزارش دهند.
- نتیجه مهم این پژوهش، این بود که طی یک هفته، برای صندوق‌های بازنشستگی و دیگر سازمان‌های دارای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، برنامه‌ای^۲ به منظور بهبود اثربخشی هیئت‌مدیره در سال ۲۰۱۱ راه‌اندازی شد. این برنامه هر شش فرصت یادشده را در بر می‌گرفت. این برنامه از زمان تدوین تا کنون، هفت بار در دسترس قرار گرفته است و در ۱۲ کشور به ۶۷ سازمان گواهی‌نامه مخصوص داده است.^[۴۱]

توصیف پیمایش سال ۲۰۱۴ و پاسخگویان آن

جدول ۱۰-۴ ویژگی‌های آماری سازمان‌های مورد بررسی سال ۲۰۱۴ را با همتایان آن‌ها در سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵ مقایسه می‌کند. توجه داشته باشید که گروه مورد مطالعه سال ۲۰۱۴ بسیار بزرگ‌تر بودند، کم‌تر از جنس شرکت‌های بزرگ خصوصی بودند و از لحاظ جغرافیایی تنوع بیش‌تری داشتند.^[۴۲] جمع‌دارایی‌های این سازمان‌ها به حدود ۵ تریلیون دلار بالغ می‌شود. شکل ۱۰-۱ نشان می‌دهد که افراد مشارکت‌کننده عمدتاً مدیران ارشد سازمان‌های بازنشستگی و دارای سابقه تصدی بالا بوده‌اند.

1. compression

2. Rotman-ICPM Board Effectiveness Program (BEP)

جدول ۱۰-۴. ویژگی‌های آماری گروه‌های پاسخگو در پیمایش‌های ۱۹۹۷، ۲۰۰۵ و ۲۰۱۴

ویژگی‌های پاسخگویان	۱۹۹۷	۲۰۰۵	۲۰۱۴
تعداد پاسخگویان	۸۰	۸۱	۸۱
ایالات متحده	٪۵۴	٪۴۴	٪۲۹
کانادا	٪۴۶	٪۴۱	٪۲۸
اروپا		٪۱۱	٪۳۱
آسیا، استرالیا و نیوزیلند		٪۴	٪۱۴
بخش عمومی	٪۲۴	٪۴۱	٪۶۰
شرکت‌ها	٪۶۳	٪۳۸	٪۱۹
سایر	٪۱۴	٪۲۱	٪۲۱
میانگین اندازه طرح (میلیارد دلار)	۲.۱	۳.۷	۲۲.۷

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

یافته‌های پیمایش سال ۲۰۱۴ درباره حکمرانی

در دو پیمایش قبلی سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵، ۴۵ جمله راجع به حکمرانی، مدیریت و اثربخشی عملیاتی فهرست شد. در پیمایش سال ۲۰۱۴، این جملات به ۲۳ جمله کاهش یافت که مستقیماً به اثربخشی مدیریت مربوط بود. در تحلیلی که در ادامه می‌آید، پاسخ‌های سال ۲۰۱۴ راجع به این ۲۳ جمله با پاسخ‌های سال‌های قبل راجع به همین جملات مقایسه شده‌اند.

شکل ۱۰-۱. ویژگی‌های جمعیتی پاسخگویان پیمایش ۲۰۱۴

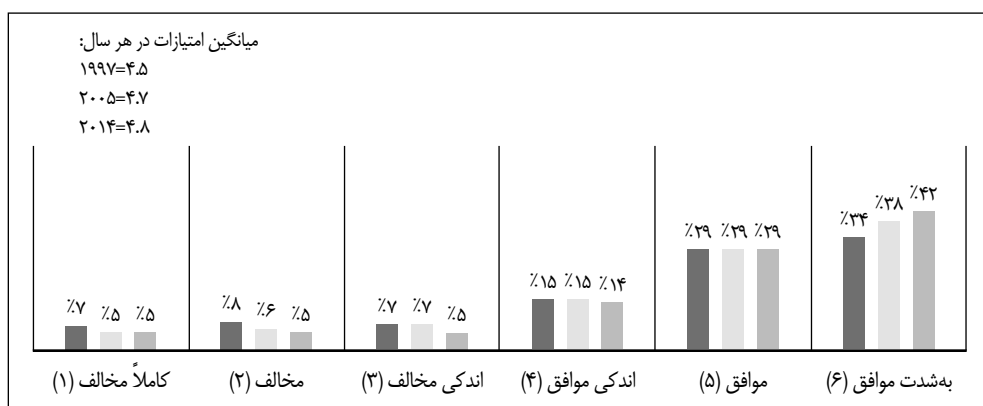
کل: ۲۳ کانادایی ۲۲ اروپایی ۲۵ ایالات متحده ۱۱ آسیا، استرالیا و نیوزیلند کل	ارشد: ۵۴ نفر رئیس هیئت‌مدیره، مدیرعامل و مدیر اجرایی ۲۷ نفر دیگر مشاغل ارشد
تصدی طولانی در سازمان: به طور متوسط ۱۲ سال تصدی در یک سازمان در دامنه ۱ تا ۳۵ سال	تصدی طولانی در منصب: به طور متوسط ۷ سال در یک منصب در دامنه ۱ تا ۲۷ سال

۲۹ پاسخگو نیز از همکاران مؤسسه ICPM بودند که مجری برنامه بهبود اثربخشی هیئت‌مدیره بود.

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

شکل ۱۰-۲ توزیع پاسخ‌ها به ۲۳ جملهٔ مربوط به حکمرانی را در هر سه پیمایش نشان می‌دهد. تمایل زیادی به دادن امتیازهای بالا دیده می‌شود که در طراحی این نوع پیمایش‌ها رایج است. با این حال، دقت داشته باشید که میانگین امتیازات در طی این ۱۷ سال رو به افزایش بوده است (از ۴.۵ به ۴.۷ و به ۴.۸) که احتمالاً حاکی از بهبود نهایی^۱ اثربخشی هیئت‌مدیرهٔ صندوق‌های بازنشستگی در این دوره است.

شکل ۱۰-۲. توزیع پاسخ‌های تمامی پاسخگویان به تمامی ۲۳ پرسش مربوط به حکمرانی در پیمایش‌های ۱۹۹۷، ۲۰۰۵ و ۲۰۱۴



منبع: KPA Advisory Services Ltd.

جدول ۱۰-۵ به مقایسهٔ ۵ جملهٔ دارای بیش‌ترین امتیاز (بالاترین سطح مورد رضایت) و ۵ جملهٔ دارای کم‌ترین امتیاز (پایین‌ترین سطح مورد رضایت) می‌پردازد. خوانندگان را دعوت می‌کنم که تفسیر و نتیجه‌گیری خود را از این جدول داشته باشند. از نظر من، در این دو سطح از پاسخ‌ها نشانه‌هایی از تناقض وجود دارد. برای مثال، چگونه ممکن است از یک سو مدیران اجرایی ارشد در سازمان‌های بازنشستگی، بگویند منابع لازم برای انجام کار خود را در اختیار داشته‌اند، اما از سوی دیگر بگویند که سطح جبران‌خدمات در سازمان آن‌ها غیررقابتی بوده است؟ به طور مشابه، چگونه ممکن است مدیران ارشد سازمان‌های بازنشستگی، از طرفی بگویند هیئت‌مدیره آن‌ها را بابت نتایج کارها مسئول و پاسخگو نگه داشته است، اما از طرف دیگر بگویند که هیئت‌مدیره در امور اجرایی دخالت بیجا داشته است (برای نمونه در استخدام و اخراج مدیران بخش سرمایه‌گذاری)؟

جدول ۱۰-۵. حوزه‌هایی که رؤسای هیئت‌مدیره کم‌ترین و بیش‌ترین رضایت را داشته‌اند

میانگین امتیاز در سال ۲۰۱۴	پایین‌ترین امتیاز در جدیدترین پیمایش	میانگین امتیاز در سال ۲۰۱۴	بالا‌ترین امتیاز در جدیدترین پیمایش
۱۹	من اقتدار لازم برای ابقا یا اخراج مدیران بخش سرمایه‌گذاری را دارم.	۱	دارندگان تعهد امانی در این سازمان، کار نمایندگی منافع ذی‌نفعان طرح را به‌خوبی انجام می‌دهند.
۲۰	سطح جبران خدمات در سازمان ما رقابتی است.	۲	توسعه سیاست‌های سرمایه‌گذاری ما، مستلزم تلاش قابل ملاحظه‌ی من و دارندگان تعهد امانی [یعنی هیئت‌امنا یا هیئت‌مدیره] است و حاصل بهترین اندیشه‌های ماست.
۲۱	دارندگان تعهدات امانی قابلیت‌های ممتاز، دانش مرتبط، تجربه، هوش و مهارت‌های لازم را برای انجام کار خود دارند.	۳	در خصوص تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی، توزیع مسئولیت و پاسخگویی بین دارندگان تعهد امانی و تیم سرمایه‌گذاری صندوق شفاف است.
۲۲	صندوق ما دارای فرایندهای اثربخشی برای استخدام، توسعه و پایان‌کار دارندگان تعهدات امانی است.	۴	دارندگان تعهد امانی مرا بابت عملکرد مسئول و پاسخگو نگه می‌دارند و عملکرد ضعیف را نمی‌پذیرند.
۲۳	جبران خدمات مبتنی بر عملکرد یکی از مهم‌ترین اجزای طراحی سازمانی ماست.	۵	دارندگان تعهد امانی، با تخصیص منابع لازم برای انجام کار ما موافقت می‌کنند.

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

جدول ۱۰-۶ پنج جمله دارای کم‌ترین امتیاز را با یکدیگر مقایسه کرده است. این جملات کاملاً مشابه بوده‌اند. این جملات برای ما حاکی از آن‌اند که چالش‌های حکمرانی در صندوق‌های بازنشتی در چه حوزه‌هایی ادامه خواهند یافت و به چه عواقبی منجر خواهند شد.

جدول ۱۰-۶. پنج جمله دارای کمترین امتیاز در سال‌های ۱۹۹۷، ۲۰۰۵ و ۲۰۱۴

کمترین امتیاز در سه پیمایش	میانگین امتیازات سال ۱۹۹۷	میانگین امتیازات سال ۲۰۰۵	میانگین امتیازات سال ۲۰۱۴
سطح جبران خدمات در سازمان ما رقابتی است.	۱۸	۱۸	۲۰
دارندگان تعهدات امنی ۳ اثربخشی خود را به طور منظم ارزیابی می‌کنند و بهبود می‌دهند.	۲۰	۲۰	۱۷
من اقتدار لازم برای ابقا یا اخراج مدیران بخش سرمایه‌گذاری را دارم.	۲۲	۲۱	۱۹
صندوق ما دارای فرایندهای اثربخشی برای استخدام، توسعه و پایان کار دارندگان تعهدات امنی است.	۲۱	۲۲	۲۲
جبران خدمات مبتنی بر عملکرد یکی از مهم‌ترین اجزای طراحی سازمانی ماست.	۲۳	۲۳	۲۳

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

به طور ویژه، فرایندهای ضعیف انتخاب اعضای هیئت‌مدیره موجب پروتکل‌های اشتباه و غیراثربخش می‌شود که در نهایت به مداخله هیئت‌مدیره در امور اجرایی و تأمین مالی ناکافی حوزه‌هایی کلیدی، مانند سرمایه‌گذاری، منجر می‌شود.

جدول ۱۰-۷ چگونگی امتیازدهی به ۲۳ جمله یادشده را برحسب منطقه ارزیابی کرده است. آشکار است که پاسخگویان اروپایی نسبت به هم‌تایان خود در شمال آمریکا و اقیانوس آرام، امتیاز بسیار کم‌تری به پرسش‌ها داده‌اند. همچنین احتمال بیش‌تری دارد که سازمان‌های بازنشستگی در کانادا، استرالیا و نیوزیلند، جبران خدمات خود را بر اساس عملکرد انجام دهند.

جدول ۱۰-۷. اختلاف منطقه‌ای در کیفیت حکمرانی

اختلاف نسبت به میانگین پاسخ‌ها	اروپا	کانادا	ایالات متحده	آسیا استرالیا نیوزیلند	میانگین پاسخ‌ها در تمامی طرح‌ها
جبران خدمات مبتنی بر عملکرد یکی از مهم‌ترین اجزای طراحی سازمانی ماست.	-	+		+	۳.۷
دارندگان تعهدات امانی، چارچوبی برای اخلاق و ارزش‌های سازمانی طراحی کرده‌اند که شفاف، مناسب و قابل فهم است و به‌خوبی اطلاع‌رسانی شده است.	-				۵.۱
دارندگان تعهدات امانی، استانداردهایی برای عملکرد سازمانی طراحی کرده‌اند که شفاف، مناسب و قابل فهم است و به‌خوبی اطلاع‌رسانی شده است.	-				۴.۹
دارندگان تعهدات امانی توازن مناسبی میان کنترلگری شدید و عدم کنترل برقرار کرده‌اند.	-				۴.۸
من در چارچوب محدودیت‌های معقول، دارای اقتدار مدیریتی لازم برای اجرای سیاست‌های بلندمدت مربوط به ترکیب دارایی‌ها و ریسک ترازنامه هستم.	-		+		۵.۰
در خصوص تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی، توزیع مسئولیت و پاسخگویی بین دارندگان تعهد امانی و تیم سرمایه‌گذاری صندوق شفاف است.				-	۵.۴

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

* علامت مثبت یعنی بالاتر از میانگین بودن امتیاز این پاسخ، به میزانی بیش از ۰.۵ نمره بوده است. علامت منفی یعنی پایین‌تر از میانگین بودن امتیاز این پاسخ، به میزانی بیش از ۰.۵ نمره بوده است.

بینش‌های دیگری راجع به حکمرانی، بر اساس توضیحات پاسخگویان

مشارکت‌کنندگان در این پیمایش، علاوه بر امتیازبندی ۲۳ جمله مربوط به حکمرانی، به این پرسش نیز پاسخ دادند: «در حال حاضر، مهم‌ترین مسئله پیش‌روی هیئت‌مدیره را چه می‌دانید؟» پاسخ‌ها به این شرح بود:

ترکیب و مهارت‌های هیئت‌مدیره

- «اعضای هیئت‌مدیره باید باتجربه‌تر و از هوش و مهارت بیش‌تری برخوردار باشند.»
- «انتصاب بهنگام اعضای هیئت‌مدیره...»

- «تغییر اعضای هیئت‌مدیره، در میان اعضای دارای تعهد امانی و اعضای قانون‌گذار بسیار زیاد و در میان متخصصان منصوب‌شده برای سرمایه‌گذاری بسیار اندک است. کنترل در اختیار قانون‌گذاران است.»
- «تغییر بسیار زیاد هیئت‌مدیره (به دلیل محدودیت دوره‌ای). تغییر بسیار زیاد کارکنان (به دلیل بازنشستگی). اگرچه سیاست‌های مناسبی تدوین شده‌اند، نبودِ حافظه و پیوستگی سازمانی، امکان پیامدهای منفی را به وجود آورده است...»
- «مهم‌ترین مسئله در حوزه حکمرانی... بی‌سوادی اعضای این کمیته در زمینه مدیریت صندوق‌های بازنشستگی است. [در ظاهر] حکمرانی داریم، اما در عمل به‌ندرت می‌توان چنین گفت...»
- «انتخاب اعضای کمیته صندوق بازنشستگی از میان کسانی که دارای تخصص کافی سرمایه‌گذاری باشند...»
- «تحصیلات اعضای هیئت‌مدیره...»
- «بهره‌گیری از اعضای جدیدی برای عهده‌داری این سمت امانی (تغییر ۸۰ درصد از اعضا)، به منظور بهبود مستمری‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت امانی...»
- «... اطمینان از قابلیت اعضای کنونی هیئت‌مدیره برای افزایش نظارت و مدیریت ریسک...»
- «... اطمینان از قابلیت اعضای هیئت‌مدیره در پذیرش مسئولیت‌هایی که با تغییرات تنظیمگری، به طور فزاینده‌ای به آن‌ها تفویض می‌شود...»

فرایندهای هیئت‌مدیره

- «هیئت‌مدیره زمان بسیار زیادی را صرف مسائل اداری و تصویب فردی سرمایه‌گذاری‌ها می‌کند و زمان کافی برای تثبیت راهبردی کل سبدسهم و مدیریت بلندمدت ریسک‌ها و فرصت‌های کلان پیش‌روی صندوق و کسب‌وکار آن ندارد.»
- «... واقعاً از گروه برجسته‌ای برخورداریم... اما به جای این که دارای منزلت بسیار بالاتری از پرسنل باشند، اندکی از آن‌ها بالاترند... در این خصوص و درباره سطح [تخصص] مدیران، زمان بسیاری صرف شده است...»
- «نباید استخدام و اخراج مدیران را [به بیرون] محول کرد...»
- «... ممکن است کار افراد در سمت مدیریت خاتمه یابد، درحالی که کمیته سرمایه‌گذاری مدیران خود را حفظ می‌کند.»

- «مدیریت زمان: به جای تصمیم‌گیری‌های راهبردی راجع به کسب‌وکار، به صرف زمان بیش‌تر برای مصاحبه و جلسه با مدیران سرمایه‌گذاری پرداخته شود...»
- «هیئت‌مدیره در تصمیم‌گیری‌های خود باید در سطح بالایی راهبردی عمل کند و اهمیت شفافیت مسئولیت‌های متفاوت هیئت‌مدیره و سازمان را بشناسد و با آن کنار بیاید...»

جبران خدمات

- «به منظور جذب و ابقای مدیران بااستعداد و ارشد در حوزه سرمایه‌گذاری، باید طرحی برای جبران خدمات رقابتی طراحی و اجرا کنیم تا نسبت به بازار دستمزد مناسبی بپردازیم. شخصیت حقوقی عمومی‌ای که ما داریم، موضوع قانون‌گذاری‌ها و سیاست‌های سخت‌گیرانه قرار می‌گیرد که جبران خدمات و هزینه‌های اداری ما را تحت تأثیر قرار می‌دهد.»
 - «هیچ میل و انگیزه‌ای برای بحث دربارهٔ ایجاد مدل‌های جدید جبران خدمات وجود ندارد.»
- این جملات تشریحی، بینش‌های برآمده از امتیازدهی به جملات را تقویت می‌کند.

مهم‌ترین نگرانی‌های باقی‌مانده راجع به حکمرانی

در پایان باید گفت درحالی که از سال ۱۹۹۷، شواهدی از بهبود وضعیت حکمرانی سازمان‌های بازنشتی در دست است، یافتهٔ کلیدی پیمایش سال ۲۰۱۴ این است که نگرانی اصلی راجع به اعضای آموزش‌دیده و برگزیدهٔ هیئت‌مدیره، دربارهٔ اثربخشی فرایندهای نظارتی و توانایی جذب و نگهداشت مدیران کلیدی و حفظ مهارت‌های حرفه‌ای است. آنچه باید انجام شود، افزایش شدید اثربخشی عملکرد حکمرانی در سازمان‌های بازنشتی است.

فصل یازدهم

تحول معنای وظیفه امانی

آیا هیئت امنای شما این اصل را رعایت می کند؟

«سال‌ها تمرکز بر [رعایت] وظیفه احتیاط از سوی دارندگان تعهد امانی^۱، به ایجاد رفتارهای سرمایه‌گذاری دسته‌جمعی‌ای انجامید که دارای افق دید کوتاه‌مدت^۲ بودند، همچنین برابری بین نسلی مستمری‌ها را از بین برد و توجه به وظیفه وفاداری و بی‌طرفی را مختل کرد...»

از مقاله «اصلاح تعادل وظیفه امانی»^۳ از هاولی، جوهانسون و وایتزر^۴ (مجله بین‌المللی مدیریت بازنشستگی راتمن، ۲۰۱۱)

«وظیفه بی‌طرفی، دارندگان تعهد امانی را ملزم می‌کند که منافع ناهمگون ذی‌نفعان را در نظر بگیرد و آن را متعادل کند... این شامل پیامدهای بین‌نسلی تصمیمات آن‌ها می‌شود...»

از مقاله «مرتبط کردن دوباره بخش مالی به اقتصاد واقعی: طرحی برای عمل»^۵، از وایتزر و سارو^۶ (مجله بین‌المللی مدیریت بازنشستگی راتمن، ۲۰۱۴)

1. fiduciaries

2. myopic

3. Reclaiming Fiduciary Duty Balance

4. Hawley, Johnson, and Waitzer

5. *Rotman International Journal of Pension Management*

6. Reconnecting the Financial Sector and the Real Economy: A Plan for Action

7. Waitzer and Sarro

هیئت امنای صندوق‌های بازنشتی در تفسیر وظیفه امانی در قرن بیست و یکم از دادگاه‌ها عقب افتاده‌اند

مرکز بین‌المللی مدیریت بازنشتی راتمن پروژه‌ای پژوهشی دارد که طی چهار سال گذشته، راجع به تحول معنای «وظیفه امانی» نزد هیئت‌امانی سازمان‌های بازنشتی در قرن بیست و یکم انجام داده است؛ این پژوهش بسیار مهم است و احتمالاً ارزش آن چنان که باید درک نشده است. این پژوهش به کوشش حقوق دانان، جیم هاولی، کیث جوهانسون، داورو و اد وایتزر، انجام شد و به چاپ دو مقاله در مجله بین‌المللی مدیریت بازنشتی راتمن انجامید که در بالا از آن‌ها نقل شد.^[۳۳] دو جمله نقل شده، پیام اصلی آن‌ها را می‌رساند: هیئت‌امانای صندوق‌های بازنشتی در فهم خویش از تعهدات امانی‌شان، از «خط سیر [تحولات] قانون» عقب افتاده‌اند. این هیئت‌ها برای جبران عقب افتادن خود کارهایی جدی پیش‌رو دارند.

این فصل نتایج پژوهش یادشده را خلاصه می‌کند و برای صندوق‌های بازنشتی‌ای که می‌خواهند به جای پشیمانی از شرایط احتمالاً ناخوشایند سال‌های آینده، همگام با تحول معنای وظایف امانی در قرن بیست و یکم پیش بروند، برنامه‌ای ارائه می‌کند.

چرا حالا؟

نویسندگان به چهار کاتالیزور «نقطه عطف»^۱ اشاره می‌کنند که به جای واکنش‌های پس از واقعه، مستلزم پیش‌کنشگری^۲ هیئت‌امانای صندوق است:

- ۱- رشد صندوق‌های بازنشتی: بخش صندوق‌های بازنشتی جهان، روی هم رفته، به نیروی مالی جهانی قدرتمندی بدل شده است که دارایی آن چیزی بین ۳۰ تا ۴۰ تریلیون دلار است. بخش در حال رشد صندوق‌های ثروت ملی و بنیادها و اوقاف، این رقم را به میزان زیادی افزایش می‌دهد. روی هم رفته، این حجم عظیم دارایی‌ها، نماینده منافع مالی چندنسلی — اگر نه میلیاردها — صدها میلیون ذی‌نفع است. روی هم رفته، تصمیمات سرمایه‌گذاری این ثروت‌های تجمیع‌شده، به طور مستقیم، هم بر چگونگی عملکرد بازارهای مالی جهانی و هم بر چگونگی عملکرد بخش واقعی اقتصاد جهانی تأثیر می‌گذارد. باید سازمان‌های بازنشتی را، با توجه به اندازه آن‌ها و

1. inflection point

2. Proactive

ضرورت داشتن چشم‌اندازی بلندمدت برای فهم و برآورده کردن نیازهای اعضای خود، به‌شدت برانگیخت تا تضمین کنند وظایف امانی خود را فهمیده‌اند و در عمل رعایت می‌کنند.

۲- **نفوذ فراگیر بنگاه‌ها و تأکید بر کوتاه‌مدت:** درحالی که اسناد مربوط به سیاست سرمایه‌گذاری سازمان‌های بازنشستگی بر بلندمدت‌گرایی^۱ تأکید دارد، در بسیاری موارد، عملکردهای واقعی حاکی از کوتاه‌مدت‌گرایی^۲ است. این دوگانه از راه‌های گوناگون تقویت می‌شود: رسانه، چگونگی ارزیابی عملکرد، چگونگی ساختاردهی به جبران خدمات انگیزشی، و از طریق حضور بنگاه‌های واسط (مانند مشاوران، و مدیران امور مالی^۳). بین منافع مالی این بنگاه‌ها و منافع مالی ذی‌نفعان صندوق هیچ تطبیقی وجود ندارد. در جهانی که مدام پیچیده‌تر می‌شود، دارندگان تعهد امانی، با چالش‌های جدی روبه‌رو هستند تا بهترین منافع کوتاه‌مدت و بلندمدت ذی‌نفعان کنونی و آینده صندوق را پیوند دهند و نشان دهند که از طریق حفظ اعتدال در تمامی سیاست‌های سرمایه‌گذاری، در خدمت این منافع‌اند.

۳- **اتکای بیش از حد به نظریه‌های ساده‌انگار در سرمایه‌گذاری:** درحالی که نظریه‌هایی مانند فرضیه بازار کارا^۴ ساده و هوشمندانه‌اند، بر پنداشت‌هایی مبتنی هستند که به دور از واقعیت است. برای مثال، در مورد فرضیه بازار کارا، اطلاعات مناسب درباره افراد سرمایه‌گذار، در تمامی دوره‌ها و برای تمامی سرمایه‌گذاران قابل شناسایی نیست؛ افزون بر این، تمامی سرمایه‌گذاران از اطلاعاتی که معمولاً به دست می‌آید، تفسیر مشابهی ندارند و قیمت‌دارایی‌ها، بازتاب درست این اطلاعات نیست. همچنین سرمایه‌گذاران همواره عقلانی عمل نمی‌کنند و میزان تحمل ریسک همواره ثابت نیست. بازده‌های سرمایه‌گذاری‌ها به طور مستقل و یکسان توزیع نمی‌شود. در نتیجه، در جهانی که با فرضیه بازار کارا درک می‌شود، رخدادی مانند بحران مالی جهانی^۵ ممکن نیست؛ این رخدادها در جهان واقعی رخ می‌دهند. نکته این است که با پذیرش و به‌کارگیری این نظریه، تلاش برای انجام وظایف امانی احتیاط [در سرمایه‌گذاری]، وفاداری و بی‌طرفی، رفتار قابل دفاعی نیست. هیئت‌امنا متعهد است چپستی این جهان را آن‌گونه که واقعاً هست بفهمد، نه آن‌گونه که برای ساختن نظریه مذکور فرض گرفته شده است.

1. long-termism

2. short-termism

3. money managers

4. Efficient Markets Hypothesis (EMH)

5. Global Financial Crisis (GFC)

۴- واکنش‌های حقوقی اخیر به کُزارکردی نظم مالی: در دو مقاله مجله مدیریت بازنشستگی، چهار متخصص حقوقی به شماری از باورها و اقدامات اشاره می‌کنند که به تحول معنای «وظیفه امانی» در قرن بیست و یکم مربوط می‌شود. دیوال عالی ایالات متحده در بحثی مرتبط با بازنشستگی حکم کرد که وظیفه امانی مستلزم «هیئت‌امانی است که در حق تمام ذی‌نفعان حال و آینده، بی‌طرفی را رعایت کنند». قانون بازنشستگی هلند^۱، دارندگان تعهد امانی^۲ را ملزم کرده است که در تصمیم‌گیری‌ها و وضع سیاست‌ها، به منافع تمامی ذی‌نفعان همه طرح‌ها رسیدگی کنند. بحران مالی جهانی به اقدام عاجل علیه سوءرفتار امانی نهادهای مالی و افراد شاغل در آن‌ها انجامید. در مقابل، دادگاه عالی کانادا اخیراً در مقابل اقدام طبقاتی سهامداران شرکت‌های بزرگ علیه هیئت‌مدیره‌های خود، حکم کرده است هیئت‌مدیره‌ها باید تصمیم‌های عقلانی بگیرند که نه تنها منافع سهامداران و بستانکاران شرکت، بلکه تعهدات گسترده‌تر خود «با عنوان یک شرکت‌شهروند خوب»^۳ را رعایت کند. پیدایش این باورها و قضاوت‌ها، در خصوص اجرای وظایف امانی، یک استاندارد جدید «انتظارات عقلایی»^۴ به دست می‌دهد. این دیدگاه در حال ظهور، به شدت با این دیدگاه تاریخی در تضاد قرار می‌گیرد که تیک زدن گزینه‌های فهرست تهیه‌شده توسط مشاور حقوقی، نشان‌دهنده توجه به وظایف امانی است.

در این جا به چهار نقطه عطف بالا، یک بحث دیگر افزوده‌ام:

۵- پذیرش انفعالی طراحی ناتاب آور^۵ بازنشستگی: فصل‌های پیش بیانگر نگرانی من راجع به طراحی بازنشستگی‌های مزایای معین و حق بیمه معین سنتی بود. هیچ‌یک از آن‌ها، نیازهای متفاوت جوانان و سالمندان امروز و منافع مالی جوانان و سالمندان فردا را به رسمیت نمی‌شناسد. در نتیجه، این طرح‌های سنتی از برخی لحاظ معضله‌دار هستند (مانند مسئله راه‌حل‌های یکسان برای موقعیت‌های متفاوت^۶، ابهام در حقوق مالکیت، و مسئله ابهام در تعریف و توزیع ریسک). اگر دارندگان تعهدات امانی بر اساس وظیفه بی‌طرفی ملزم شوند منافع ناهمگون گروه‌های مزایابگیر و سایر ذی‌نفعان (شامل تأثیرپذیران بین‌نسلی از تصمیم‌گیری‌های کنونی) را رعایت و متعادل

-
1. Dutch Pension Act
 2. fiduciaries
 3. good corporate citizen
 4. reasonable expectations
 5. Unsustainable Pension Designs
 6. one-size-fits-all

کنند، آن گاه انتظار می‌رود که آنان وظیفهٔ آزمودن طراحی طرح بازنشستگی را نیز، از لحاظ پایداری بلندمدت و رعایت انصاف برای تمامی گروه‌های ذی‌نفع حال و آینده، بر عهده داشته باشند. پس از پرسش «چرا حالا»، نوبت به پرسش «حالا چگونه» می‌رسد. سازمان‌های بازنشستگی چگونه باید در سطوح ملی و جهانی، به طور جداگانه یا دسته‌جمعی، به این پنج نقطهٔ عطف رسیدگی کنند؟ پاسخ‌هایی به این پرسش در ادامه می‌آیند.

پاسخ‌ها در سطح سازمان بازنشستگی

در سطح سازمانی هیچ‌چیزی به‌درستی اتفاق نخواهد افتاد، مگر این که هیئت‌امنا (که توسط رئیس رهبری می‌شود) برای انجام وظایف امانی خود آماده باشد. اگر چنین باشد، شش مورد زیر مفید خواهند بود:

۱- **طراحی طرح بازنشستگی:** آیا ما یک فرمول بازنشستگی قابل فهم، تاب‌آور و منصفانه داریم؟

چگونه می‌توانیم به بهترین شکل به این پرسش پاسخ گوئیم؟ اگر فرمول ما ویژگی‌های بالا را نداشت، چه کار باید بکنیم؟

۲- **ارتباط با ذی‌نفعان:** آیا ذی‌نفعان خود را به‌روشنی می‌شناسیم؟ دربارهٔ طراحی طرح بازنشستگی با آن‌ها ارتباط اثربخش برقرار کرده‌ایم؟ سازمان ما چه ارزشی برای آن‌ها خلق می‌کند؟ چطور از اثربخشی راهبردهای ارتباطی خود مطمئن می‌شویم؟

۳- **طراحی سازمانی:** آیا ما سازمانی داریم که [برای پرداخت کنندگان حق‌بیمه] از لحاظ پول و ریسک، دارای ارزش منابع هزینه‌شده باشد؟ اگر سازمان ما بر اساس معیارهای معتبر، از لحاظ ویژگی‌های اصلی خود، به‌خوبی عمل نکند، چه کار خواهیم کرد؟

۴- **اثربخشی هیئت‌امنا:** هیئت‌امنای سازمان چقدر اثربخش است؟ آیا در اعضای آن ترکیب مناسبی از مهارت و تجربه وجود دارد؟ آیا ذی‌نفعان ما را قابل اعتماد می‌یابند؟ آیا در خدمت منافع عمومی عمل می‌کنیم؟ آیا اثربخشی خود را می‌سنجیم و عملکرد خود را بهبود می‌بخشیم؟

۵- **مدیریت ریسک:** چه ریسک‌هایی را باید اندازه‌گیری و مدیریت کنیم؟ آیا برای انجام این امر، افراد، پروتکل‌ها، و فناوری مناسب در اختیار داریم؟ اگر خیر، باید چه کار کنیم؟

۶- **باورها و سیاست‌های سرمایه‌گذاری:** آیا ما از برنامهٔ سرمایه‌گذاری به منظور خلق ثروت برای اعضای طرح بهره‌مندیم که بر اساس ترکیبی از بازده‌های بلندمدت تنظیم شده باشد؟ چگونه از این امر مطمئن می‌شویم؟ آیا ما از برنامهٔ سرمایه‌گذاری به منظور پرداخت تعهدات به بازنشستگان

بهره‌مندیم؟ چگونه از این امر مطمئن می‌شویم؟

با این که بدون شک عمل بر اساس این شش گزینه، وظایف امانی سازمان را بهبود می‌بخشد، ابعاد دیگری از تعهدات امانی وجود دارند که شایسته توجه‌اند.

واکنش‌های جمعی در سطوح ملی و جهانی

وایتزر و سارو در مقاله سال ۲۰۱۴ خویش با عنوان «مرتبط کردن دوباره بخش مالی به اقتصاد واقعی»، چهار ابتکار ویژه را پیشنهاد می‌کنند که نهادهای مالی، مانند سازمان‌های بازنشتی، و همچنین قانون‌گذاران و تنظیمگران، به همراه هم می‌توانند آن‌ها را برای تقویت انتظارات و مسئولیت‌های مربوط به تهدات امانی خویش بپذیرند:

۱- **پرورش همکاری‌های بُرد- بُرد:** در این جا با وضعی دشوار راجع به اعتماد و امانت روبه‌رو هستیم؛

شرایطی که یک سازمان در موضوعی پیش‌قدم شود که ممکن است منافع جمعی بلندمدت فراوانی در پی داشته باشد، اما این اقدام هیچ سود خالص کوتاه‌مدتی (یعنی پس از کسر هزینه‌ها) برای آن سازمان نداشته باشد. راه برون‌رفت از این وضع دشوار این است که طرفین بر اهمیت موضوع توافق کنند و هزینه‌های رسیدگی به آن را میان یکدیگر تقسیم کنند. هم‌اکنون نمونه‌هایی از این نوع همکاری^۱ وجود دارد.^[۴۴] سازمان غیرانتفاعی تمرکز بر سرمایه‌گذاری بلندمدت (FCLT) امید به همکاری مستقیم سرمایه‌گذار / سرمایه‌پذیر را در موضوعاتی مانند پرورش چشم‌انداز بلندمدت در سرمایه‌گذاری و ارزیابی موفقیت سازمانی، افزایش داده است.^[۴۵]

۲- **ایجاد سازوکارهای حقوقی برای محافظت از نسل‌های آینده:** یکی از راه‌های ممکن برای مبارزه

با کوتاه‌مدت‌گرایی در تصمیم‌گیری‌های سیاسی، ایجاد یک نماینده دولتی^۲ یا دادرس غیرقضایی^۳ است که منافع و حقوق نسل‌های آینده را پیگیری کند. چنین سازوکاری در حیطه‌های حقوق بشر و محیط‌زیست وجود دارند. ممکن است تصمیم‌گیری‌های روزمره بیش‌تر و بیش‌تری به سازمان‌های مستقل و غیرحزبی یا مدیران ارشد دارای دوره تصدی تضمین‌شده^۴ تفویض شود.

۳- **بازنگری در قانون‌گذاری:** بسیاری از قانون‌گذاری‌ها و مقررات‌گذاری‌های مالی پس از بحران

1. ICGN, PRI, WEF, CII, CCGG, Eumediton, NAPF, ASFA, ACSI, and ICPM.

2. commissioner

3. ombudsman

4. guaranteed term lengths

مالی جهانی، قوانینی پیچیده ساختند که نظام‌های پیچیده‌ای را به بار آوردند که در جای خود، به شکل‌گیری ذهنیت قالبی «این قانونی است یا نه؟» انجامید. برای تعیین قوانینی با گستردگی کم‌تر، منسجم، مختصر و قابل اجرا، نیاز به رویکرد بسیار بهتری داریم. دادگاه‌ها نیز می‌توانند از طریق تأکید بر اصول انتظارات عقلایی، نقش سازنده‌ای بازی کنند.

۴- حمایت دوباره از فایده اجتماعی بخش مالی: بحران مالی جهانی و رخدادهایی که به دنبال داشت، معضل ضعف اعتماد عمومی و ضعف فهم این نظام مالی را به شدت وخیم‌تر کرد. سال‌ها باید زحمت کشید تا بتوان آن اعتماد عمومی را دوباره کسب کرد و فهم عمومی را درباره نقش حیاتی بخش مالی به طور کلی و بخش بازنشستگی به طور خاص، در تحرک سرمایه و قیمت‌گذاری و توزیع ریسک‌های مالی در اقتصادی سالم بهبود بخشید. نوآوری‌های مؤسسه مشاوران آینده مالی (CFA)^۱ نمونه‌ای است از چنین زحمتی که هم‌اکنون در حال انجام است.

هیئت‌های امنای صندوق‌های بازنشستگی برای عمل به تعهدات امانی خویش باید از این نوآوری‌های ملی و جهانی آگاه باشند و ایفای نقش سازمان خود در اجرای یکی از چهار گزینه بالا (یا بیش‌تر) را بفهمند؛ ایفای نقشی که در حال انجام است یا باید انجام شود.

انجام کار درست

وایتزر و سارو در نتیجه‌گیری خود استدلال می‌کنند که بسیاری از هیئت‌های حاکم در بخش مالی بر انجام درست کار تمرکز داشته و دارند؛ یعنی در لحظه تصمیم‌گیری، از هر قانونی که وجود دارد پیروی می‌کنند. از نظر آن‌ها تغییری اساسی لازم است. به جای تمرکز بر انجام درست کار، هیئت‌مدیره‌ها باید بر انجام کار درست تمرکز کنند. این امر مبنایی است که بر اساس آن، تصمیم‌ها و اقدامات آنان هم در دادگاه‌های قانون و هم در دادگاه افکار عمومی به شدت قضاوت خواهد شد.

انجام کار درست، بر اساس ایجاد تعادل در منافع تمامی گروه‌های ذی‌نفع مرتبط، استاندارد جدید قرن بیست و یکم برای آزمون انجام صحیح تعهدات امانی است. این تمام چیزی است که حق داریم از هیئت‌های امانا انتظار داشته باشیم. هیئت‌امانای شما این استاندارد را برآورده می‌کند؟

فصل دوازدهم

سازمان‌های بازنشستگی و گزارشگری یکپارچه

بهبود ارتباط با ذی‌نفعان

«بزرگ‌ترین ابرصندوق‌های استرالیا از نظام جدید گزارشگری حمایت می‌کنند... در جهان نیز شبکه گزارشگری یکپارچه صندوق‌های بازنشستگی دارد رواج می‌یابد.»
خبرگزاری استرالیا،^{۱۵} ژوئیه ۲۰۱۴

طرح ابتکاری <IR>

مجمع بین‌المللی گزارشگری یکپارچه^۲ در سال ۲۰۱۰، به منظور ایجاد چارچوبی جهانی برای تهیه اطلاعات شفاف و قابل مقایسه درباره چگونگی خلق ارزش توسط سازمان‌های اقتصادی، طرح ابتکاری گزارشگری یکپارچه (<IR>) را معرفی کرد.^[۴۶] این طرح از سوی رهبران شرکت‌های بین‌المللی، سرمایه‌گذاران، تنظیمگران و کمیته‌های دانشگاهی حمایت قابل توجهی کسب کرد. چند سال بیش‌تر طول نکشید تا متونی در این خصوص با عناوین زیر تولید شود: یک سند تحلیلی^۳ درباره گزارشگری یکپارچه (۲۰۱۱)، چارچوبی اولیه برای گزارشگری یکپارچه (۲۰۱۲)، یک برنامه آزمایشی که برای شبکه‌ای از کسب‌وکارها و شبکه‌ای از سرمایه‌داران ساخته شد (۲۰۱۲)، و پیش‌نویس یک سند مشاوره‌ای که چارچوب <IR> را در اوایل ۲۰۱۳

1. The Australian
2. International Integrated Reporting Council (IIRC)
3. discussion paper

معرفی کرد. این گام‌ها به انتشار چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه در دسامبر ۲۰۱۳ انجامید. رهبران صندوق‌های بازنشستگی در جهان نیز باید از این طرح حمایت کنند. نه تنها به این علت که طرح مذکور راجع به چگونگی خلق ارزش توسط شرکت‌های سرمایه‌پذیر در کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت، اطلاعات مفیدتری به دست می‌دهد و به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند، بلکه همچنین به این علت که طرح مذکور برای خود سازمان‌های بازنشستگی نیز مفید است. بسیاری از سازمان‌های بازنشستگی در اقدامات خود برای خلق ارزش، می‌توانند از ذی‌نفعان خویش (یعنی مستمری‌بگیران، کارگران، کارفرمایان، سرمایه‌گذاران، تنظیمگران، دولت) اطلاعات مفیدتری کسب کنند. همان‌طور که تصمیمات آن‌ها بر ذی‌نفعان آینده تأثیر می‌گذارد، دربارهٔ این تأثیرات باید اطلاع‌رسانی مناسب نیز به‌خوبی انجام شود.

سازمان‌های بازنشستگی استرالیایی که در نقل‌قول ابتدایی به آن‌ها اشاره کردیم، پذیرای پیغام <IR> بوده‌اند.^[۴۷] پنج صندوق بازنشستگی استرالیا، با حمایت انجمن صندوق‌های بازنشستگی استرالیا^۱ و مجمع سرمایه‌گذاران بازنشستگی استرالیا^۲، توانستند نسخهٔ جدیدی از گزارشگری یکپارچهٔ صندوق‌های بازنشستگی را ایجاد کنند که چشم‌انداز آن تبدیل شدن به سازمانی بین‌المللی است. دو نکتهٔ کلیدی راجع به این شبکه عبارت‌اند از: نخست، تهیهٔ گزارش یکپارچه برای خود سازمان‌های بازنشستگی، و دوم، تعامل با طرح‌های بین‌المللی <IR> و دیگر سازمان‌های بین‌المللی مربوط (مانند تنظیمگران) برای توسعهٔ شیوه‌های استفاده از گزارش‌ها.

فصل حاضر، ویژگی‌های اصلی این چارچوب جدید را به طور خلاصه شرح می‌دهد. همچنین گزارش یکپارچهٔ سالانه که در چارچوب همین طرح جدید توسط یکی از صندوق‌های بازنشستگی آفریقای جنوبی^۳ تهیه شده است، ارزیابی خواهد شد. این گزارش آشکارا نشان می‌دهد که ابتکار یادشده چه قدرتی دارد، با این حال نشان می‌دهد که چگونه نسخه‌های آینده می‌توانند از سه لحاظ بهبود یابند.

نسخهٔ جدید چارچوب گزارشگری یکپارچه – اصول راهنما

این چارچوب، هفت اصل راهنما را برای تهیهٔ گزارش یکپارچه تعیین کرده است:

- ۱- تمرکز راهبردی و نگاه به آینده: شرح این که راهبردهای سازمانی چگونه در بلندمدت و کوتاه‌مدت و با استفادهٔ مناسب از منابع سرمایه‌ای، برای ذی‌نفعان ارزش خلق می‌کنند.

1. Australian Institute of Superannuation Trustees (AIST)
2. Australian Council of Superannuation Investors (ACSI)
3. South African Sentinel Mining Industry Retirement Fund

- ۲- پیوندیافتگی اطلاعات: ترسیم تصویر کلی از این که چگونه عوامل گوناگون دست به دست هم می‌دهند و در طول زمان، ارزش خلق می‌کنند.
 - ۳- روابط ذی‌نفعان: شرح ماهیت ذی‌نفعان، روابط آنان با سازمان و پاسخگویی سازمان به آن‌ها.
 - ۴- مهم‌ترین امور: تهیه اطلاعات راجع به موضوعاتی که توانایی سازمان برای خلق ارزش را متأثر می‌کنند.
 - ۵- اختصار: جز واژه‌های ضروری، واژه‌ای به کار برده نشود.
 - ۶- اطمینان بخشی و کامل بودن: دربر گرفتن تمامی موضوعات مهم با رعایت توازن و دقت.
 - ۷- سازگاری و مقایسه‌پذیری: ارائه اطلاعات برای بهبود قابلیت مقایسه در طی زمان و ارائه اطلاعات به سازمان‌های دیگر تا حد امکان.
- با رعایت این هفت اصل راهنما، محتوای گزارش‌ها هشت جزء خواهد داشت.

نسخه جدید چارچوب گزارشگری یکپارچه - اجزای محتوا

گزارش‌های یکپارچه باید اجزای مرتبط زیر را پوشش دهند: این اجزا مانعة‌الجمع نیستند:

- ۱- خلاصه سازمانی و محیط بیرونی: سازمان چه می‌کند و بافتار و شرایطی که در آن عمل می‌کند چیست؟
- ۲- حکمرانی: ساختار حکمرانی سازمان چگونه از خلق ارزش [برای ذی‌نفعان] حمایت می‌کند؟
- ۳- مدل کسب و کار: سازمان چگونه در طی زمان برای ذی‌نفعان ارزش خلق می‌کند؟
- ۴- ریسک‌ها و فرصت‌ها: ریسک‌ها و فرصت‌های اصلی کدام‌اند و سازمان چگونه به آن‌ها رسیدگی می‌کند؟
- ۵- راهبرد و تخصیص منابع: سازمان می‌خواهد به چه مقصدی برسد و چگونه می‌رسد؟
- ۶- عملکرد: سازمان، طی این مدت، در چارچوب اهداف راهبردی خود، به چه چیزهایی دست می‌یابد و منابع سرمایه‌ای چگونه متأثر خواهند شد؟
- ۷- چشم‌انداز: سازمان در مسیر دسترسی به این اهداف راهبردی با چه چالش‌هایی مواجه خواهد بود؟ تأثیر آن چالش‌ها بر مدل کسب و کار و عملکرد آینده سازمان چیست؟
- ۸- مبنای گزارش‌دهی: فرایندهای تعیین‌کننده در تصمیم‌گیری راجع به این که چه موضوعاتی در گزارش یکپارچه ذکر شوند چیستند؟

این اصول راهنما و اجزای محتوا، چگونه به یک گزارش یکپارچه سازمان بازنشستگی تبدیل می‌شوند؟ با مرور این تجربه در طرح بازنشستگی آفریقای جنوبی، این امر را نشان خواهیم داد.

صندوق بازنشتی صنایع معدنی آفریقای جنوبی: سنتینل^۱

سنتینل طرح بازنشتی چندکارفرمایی در آفریقای جنوبی است که در ۱ ژوئیه ۲۰۱۳ یک ادغام شرکتی گسترده^۲ را تجربه کرد. این طرح اکنون ۱۰۲ کارفرما و حدود ۹۰ هزار کارگر و مستمری‌بگیر را شامل می‌شود. این طرح ترکیبی^۳ است، به این معنا که حق بیمه‌ها در حساب‌های بازنشتی کارگران سپرده‌گذاری می‌شوند و پس‌اندازهای انباشت‌شده به مستمری‌های سالانه تبدیل خواهند شد. گزارش مربوط به پایان سال مالی ۲۰۱۳، دومین گزارش یکپارچه طرح سنتینل است. در مقدمه آن آمده است: «... فرایند گزارشگری یکپارچه، یک سفر است؛ گامی به سوی بررسی شفاف، متعادل و دقیق عملکرد ما در نسبت با راهبردهای ما.»^[۴۸]

گزارش سنتینل دارای شش بخش اصلی به ترتیب زمانی زیر است:

۱- **مأموریت:** بیانیه‌ای کوتاه راجع به این که سازمان چرا وجود دارد و چرا گزارش یکپارچه سالانه را منتشر می‌کند.^[۴۹]

۲- **مراحل برجسته و مهم عملکرد سازمانی:** رویدادها و کارهای به‌انجام‌رسیده مهم در سال مالی ۲۰۱۲ و مراحل برجسته‌ای که از سال ۱۹۴۶ رخ داده‌اند؛ بیش‌تر در قالب نمودارها و تصاویر.^[۵۰]

۳- **ما که هستیم و چه می‌کنیم:** تاریخچه صندوق؛ طراحی طرح؛ ساختار سرمایه‌گذاری؛ ارتباط با ذی‌نفعان؛ طراحی سازمانی؛ ترکیب هیئت‌امنا؛ و مستندات حضور اعضای آن در جلسات.^[۵۱]

۴- **بررسی‌های رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل:** سرمایه‌گذاری‌های سودزا و نتایج عملکرد سازمانی [مربوط به] بازنشتی، به رغم شرایط دشوار بازارهای مالی و اقتصادی؛ توفیق کامل در یک مورد ادغام شرکت‌ها؛ فرصت‌های رشد فراتر از بخش معدن آفریقای جنوبی؛ سبب بی‌همتای سرمایه‌گذاری و خدمات پیشنهادی بازنشتی؛ اعضای [مرکز] درون سازمانی خدمات مشاوره‌ای؛ کیفیت مناسب تولیدات و کنترل ریسک؛ اصول قوی حکمرانی و عملکرد؛ توجه به سیاست‌های درحال تحول دولت در خصوص تأمین اجتماعی.^[۵۲]

۵- **گزارش‌های هیئت‌امنا:** ماتریسی از شش گروه اصلی ذی‌نفع سنتینل، مسائل اصلی آن‌ها، راهبرد واکنش/ اقدام سازمان و پیامدهای آن، فهرست چهار هدف سازمانی، راهبردهای دستیابی به این اهداف، و شاخص‌های عملکردی اصلی کسب موفقیت؛ بررسی عملکرد راهبردی؛ ماتریسی از هشت حوزه که در آن‌ها ریسک‌ها تعریف، رصد و رفع خواهند شد؛ چهار امکان در مواردی که

1. south africa's Sentinel mining industry retirement fund

2. major merger

3. hybrid

ریسک‌ها احتمال دارد به فرصت تبدیل شوند.^[۵۳]

۶- گزارش‌های مالی، آکچوئری و مدیریتی بر اساس قانون: گزارش حسابرس مستقل؛ صورت‌وضعیت مالی و توضیحات آن؛ گزارش آکچوئری مستقل؛ اطلاعات مدیریتی راجع به قراردادهای رسیدگی به معضلات، و خدمات‌دهندگان برون‌سازمانی.^[۵۴]

با معیار قرار دادن اصول راهنما و اجزای محتوایی نسخه جدید <IR>، گزارش یکپارچه سالانه سنتینل چقدر موفق عمل کرده است؟ در ادامه به این پرسش می‌پردازیم.

عمل در مقابل نظریه

میان گزارش سنتینل و هر گزارش سالانه منظمی که در سازمان‌های بازنشستگی تهیه می‌شود، شباهت‌های زیادی وجود دارد. پس تفاوت کجاست؟ تفاوت در این جاست که هیئت‌امنا چگونه این اطلاعات را یکپارچه می‌کنند: اطلاعات مربوط به این که اصلی‌ترین گروه‌های ذی‌نفع چه کسانی هستند، اطلاعات مربوط به این که این سازمان دارای چه اهداف و راهبردهایی است و اطلاعات مربوط به این که ریسک‌ها چگونه تعریف، رصد و حل می‌شوند. استفاده از این ماتریس‌ها، به‌ویژه در یکپارچه‌سازی اطلاعات، مؤثر بود. برای مثال، ماتریس ذی‌نفعان دارای پنج جزء یکپارچه است:

۱- **ذی‌نفع:** هفت گروه ذی‌نفعان شناسایی شدند (کارگران، مستمری‌بگیران، کارفرمایان، اتحادیه‌های کارگری، دولت، خدمات‌دهندگان، تنظیمگران).

۲- **مسئله/دغدغه اصلی:** این امر در خصوص شش گروه از ذی‌نفعان شناسایی شد (برای مثال، در خصوص مستمری‌بگیران: «مستمری پایداری که از پس تورم برآید»).

۳- **واکنش:** راه‌حل‌ها به مسئله/دغدغه اصلی معطوف شد (برای مثال، در خصوص کارفرمایان، خواستن مزایایی که نیازهای کارگران را برآورده کند: «یک مزایای منعطف، با انعطاف در حق بیمه‌ها»).

۴- **راهبرد تعاملات:** روش‌ها به گونه‌ای طراحی شدند که واکنش‌های برگزیده را بشناساند (برای مثال، سایت، خبرنامه‌ها، پژوهش‌های ویژه، جلسات رودررو).

۵- **نتیجه:** نتایج مطلوب ترسیم شد (برای مثال، افزایش رضایت اعضا، بهبود آوازه [و تصویر سازمانی]، روابط کار^۱ قوی‌تر، و سیاست‌های بهتر دولت).

به همین شکل، ماتریس مدیریت ریسک دو جزء یکپارچه دارد:

۱- **ریسک‌های مستلزم مدیریت:** این ماتریس هشت ریسکی را که باید مدیریت شوند شرح می‌دهد (برای نمونه، «ریسک طول عمر» این احتمال است که میانگین واقعی طول عمر مستمری‌بگیر از میانگین مورد انتظار بیش‌تر شود و به کمبود وجوه در سبدسهم مستمری‌بگیر بینجامد).

۲- **کنترل:** این ماتریس شرح می‌دهد که چگونه این هشت ریسک مدیریت خواهند شد (برای نمونه، «ما ریسک نقدینگی را با طریق مدیریت دارایی - بدهی (ALM) و تحلیل جریان نقدی^۱ و حفظ میزان لازم نقدینگی مدیریت خواهیم کرد»).

این دو نمونه ماتریس نشان می‌دهند که چگونه گزارشگری یکپارچه موجب اندیشیدن یکپارچه درباره اهداف و راهبردهای سازمانی می‌شود که باید نتایج بهتری به بار بیاورند. به سازمان سنتینل، به دلیل پیشرفت تأثیرگذارش در آنچه ما سفر گزارشگری یکپارچه نامیدیم، باید تبریک گفت.

سه گام ممکن بعدی در این سفر

شرکت سنتینل اشاره می‌کند که گزارش سال ۲۰۱۳ «گامی دیگر به سوی تهیه گزارشی متعادل، دقیق و شفاف راجع به نسبت عملکرد ما با راهبردهای ما» بود. این فصل با سه ایده پایان می‌یابد که می‌توانند به عنوان گام‌های آینده گزارشگری یکپارچه در شرکت سنتینل در نظر گرفته شوند.

۱- **جایگزینی درآمد محقق‌شده:** با توجه به هدف سازمان، نتیجه‌ای وجود دارد که باید بیش از دیگر نتایج اولویت داشته باشد: حفظ استانداردهای زندگی کارگران در دوره پسااشتغال. این گزارش یکپارچه، نرخ جایگزینی درآمد را به میزان ۷۵ درصد حقوق و دستمزد، و تعدیل بر اساس تورم را به میزان ۸۰ درصد تعیین می‌کند. با این حال، ما در گزارش، درباره این که آیا این هدف بیش‌تر محقق شده، اکنون محقق شده یا در آینده محقق خواهد شد، اطلاعاتی نمی‌یابیم.

۲- **ترازنامه مستمری سالانه مستمری‌بگیر:** درحالی که گزارش یادشده آشکارا بیان می‌کند «یک مزایای مستمری ماهانه (مستمری سالانه)^۲ از صندوق خریداری می‌شود»، هیچ ترازنامه مستمری سالانه‌ای در کار نیست. به جای آن، صورتی از یک سبدسهم مستمری‌بگیر از نوع فقط‌دارایی^۳ و یک گزارش اکچوئریال تک‌صفحه‌ای وجود داشت. گزارش فقط بیان کرده بود که

1. cash-flow analyses

2. Annuity

۳. asset-only: رویکرد فقط‌دارایی (AO) در مقابل رویکرد مدیریت دارایی-بدهی (ALM)، دو شیوه متفاوت انتخاب دارایی‌های سبد سهام است. در رویکرد اول، برای تعیین ترکیب سبد دارایی، به بدهی‌ها (liabilities) توجه نمی‌شود. - م.

«مستمری‌بگیران دارای حساب‌های دارایی جداگانه‌ای هستند... این استخر دارایی^۱، در ۳۰ ژوئن ۲۰۱۳ به میزان ۱۱۳.۹ درصد تأمین مالی شد...». ما در گزارش هیچ شواهدی برای اثبات این ادعا نیافتیم. با توجه به اهمیت این امر برای پایداری شرکت سنتینل، انتظار داشتیم در این گزارش، برای اثبات این ادعا، شواهد کافی وجود داشته باشد (برای نمونه، مبنای انتخاب‌شده برای پیش‌بینی مستمری‌های آینده، نرخ تنزیل استفاده‌شده برای برآورد بدهی‌های تعلق‌یافته، جداول مرگ‌ومیر مورد استفاده، و نرخ تأمین مالی هدف^۲ که به آن دست یافته‌اند).

۳- **ترکیب راهبردها و پیامدهای سرمایه‌گذاری:** این گزارش بخش‌های جداگانه‌ای داشت که بازده‌های کسب‌شده صندوق را با نمونه‌های معیار مقایسه می‌کرد و نیز به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دارای مسئولیت اجتماعی^۳ پرداخته بود. برای مثال، بازده‌های یک‌ساله، سه‌ساله و پنج‌ساله چهار سرمایه‌گذاری عمده را با معیارهای شاخص بازار و شاخص قیمت مصرف‌کننده مقایسه و بررسی کرده بود. همچنین جزئیات قابل توجهی درباره برنامه سرمایه‌گذاری اجتماعی صندوق ارائه کرده بود. این مسئولیت‌ها به شکل حق‌رأی در مجمع شرکت^۴ و فعالیت‌های گروهی^۵ در سازمان ذکر شده بودند. آنچه ممکن بود در این گزارش نیابیم، ارتباط آشکار راهبردهای سرمایه‌گذاری تیم مدیران سرمایه‌گذاری خارجی سنتینل با اهدافی است که این سازمان در مسئولیت‌های اجتماعی‌اش دارد. برای مثال، این مدیران کدام نوع از سرمایه‌گذاری را ترجیح می‌دهند؟ آیا آن‌ها سرمایه‌گذاری جسور و با اعتمادبه‌نفس هستند؟ چگونه با سازمان‌های سرمایه‌پذیر تعامل دارند؟ نرخ گردش سبد سرمایه آن‌ها چه بوده است؟ ما نمی‌توانیم پاسخ این پرسش‌ها را در گزارش بیابیم. دوباره باید اعتراف کرد که گزارش شرکت سنتینل سندی تأثیرگذار است. اما باید گام‌های دیگری برداشته شود تا در سال‌های آینده سندی تأثیرگذارتر تولید شود. در همین دوره، تعدادی از صندوق‌هایی که اندیشمندانه هدایت می‌شوند، تجربه گزارشگری سنتینل را تکرار کرده‌اند. پیتز دراکر زمانی مشاهده کرده بود که «اطلاعات داده‌هایی هستند که دارای هدف و موضوعیت‌اند.»^[۵۵] این دو ویژگی در اطلاعات یکپارچه، بیش‌تر [و ژرف‌تر] است.

1. Pool of asset

2. target funded ratio

3. Responsible Investment (RI)/SRI

4. proxy voting

5. engagement activities

فصل سیزدهم

سنجش ارزش منابع هزینه شده^۱

نگاهی تازه

«آنچه سنجیده شود، مدیریت می شود.»
پیتر دراگر

تعریف موفقیت

دعوت برای سخنرانی در انجمن صندوق های بازنشستگی استرالیا (ASFA)^۲ برای رسیدگی به این پرسش اساسی فرصتی فراهم آورد: موفقیت سازمان های بازنشستگی چگونه باید تعریف، سنجش و گزارش شود؟ در دو حالت زیر باید به این پرسش پاسخ داد:

۱- سازمان های بازنشستگی باید برای خدمت گیرندگان خود اهداف و نتایج مالی واقعی خود را گزارش کنند.

۲- سازمان های بازنشستگی باید ارزش منابع هزینه شده برای خدمت دهی (مانند سرمایه گذاری و هزینه های اداری) را بسنجند و گزارش کنند. همچنین باید علل فرایندهای خلق ارزش را شناسایی و گزارش کنند.

چارچوبی مناسب برای دو حالت بالا، گزارش یکپارچه (<IR>) است که در فصل دوازدهم شرح داده شد.

1. Measuring value-for-money

2. Australian Superannuation Funds Association (ASFA)

آن فصل نشان داد که برای به کارگیری این چارچوب در حوزه صندوق‌های بازنشتی، شبکه‌ای بین‌المللی شکل گرفته است و انجام مطالعه‌های موردی در مورد کاربست این چارچوب در بخش بازنشتی لازم است. فصل‌های هفتم و هشتم و نهم، از دو حالت بالا، حالت نخست را بسط و شرح دادند. فصل حاضر به حالت دوم می‌پردازد.

سنجش ارزش منابع هزینه‌شده

شیوه کارا برای سنجش ارزش منابع هزینه‌شده، سه مؤلفه مهم دارد:

- ۱- تعریف بدون ابهام چپستی ارزش و قابلیت برای سنجش آن؛
 - ۲- تعریف بدون ابهام هزینه و قابلیت برای سنجش آن؛
 - ۳- پایگاه داده‌ای که امکان ارزیابی ارزش منابع هزینه‌شده را در بافتار گروهی از سازمان‌های مشابه که خدمات مشابهی می‌دهند فراهم کند.
- فصل‌های قبل نشان دادند که مؤسسه CEM این چارچوب سه مؤلفه‌ای را از سال ۱۹۹۱ در حوزه بازنشتی در جهان به کار بسته است.

مؤسسه CEM ارزش را در رابطه با فعالیت سرمایه‌گذاری، به دو شیوه تعریف می‌کند:

- **سنجه ۱:** تفاوت بین بازده خالص و واقعی هزینه‌های صندوق و بازده یک سبد سرمایه منفعل دارای مقدار ریسک مشابه.
 - **سنجه ۲:** تفاوت بین بازده خالص و واقعی هزینه‌های صندوق و بازده یک سبد تعهدات کم‌ریسک و منفعل که دیون پرداختی سازمان بازنشتی در آینده را تخمین بزند. این روش هزینه‌ها را به عنوان هزینه‌های کلی (هم درون‌سازمانی و هم برون‌سپاری‌شده) عملکرد سرمایه‌گذاری سازمان تعریف می‌کند و آن را بر اساس واحد درصد در نسبت با دارایی‌های صندوق بیان می‌کند. در دومین نوع تعریف ارزش، ریسک به عنوان تفاوت بازده، بین بازده واقعی صندوق و بازده سبد تعهدات تعریف شده است.
- مؤسسه CEM ارزش را در رابطه با مدیریت خدمات/ مزایای اعضا چنین تعریف می‌کند:
- یک «امتیاز خدمات» که شاخصی بین ۰ تا ۱۰۰ است. این شاخص، کیفیت مدیریت خدمات/ مزایای اعضا را بر اساس سرعت و دقت معاملات اعضا، کیفیت ارتباط با اعضا و قابلیت رفع معضلات اساسی نشان می‌دهد. هزینه به عنوان هزینه تمام‌شده (هم درون‌سازمانی و هم برون‌سپاری‌شده) مدیریت خدمات/ مزایای اعضا تعریف و برای هر فرد بیان می‌شود.

این تعریف‌ها با چند مثال درک‌شدنی‌تر می‌شوند.

نتایج ده‌ساله سرمایه‌گذاری [با رویکرد] ارزش منابع هزینه‌شده

شکل ۱۳-۱ نتایج سرمایه‌گذاری [با رویکرد] ارزش منابع هزینه‌شده را برای تمامی ۱۲۵ صندوق بازنشستگی پایگاه داده CEM نشان می‌دهد که داده‌های آن مربوط به دوره ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳ است. همان‌طور که پیش‌تر تعریف شد، ارزش افزوده خالص (NVA) که در محور عمودی آمده، بر اساس تفاوت بین بازده خالص و واقعی هزینه‌های صندوق و بازده یک سبد سرمایه منفعل دارای مقدار ریسک مشابه محاسبه می‌شود. هزینه‌های سرمایه‌گذاری اضافی، تفاوت بین میانگین هزینه‌های عملیاتی واقعی ۱۰ سال سرمایه‌گذاری یک صندوق و همین میانگین برای تمامی ۱۲۵ صندوق است. طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳، میانگین ارزش افزوده خالص ۱۲۵ صندوق، ۰.۱ درصد و دامنه آن از ۱.۷- تا ۱.۵ درصد بوده است. میانگین هزینه‌های عملیاتی ۰.۵ درصد دارایی‌ها و دامنه آن بین ۰.۱ تا ۱.۴ درصد بوده است.

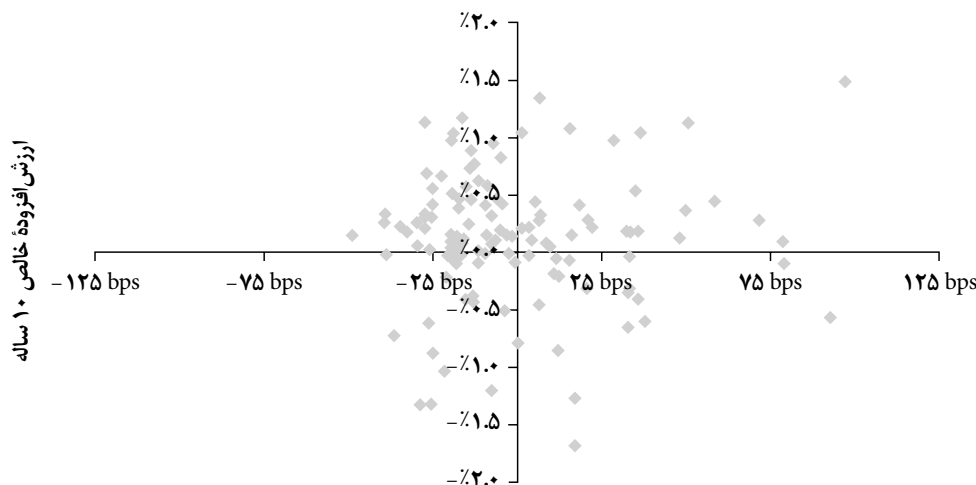
اگر شما عضو هیئت‌مدیره این سازمان‌های بازنشستگی بودید، با مشاهده شکل ۱۳-۱ چه پرسش‌هایی به ذهنتان می‌رسید؟ سه پرسش را مطرح می‌کنیم:

۱- آیا بین ارزش افزوده خالص و هزینه سرمایه‌گذاری اضافی در شکل ۱۳-۱ همبستگی وجود دارد؟ (پاسخ خیر است.)

۲- اگر بتوانید در مدت‌زمان مشابهی، با هزینه‌هایی بیش‌تر یا کم‌تر، به همین میزان بازده خالص برسید، انتخاب هزینه‌های عملیاتی بیش‌تر چگونه قابل توجیه خواهد بود؟

۳- صندوق‌هایی که در یک‌چهارم بالایی سمت چپ نمودار زیر قرار دارند (یعنی در این ۱۰ سال، با ساختار هزینه‌های نسبتاً کم، ارزش افزوده مثبت داشته‌اند)، جز عملکرد کم‌هزینه چه اشتراکی دارند؟ این پرسش‌ها دستور کار مناسبی برای جلسه بعدی هیئت‌مدیره سازمان‌هاست.

شکل ۱۳-۱. نسبت ۱۰ ساله بازده خالص-بازده تعهدات و میانگین ۱۰ ساله ریسک عدم انطباق دارایی-بدهی



میانگین هزینه‌ها/هزینه‌های سرمایه‌گذاری ۱۰ ساله (کم‌تر از میانگین)

منبع: CEM Benchmarking Inc.

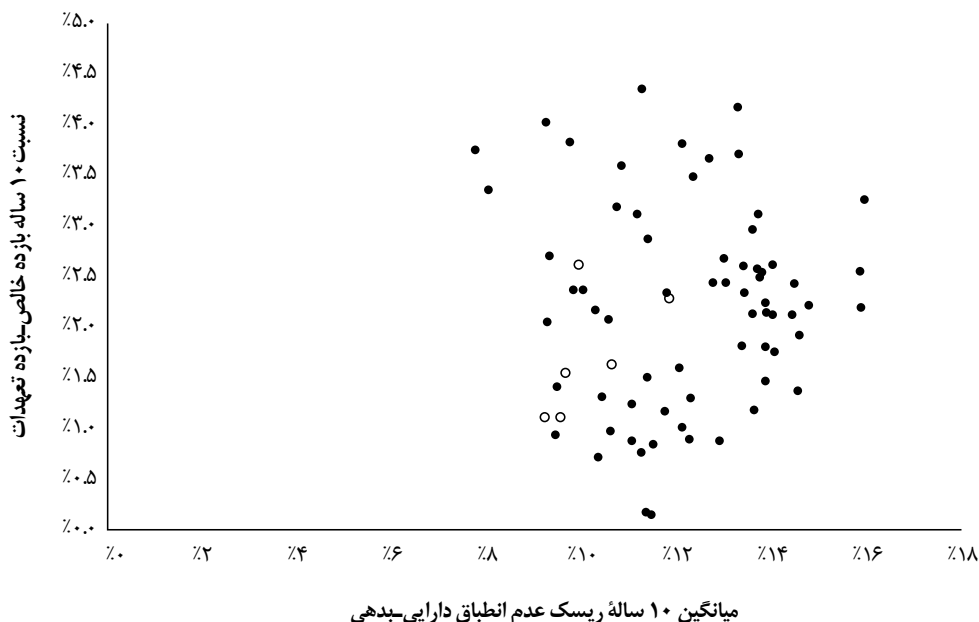
نتایج ده‌ساله سنجش ارزش منابع هزینه‌شده

شکل ۱۳-۲ نتایج سرمایه‌گذاری [با رویکرد] ارزش منابع هزینه‌شده را برای ۷۵ سازمان بازنشستگی نشان می‌دهد؛ این سازمان‌ها با یک سبد معیار مبتنی بر بدهی^۱ مقایسه شده‌اند. همان‌طور که پیش‌تر تعریف شد، ارزش افزوده خالص بر اساس تفاوت بین بازده خالص و واقعی هزینه‌های صندوق و بازده یک سبد تعهدات کم‌ریسک و منفعل که دیون پرداختی سازمان بازنشستگی در آینده را تخمین بزند، محاسبه می‌شود. ریسک نیز به عنوان تفاوت بازده، بین بازده واقعی صندوق و بازده سبد تعهدات تعریف می‌شود. میانگین ریسک خالص (یعنی بازده واقعی صندوق-بازده تعهدات) که برای دوره ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۳ به دست آمد، ۲.۲ درصد و دامنه آن بین ۰.۱ تا ۴.۴ درصد بود. میانگین صرف‌ریسک^۲ عدم انطباق دارایی-بدهی ۱۲.۵ درصد و دامنه آن ۸.۱ تا ۱۶.۰ درصد بود.

1. liability-based benchmark portfolio

2. risk premium

شکل ۱۳-۲. ارزش افزوده خالص ۱۰ ساله و هزینه سرمایه گذاری اضافی



منبع: CEM Benchmarking Inc.

اگر شما عضو هیئت مدیره این سازمان‌های بازنشستگی بودید، با مشاهده شکل ۱۳-۲ چه پرسش‌هایی به ذهنتان می‌رسید؟ ما سه پرسش را مطرح می‌کنیم:

۱- آیا بین صرف‌ریسک خالص و ریسک عدم تطابق دارایی- بدهی همبستگی وجود دارد؟ (پاسخ خیر است.)

۲- با تحقق ریسک‌ها در بازه بلندمدت تاریخی، تحقق صرف‌ریسک خالص دوره ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳ چگونه به نظر می‌آید؟ (پاسخ این است: اندک‌تر.)

۳- اکنون ریسک عدم تطابق دارایی- بدهی ما کدام است؟ باید آن را افزایش یا کاهش دهیم؟ چرا؟

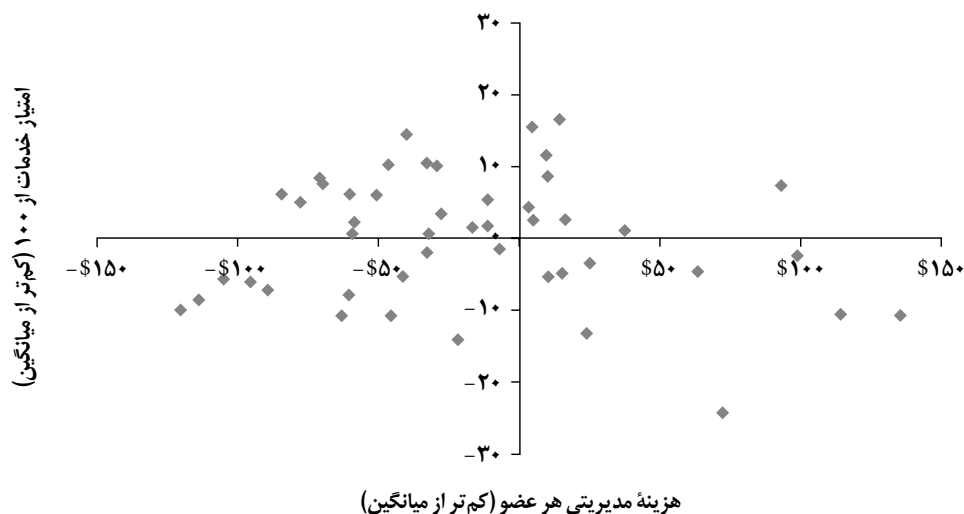
فصل‌های بخش دوم این کتاب که درباره طراحی طرح‌های بازنشستگی بود، به پرسش گسترده‌تری پرداخت: آیا باید تمامی اعضای طرح به طور یکسان در معرض ریسک عدم تطابق دارایی- بدهی قرار بگیرند؟ پاسخ‌دهی مستلزم اندیشیدن در قالب ترجیحات دو گروه است: کارگران جوانی که تازه به طرح بازنشستگی

وارد شده‌اند و بازنشتگانی که به درآمد باثبات ماهانه نیازمندند. از لحاظ منطقی، کارگران جوان راهبرد خلق ثروت بلندمدت را ترجیح می‌دهند، درحالی که بازنشتگان خواهان پرداخت باثبات هستند. در نتیجه، رسیدگی به هردو نیاز، مستلزم جداسازی ابزارهای خلق ثروت و پرداخت باثبات است. باید برحسب ارزیابی عملکرد، دو مقایسه انجام شود؛ مقایسه راهبرد خلق ثروت با یک راهبرد سرمایه‌گذاری منفعل دارای ریسک مشابه و مقایسه راهبرد پرداخت باثبات [مستمری] با سبد تعهداتی که دیون پرداختی حاصل شده را تخمین می‌زند. این دیون ممکن است در بافتار یک طرح مزایای معین اهمیت قانونی داشته باشد و در بافتار یک طرح بلندپروازی معین یا مزایای هدف، آرمان‌گرایانه باشد.

سنجش ارزش منابع هزینه‌شده در مدیریت خدمات / مزایای عضو

شکل ۱۳-۳ نتایج سنجش ارزش منابع هزینه‌شده در مدیریت خدمات / مزایای عضو را برای ۵۱ سازمان بازنشتی نشان می‌دهد. شاخص سنجش، امتیاز خدمت است؛ عددی بین ۰ تا ۱۰۰ که کیفیت مدیریت خدمات / مزایای اعضا را بر اساس سرعت و دقت معاملات اعضا، کیفیت ارتباط با اعضا و قابلیت رفع معضلات اساسی نشان می‌دهد. هزینه، هزینه‌های کلی (درون‌سازمانی و برون‌سپاری‌شده) مدیریت خدمات / مزایای اعضاست و به ازای هر فرد بیان می‌شود؛ کل هزینه‌ها به دلار ایالات متحده تبدیل شده‌اند. میانگین امتیاز خدمات در سال ۲۰۱۳ برابر با ۷۵ و دامنه آن بین ۵۱ تا ۹۲ بود. هزینه متوسط برای هر عضو ۱۳۳ دلار و دامنه آن بین ۳۷ تا ۳۸۰ دلار بود (سه مورد از هزینه‌ها در شکل ۱۳-۳ نشان داده نشده است، زیرا از هزینه اضافی -۱۵۰ دلار- برای هر عضو فراتر رفته است).

شکل ۱۳-۳. نسبت ۱۰ ساله بازده خالص - بازده تعهدات و میانگین ۱۰ ساله ریسک عدم انطباق دارایی-بدهی



منبع: CEM Benchmarking Inc.

اگر شما عضو هیئت‌مدیره این سازمان‌های بازنشستگی بودید، با مشاهده شکل ۱۳-۳ چه پرسش‌هایی به ذهنتان می‌رسید؟ ما سه پرسش را مطرح می‌کنیم:

- ۱- بین امتیاز خدمات و هزینه اضافی برای هر عضو همبستگی وجود دارد؟ (پاسخ خیر است).
- ۲- اگر بتوانید در مدت‌زمان مشابهی، با هزینه‌هایی بیش‌تر یا کم‌تر، به خدماتی با همین امتیاز برسید، انتخاب هزینه‌های عملیاتی بیش‌تر چگونه قابل توجیه خواهد بود؟ یا آیا هزینه‌های بالا نتیجه موقعیت یا اندازه کوچک سازمان است؟
- ۳- سازمان‌هایی که در یک‌چهارم بالایی سمت چپ نمودار قرار دارند (یعنی سازمان‌های دارای خدمات باکیفیت و هزینه‌های کم)، جز عمل کردن با ساختارهایی کم‌هزینه، دیگر چه ویژگی‌های مشترکی دارند؟

این پرسش‌ها نیز دستور کار مناسبی برای جلسه بعدی هیئت‌مدیره سازمان هاست.

سنجش ریسک و ارزش منابع هزینه‌شده برای صندوق‌های بازنشتی

فصل حاضر با بیان این نکته آغاز شد که سازمان‌های بازنشتی باید ارزش منابع هزینه‌شده و ریسک را که طی فرایند ارائه خدمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مزایا به اعضا پدید می‌آید، بسنجند. این سنجش، به ترتیب مستلزم موارد زیر است:

- ۱- تعریف بدون ابهام چستی ارزش و قابلیت برای سنجش آن؛
 - ۲- تعریف بدون ابهام هزینه و قابلیت برای سنجش آن؛
 - ۳- پایگاه داده‌ای که امکان ارزیابی ارزش منابع هزینه‌شده را در بافتار گروهی از سازمان‌های مشابه که خدمات مشابهی می‌دهند فراهم کند.
- شکل‌های ۱-۱۳، ۲-۱۳ و ۳-۱۳ نتایج مقایسه‌هایی را نشان دادند که در این خصوص انجام گرفت. این نتایج، اعضای هیئت‌مدیره صندوق‌های بازنشتی را به پرسش‌هایی بسیار دشوار فراخواند؛ پرسش‌هایی درباره میزان ارزشی که آن سازمان تولید می‌کند و درباره هزینه‌ها و ریسک‌هایی که در مسیر خلق این ارزش رخ می‌دهند.

فصل چهاردهم

سنجش ارزش عوامل هزینه شده برای سرمایه گذاری در بازارهای خصوصی چرا سرمایه گذاران نیازمند پروتکل استاندارد هستند؟

«از توافق نامه های مشارکت که تصویری کلی از چگونگی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری خصوصی به دست می دهند، به همان اندازه دستور ساخت کوکاکولا محافظت می شود.»
گرچن مورگنسن^۱، نیویورک تایمز، ۴ مه ۲۰۱۵

تماس بیدارباش^۲ برای صندوق های بازنشستگی

مقاله گرچن مورگنسن با عنوان «حق الزحمه های پنهان، بخش بزرگی از پس اندازهای بازنشستگی را می بلعد»^۳، هنوز در جهان طنین انداز است.^[۵۶] این مقاله بسیاری از صندوق های بازنشستگی را بابت این امر نکوهش می کند که ترکیب پیچیده هزینه های حق الزحمه را به شیوه های گوناگون طرح های سرمایه گذاری در بازار خصوصی ربط می دهند، بدون این که از کل هزینه هایی که متحمل شده اند آگاه باشند.

حالت یادشده از هردو لحاظ با تعهدات امنی ناسازگار است. وظیفه بنیادین یک صندوق بازنشستگی این است که مطمئن شود تمامی هزینه های صندوق از آزمون ارزش منابع هزینه شده^۴ سر بلند بیرون می آیند.

-
1. Gretchen Morgenson
 2. Wakeup call
 3. Hidden Fees Take a Big Bite Out of Pension Savings
 4. value for money test

بدیهی است که اگر کل مبلغ پولی که به قصد تولید ارزش برای مزایاگیران، صرف سرمایه‌گذاری در بازارهای خصوصی شده است مشخص نباشد، انجام آزمون یادشده ناممکن خواهد بود. قابل اثبات است که چنین وضعیتی، اختلالی در وظایف امانی است.

اگر سنجش کل مبلغ پول صرف‌شده نیز چالش‌برانگیز نباشد، چالش بعدی، سنجش ارزش خلق‌شده طی سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده است. بدون بازارهایی که سرمایه‌گذاری‌ها را روزانه ارزش‌گذاری کنند، باید پروتکل‌هایی ایجاد شود که بر اساس آن میزان معقولی از پول را طی زمان در بازارهای خصوصی سرمایه‌گذاری کرد. بر همگان آشکار است که میان ارزش این مبلغ سرمایه‌گذاری که به طور معقول محاسبه شده است و ارزش مبلغ واقعی همین سرمایه که در بازار عمومی مبادله شود، شکاف بزرگی وجود دارد. درحالی که در سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده در بازار خصوصی، این شکاف ارزش‌گذاری، واقعیتهای اجتناب‌ناپذیر است، برای از میان بردن سوگیری‌های نظام‌مندی که راجع به چگونگی ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاری‌های بازارهای خصوصی و چگونگی محاسبه بازده‌ها طی زمان وجود دارد، احتیاط بسیاری لازم است.

هدف فصل، شناساندن اقداماتی عینی است که به رفع شکاف میان این دو بپردازد: رویه‌های سنجش ارزش منابع هزینه‌شده در صنعت سرمایه‌گذاری بازنشتی و این رویه‌ها در حالتی که از آزمون استاندارد وظایف امانی سر بلند بیرون بیایند.

سنجش ارزش منابع هزینه‌شده در سرمایه‌گذاری‌های بازارهای خصوصی: یک پس‌نگری^۱

پژوهش فلیپو و گاتسچلک^۲ (۲۰۰۹)، هم برای سنجش ارزش منابع هزینه‌شده در سرمایه‌گذاری در بازارهای خصوصی اوراق بهادار، چارچوبی عملی فراهم کرده و هم با استفاده از همین چارچوب، نتایج سرمایه‌گذاری خصوصی^۳ را به طور تاریخی برآورد کرده است.^[۵۷] بر اساس برآوردهای آنان، میانگین کل حق الزحمه مدیریت^۴ در سرمایه‌گذاری خصوصی، می‌تواند حداکثر به ۷ درصد سرمایه سالانه برسد. فلیپو در پژوهش جدیدتر خود، برای تدقیق میزان هزینه حق الزحمه مدیریت، «محاسبه‌ای ساده»^۵ پیشنهاد می‌کند.

در این پژوهش اشاره شده است که میانگین وجوه خرید استقراسی (LBO)^۶ پیش از کسر هرگونه

1. retrospective
2. Phalippou and Gottschalg
3. private equity investment
4. management fee
5. back of the envelope
6. leveraged buyout (LBO)

هزینه، سالانه کمایش ۱۸ درصد [بازده] دارد که پس از کسر ۷ درصد هزینه حق الزحمه‌ها، به ۱۱ درصد کاهش می‌یابد. از این ۷ درصد کل، کم‌ترین هزینه حق الزحمه مدیریتی در پنج ساله نخست معمولاً ۲ درصد سرمایه تعهدشده قابل پرداخت است، و پس از این مدت نیز، ۲ درصد کل سرمایه‌گذاری انجام شده است. در طول پنج سال نخست، سرمایه، به طور تدریجی^۱ فراخوان^۲ می‌شود، به گونه‌ای که در طول این پنج سال، بخش اعظم سرمایه تعهدشده در زمان‌های مقتضی سرمایه‌گذاری می‌شود. از این روند چنین برمی‌آید که هزینه حق الزحمه مدیریتی برابر با ۴ درصد سرمایه فراخوان شده طی پنج سال نخست است و پس از آن، در پنج سال بعدی، برابر با ۲ درصد سرمایه فراخوان شده خواهد بود. فرض کنید که صندوق سرمایه‌گذاری، تمام سرمایه‌گذاری‌هایش را به سال دهم موکول کند، حق الزحمه مدیریتی سالانه ۳ درصد خواهد بود. هزینه دیگر صندوق سرمایه‌گذاری، بهره انتقالی^۳ است که ممکن است ۲۰ درصد ۱۸-۳ درصد (یعنی ۲۰ درصد ۱۵ درصد) باشد (یعنی یک هزینه اضافی ۳ درصدی سالانه). هزینه‌های دیگری مانند هزینه سبد سرمایه شرکت^۴ و هزینه‌های پرداخت‌نشده مبادلات صندوق و هزینه‌های عملیاتی نیز سالانه ۱ درصد به کل هزینه‌ها می‌افزایند. جز این‌ها، هزینه‌های داخلی سرمایه‌گذار صندوق بازنشستگی نیز وجود دارد (یعنی هزینه‌های مربوط به عملکردهایی مانند ارزیابی صلاحیت^۵، حسابداری و غیره).

این گونه است که میزان ثبت‌شده/تاریخی بازده ناخالص سرمایه‌گذاری خصوصی از ۱۸ درصد به ۱۱ درصد بازده خالص پس از کسر هزینه‌ها بدل می‌شود. میانگین بازده سهام شرکت‌های کم‌سرمایه در طول بیش از چند دهه در اغلب مناطق جهان، و این ۱۱ درصد، چندان فاصله‌ای از یکدیگر ندارند. بنابراین به نظر

1. linearly

۲. called: سرمایه‌گذاری خصوصی (private equity) جزئی از تأمین مالی جایگزین (alternative) است که خارج از بازار بورس انجام می‌شود. «از ویژگی‌های این دسته از سرمایه‌گذاری‌ها می‌توان به مواردی همچون مدیریت فعال و تخصص بالای مدیریتی، کارمزد بالا، تنوع کم در سید دارایی‌ها، محدودیت در سنجش ریسک و بازده، نقدشوندگی پایین، نظارت و شفافیت پایین‌تر و همبستگی پایین با سایر انواع سرمایه‌گذاری‌ها اشاره کرد». یک صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی (private equity fund)، به مرور زمان سرمایه‌گذاری می‌کند. در ابتدا همه وجه قابل سرمایه‌گذاری که سرمایه تعهدشده (committed capital) نامیده می‌شود، فعال و مورد استفاده نیست، و مدیریت این صندوق به‌مرور بخش‌هایی از این وجه را فرامی‌خواند (call) و به کار می‌بندد. جمع سرمایه فراخوان شده و فراخوان نشده، کل سرمایه صندوق را تشکیل می‌دهد. برای شرح بیش‌تر به دو منبع زیر نگاه کنید. - م.

گزارش شرکت فرابورس ایران با عنوان «آشنایی با سرمایه‌گذاری خصوصی» (۱۳۹۹)، قابل داندلود از سایت فرابورس ایران

(<https://www.ifb.ir>)

و منبع زیر:

<http://www.allenlatta.com/allens-blog/lp-corner-size-matters-on-committed-capital-called-capital-and-uncalled-capital>

3. carried interest

4. portfolio company fee

5. due diligence

می‌رسد که به طور میانگین، سرمایه‌گذاری خصوصی به طور تاریخی، در مقایسه با سرمایه‌گذاری عمومی^۱، بازده ناخالص بسیاری بیش‌تری داشته است. با این حال، به طور میانگین، کل بازده‌های اضافی به شکل ترکیب پیچیده‌ای از هزینه‌های حق‌الزحمه مدیران، صرف‌شکرای تضامنی^۲ صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی شده و به شکرای دارای مسئولیت محدود^۳ (یعنی صندوق‌های بازنشستگی) بازدهی بیش از آنچه می‌توانستند در بازارهای عمومی سهام کسب کنند نرسیده است.

سنجش ارزش منابع هزینه‌شده: از پس‌نگری به پیش‌نگری^۴

منتقدان ممکن است نقد خود بر یافته‌های پژوهش یادشده را با مشاهده این امر مطرح کنند که به طور میانگین، بازده خالص سرمایه‌گذاری خصوصی از بازده خالص بازارهای عمومی سهام بدتر نبود، اما فقط به این دلیل که هر دو نوع بازار، بازده‌های تاریخی بسیار بالا و غیرعادی داشتند. در ادامه، فصل بیستم نشان داده که امروزه انتظار بازده بلندمدت ۷ درصدی برای بازارهای سرمایه‌گذاری خصوصی، انتظار معقولی است. اما به طور پیش‌نگر، میانگین بازده ناخالص مورد انتظار برای سرمایه‌گذاری خصوصی، چقدر بیش‌تر خواهد بود؟ آیا می‌توانیم فرض کنیم که افزایش ۷ درصد و بازده ناخالص مورد انتظار، ۱۴ درصد باشد؟ به نظر عاقلانه می‌رسد که همان نسبت تاریخی پس‌نگرانه را که به دست آورده شد، فرض بگیریم (یعنی $1.6 = 11 \div 18$). به این ترتیب، با فرض این که رقم تاریخی ۷ درصدی بازده ناخالص، به رقم پیش‌نگرانه ۴ درصدی کاهش می‌یابد، بازده خالص مورد انتظار ۱۱ درصد می‌شود (یعنی 1.6×7).

اکنون اجازه دهید که فرمول «ساده» فلیپو برای محاسبه هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی را به بحث خود بیفزاییم. مانند قبل، کم‌ترین حد هزینه حق‌الزحمه مدیریتی ۳ درصد است و ۱ درصد هم هزینه‌های اضافی وجود دارد. بهره انتقالی ۲۰ درصد ۱۱-۳ درصد (یعنی ۲۰ درصد ۱۵ درصد) است؛ برابر با حدود ۲ درصد. این شرایط، کل هزینه‌های شریک تضامنی را از ۷ درصد تاریخی به ۶ درصد کاهش می‌دهد (یعنی $2 + 1 + 3$). به هر روی، وقتی بازده ناخالص مورد انتظار ۱۱ درصد است، ۶ درصد هزینه، بازده خالص مورد انتظار را به ۵ درصد می‌رساند: کم‌تر از محاسبه ۷ درصدی ما برای بازارهای عمومی سهام.

نکته اساسی این است که برای پیش‌بینی درست سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در صندوق‌های

-
1. public equities
 2. general partners
 3. limited partners
 4. prospective

سرمایه‌گذاری خصوصی، فهم تمام‌و‌کمال ساختار هزینه‌های سرمایه‌گذاری خصوصی ضرورت دارد. محاسبات مرور شده نشان داد که امروزه بدون بازساختاردهی^۱ به هزینه‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، امکان چنین پیش‌بینی‌های موفق‌تری کم می‌شود.

شیوه‌ابتکاری و استاندارد شده سنجش هزینه‌ها در مؤسسه CEM

مؤسسه CEM اخیراً برای ایجاد پروتکل استاندارد ثبت هزینه‌های مربوط به سرمایه‌گذاری خصوصی، روشی ابتکاری را به کار گرفت.^[۸۸] این شرکت در گزارش وضعیت^۲ خود، رقم میانگین بازده‌های خالص صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی سرمایه‌پذیر خود را در طول دوره ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۲ اعلام کرده است. این داده‌ها در جدول ۱-۱۴ آمده‌اند.

جدول ۱-۱۴. میانگین بازده خالص صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در پایگاه داده مؤسسه CEM

شیوه‌های اجرایی ^۳	مدیریت داخلی ^۴	مدیریت مستقیم شرکای دارای مسئولیت محدود ^۵	مدیریت به روش فراصندوق ^۶
بازده خالص سالانه	٪۱۲.۳	٪۹.۶	٪۲.۷
بازده معیار سالانه ^۷	٪۸.۷	٪۹.۴	٪۸.۸
ارزش افزوده خالص سالانه	٪۳.۵	٪۰.۲	٪-۱.۶

منبع: CEM Benchmarking Inc.

تمایز میان سه مجموعه بازده به شیوه‌های اجرایی برمی‌گردد: شیوه مدیریت داخلی کم‌هزینه است، شیوه دوم هزینه‌های بیش‌تری دارد و شیوه سوم بالاترین هزینه را در پی دارد. در دومی و سومی مدیریت برون‌سپاری شده است. به پیوند مستقیم بازده خالص محقق‌شده و شیوه‌های اجرایی دقت کنید: هرچه هزینه‌ها بالا می‌روند، بازده کم‌تر می‌شود. همچنین به همخوانی یافته‌های پژوهش فلیپو و پژوهش مؤسسه CEM دقت کنید: به دلیل هزینه‌های بالا، در بلندمدت، ارزش افزوده خالص برای ذی‌نفعان، در دو راهبرد

1. restructuring
2. position paper
3. implementation style
4. Internal
5. Direct LP
6. Fund of Funds
7. Annualized Benchmark Return

برون سپاری، به طور متوسط برابر با صفر (یا حتی منفی) است.^[۵۹]

گزارش وضعیت مؤسسه CEM پیشنهاد می‌کند که هزینه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به چهار مقوله اختصاص داده شوند: حق الزحمه مدیریتی، حق الزحمه عملکرد/ انتقالی، حق الزحمه‌های دیگر، هزینه‌های داخلی (مانند هزینه مدیریت درون سپاری شده^۱، حق نظارت و غیره). به طور تاریخی، مؤسسه CEM فقط توانسته است حق الزحمه مدیریتی و هزینه‌های داخلی را ثبت کند. اما بانک مرکزی هلند (DNB) با تنظیم‌گری، صندوق‌های بازنشتی این کشور را ملزم کرد اطلاعات کاملی راجع به این چهار مقوله ارائه دهند. جدول ۲-۱۴ نتایج اولیه سال ۲۰۱۳-۲۰۱۲ را نشان داده است.

جدول ۲-۱۴. تعیین میانگین هزینه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در هلند
با سبد دارایی به ارزش ۳ میلیارد دلار (۲۰۱۲-۲۰۱۳)

نوع هزینه	نرخ میانگین	میزان میانگین
حق الزحمه مدیریتی	۱.۹٪	۵۷ میلیون دلار
حق الزحمه عملکرد/ انتقالی	۱.۵٪	۴۵ میلیون دلار
حق الزحمه‌های دیگر	۰.۴٪	۱۲ میلیون دلار
هزینه‌های داخلی	۰.۱٪	۳ میلیون دلار
کل هزینه‌ها	۳.۹٪	۱۱۷ میلیون دلار

منبع: CEM Benchmarking Inc.

سند یادشده اشاره دارد که هزینه‌های مدیریتی گزارش شده هلند که ۱.۹ درصد است، با میانگین هزینه‌های مدیریتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در پایگاه داده مؤسسه CEM که ۱.۸ درصد بود، همسویی بسیار زیادی دارد. با این حال، همان‌طور که مقاله فلیپو و گاتسچلگ از پیش خبر داده بود، در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، هزینه حق الزحمه‌های مدیریتی که گزارش می‌شود کم‌تر از نیمی از کل هزینه‌هاست. در این نمونه که ارزش سبد دارایی ۳ میلیارد دلار است، کل هزینه‌های سالانه این برنامه، فقط همان ۵۷ میلیون دلار گزارش شده نیست، بلکه در کل به ۱۱۷ میلیون دلار می‌رسد. در مواردی که روش اجرایی فراصندوق بوده است، کل هزینه‌های سالانه به ۱.۲ درصد ۱۵۳ میلیون دلار دارایی رسیده است.^[۶۰]

از این جا به کجا می‌خواهیم برسیم؟

آنچه گفته شد، ما را به این پرسش می‌رساند. در ادامه این پرسش، سه پرسش دیگر به ذهن می‌رسند:

۱- تلاش‌های بسیاری که برای ثبت تمامی هزینه‌های سرمایه‌گذاری‌های بازارهای خصوصی ضرورت دارد، به زحمتش می‌ارزد؟ گذشته از این‌ها، هزینه‌ها در نهایت به طور غیرمستقیم در محاسبات بازده خالص سرمایه‌گذاری‌ها نشان داده می‌شوند. به نظر ما، جدول ۱۴-۱ آشکارا نشان می‌دهد که ثبت تمامی هزینه‌ها به زحمتش می‌ارزد. این جدول نشان می‌دهد که در نتایج سرمایه‌گذاری‌های خصوصی، هزینه‌ها عامل پراهمیتی هستند. به طور میانگین، هرچه هزینه‌های بلندمدت بیش‌تر باشد، بازده بلندمدت کم‌تر خواهد بود. این امر در جای خود حاکی از آن است که در مورد صندوق‌های بازنشستگی الزامی امانی وجود دارد که این صندوق‌ها ساختار هزینه‌ها را بشناسند؛ هم ساختار پیشینی^۱ هزینه‌ها (بر اساس انتظارات پیش از وقوع) و هم ساختار پسینی^۲ هزینه‌ها (بر اساس داده‌های پس از وقوع) را.^[۶۲]

۲- این نتیجه‌گیری ما را به پرسش بعدی می‌رساند: آیا حصول توافق میان هیئت‌مدیره صندوق درباره یک پروتکل استاندارد محاسبه هزینه‌ها، ارزشمند است؟ این پرسش نیز پاسخ آری آشکاری می‌گیرد. عاقلانه نیست که خود را درگیر شماری از پروتکل‌های مقایسه‌ناپذیر محاسبه هزینه‌ها کنیم. به نظر می‌رسد که چهار مقوله تعریف‌شده در جدول ۱۴-۲ برای این بحث، نقطه آغاز مناسبی باشد.

۳- در آخر این که کدام‌یک از ذی‌نفعان باید در ایجاد پروتکل استاندارد محاسبه هزینه (و بازده) مشارکت کنند؟ این پرسش در سراسر جهان موجب دل‌مشغولی فزاینده‌ای شده است. در سطح دولتی / تنظیمگری، بانک مرکزی تنظیمگر هلند، و هم‌تایان آن در دانمارک و سوئیس، در خصوص افشاسازی هزینه‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، در اروپا پیشگام و راهبر هستند. در ایالات متحده، هیئت استانداردهای حسابداری دولتی (GASB)^۳ الزامات افشاسازی خود را در سال ۲۰۱۲ اندکی به‌روز کرد. با این حال، در سال ۲۰۱۴، یکی از اداره‌های^۴ زیرمجموعه کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا^۵، مواردی از هزینه‌های پنهان و عدم کفایت افشای اطلاعات راجع به هزینه‌ها را در

1. ex ante

2. ex post

3. Government Accounting Standards Board (GASB)

4. Office of Compliance, Inspections, and Examinations

5. Securities and Exchange Commission (SEC)

شماری از سازمان‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بر ملا کرد. در سطح نهادی، انجمن جهانی شرکای دارای مسئولیت محدود^۱ در تدوین داوطلبانه پروتکل گزارشگری اقدامات مناسبی انجام داده است. اما تا کنون این پروتکل در سطح گسترده‌ای به کار گرفته نشده است. فدراسیون صندوق‌های بازنشستگی هلند، برای رواج پروتکلی اجباری در این کشور، با بانک مرکزی تنظیمگر این کشور همکاری بسیاری داشته است. در آخر این که مؤسسه مشاوران آینده مالی (CFA) نشان داده است که در این حوزه نقشی محافظه کارانه بازی می‌کند.

در خاتمه، آشکار است که موضوع افشاسازی کامل هزینه‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و موضوع رویکردی استاندارد شده به افشای ارزش منابع هزینه شده، به اوج اهمیت خود رسیده‌اند. دریچه‌ای به آینده باز شده است. دم را غنیمت دان!^۲

1. the global Institutional Limited Partners Association (ILPA)

2. Carpe diem!

فصل پانزدهم

صندوق‌های بازنشستگی چگونه به کارکنان بخش سرمایه‌گذاری خود حقوق پرداخت می‌کنند؟

«سراسرترین شاخص برای کیفیت حکمرانی در یک صندوق
بازنشستگی یا سرمایه‌گذاری بلندمدت، می‌تواند چگونگی پرداخت
به کارکنانش باشد...»

از سرمقاله مجله بین‌المللی مدیریت بازنشستگی راتمن، بهار ۲۰۱۱

مطالعه‌ای منحصربه‌فرد راجع به رویه‌های پرداخت [به کارکنان بخش] سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی

این فصل گزارشی است راجع به رویه‌های پرداخت در بخش سرمایه‌گذاری ۳۷ صندوق بازنشستگی از سه قاره که جمع‌دارایی تحت مدیریت آنان به ۲.۲ تریلیون دلار می‌رسد. دلیل انجام مطالعه‌ای که این فصل بر آن مبتنی است، این بود که با [بررسی مطالعه انجام‌شده راجع به] یکی از آن ۳۷ صندوق، قانع شدم که شرکت خدمات مشاوره‌ای KPA در طراحی و انجام چنین مطالعه‌ای در سطح جهانی شایستگی بی‌نظیری دارد.^[۶۲] یافته‌ها و نتیجه‌گیری‌های این مطالعه به طور خلاصه عبارت‌اند از:

- این ۳۷ صندوق در خصوص موضوعات استراتژیکی مانند مدیریت فعال در مقابل منفعل، سرمایه‌گذاری در بازارهای عمومی در مقابل بازارهای خصوصی و درون‌سپاری در مقابل برون‌سپاری، از طیف متنوعی از رویکردها استفاده می‌کنند.

- بسته به نقطه معیاری که در نظر بگیریم، می‌توان چنین داوری کرد که میزان جبران خدمات در این نمونه ۳۷ فقره‌ای بالا یا پایین است. در درون این نمونه، میزان جبران خدمات واریانس قابل توجهی دارد.
- بسیاری از صندوق‌ها برای تقسیم کل پرداختی به اجزای متغیر و پایه و نیز برای تقسیم جزء متغیر به دو جزء فردی / سازمانی و مرتبط به عملکرد سرمایه‌گذاری، رویکرد میانه‌روی پنجاه‌پنجاه را اتخاذ کرده‌اند. اما باز هم باید اشاره کرد که واریانس بالاست و برخی صندوق‌ها نسبت به این رویکرد مشترک بسیار تفاوت دارند.
- از لحاظ آزمون محک‌زنی عملکرد سرمایه‌گذاری، در این نمونه بر استفاده از معیارهای مربوط به بازار^۱ تأکید بسیاری شده است. اما در برخی صندوق‌ها نیز از روش‌های اهداف مشخص بازده^۲ و عملکرد مربوط به همتا^۳ استفاده کرده‌اند. مهم‌ترین علل پرداخت بالا، یکی تعداد کارکنان دخیل در عملکرد سرمایه‌گذاری و دیگری قرار داشتن در کشور کانادا بود. به طور میانگین، هرچه تعداد کارکنان بخش سرمایه‌گذاری بیش‌تر بود، میانگین حقوق پرداختی نیز، هم در کل سازمان‌ها (بدون پنج سازمان برتر^۴) و هم در پنج سازمان برتر (برحسب کل پرداختی‌ها) بیش‌تر بود. ما این یافته را به تصمیمات راهبردی شماری از صندوق‌ها که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود را درون بسیاری می‌کنند ربط می‌دهیم. چنین تصمیمی تعداد کارکنان دارای دریافتی بالا را افزایش می‌دهد. اکنون این راهبرد بیش‌تر در کانادا رایج است.
- این مطالعه نشان می‌دهد که بخش مدیریت صندوق بازنشتی باید به سه چالش مربوط به جبران خدمات رسیدگی کند. نخست، رفع محدودیت سقف پرداخت^۵ که در برخی صندوق‌ها هنوز وجود دارد؛ دوم مبتنی کردن پرسش‌های آزمون محک‌زنی سرمایه‌گذاری بر دلایل عقلانی مشخص؛ و سوم، ایجاد یک پروتکل تعدیل ریسک^۶ که معیاری برای محاسبه پرداخت بابت عملکرد مطلوب در سرمایه‌گذاری باشد.

1. market-relative yardsticks
 2. absolute return targets
 3. peer-relative performance
 4. top five
 5. pay ceiling
 6. risk-adjustment protocol

مطالعه‌ای با چهار بخش

این مطالعه داده‌ها را در چهار بخش گردآوری کرد:

- **بخش ۱: ویژگی‌های صندوق، ساختار حقوقی صندوق، جایگاه آن و اندازه آن بر اساس دارایی‌های تحت مدیریت (AUM)^۱ و معادل تمام‌وقتی کارکنان (FTEs)^۲.** این کارکنان به کسانی محدود بود که کار آن‌ها به سرمایه‌گذاری مربوط باشد؛ شامل تمامی عملکردهای پشتیبانی در کل سازمان‌های بازنشستگی و مدیران دارای تعهد امانی.
- **بخش ۲: تخصیص دارایی‌ها، ساختار تخصیص و مدیریت دارایی‌های صندوق در پایان سال ۲۰۱۰ در شش مقوله.**
- **بخش ۳: اصول جبران خدمات، محدودیت‌ها و رویه‌ها، شامل فلسفه جبران خدمات، محدودیت‌های وضع‌شده به دست مراجع قدرت بیرونی، جبران خدمات هدف و واقعاً پرداخت‌شده، و طراحی جبران خدمات.**
- **بخش ۴: آزمون محک‌زنی عملکرد، رویکرد سازمان به محک‌زنی عملکرد سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.**

ویژگی‌های صندوق

صندوق‌هایی که از آن‌ها داده جمع‌آوری شد، سه نوع بودند: سرمایه‌گذار مستقل^۳ (۱۴ نمونه)، بازنشستگی یکپارچه^۴ (۱۹ نمونه) و مدیر دارای تعهد امانی^۵ (۴ نمونه). برحسب ذی‌نفعان و پشتیبانی از صندوق نیز سه نوع بودند: بخش عمومی (۲۳ نمونه)، بخش صنعت^۶ (۹ نمونه) و بخش شرکت‌های بزرگ^۷ (۵ نمونه).

جدول ۱-۱۵ نشان می‌دهد که در کل، این مطالعه بر اساس معادل تمام‌وقتی کارکنان، ۵۱۶۲ کارکن را پوشش داده است که در آخرین سال مالی سازمان، کل جبران خدمات آنان ۹۲۹ میلیون دلار بوده است. کل جبران خدمات، شامل حقوق پایه، تمامی اشکال متغیر جبران خدمات و مزایاست. داده‌های مربوط به جبران خدمات

1. assets under management (AUM)

۲. full-time equivalent employees: معیاری که برای مقایسه سازمان‌ها از لحاظ نیروی کار استفاده می‌شود و به جای این که تفاوت در حجم و زمان کاری کارکنان را در دو سازمان دارای تعداد کارکن برابر نادیده بگیرد، به این ویژگی‌ها حساس است. عدد ۱ در این شاخص به معنای تعداد کارکنان (یک نفر یا بیش‌تر) دارای حجم و زمان کاری به اندازه یک شاغل تمام‌وقت در آن شغل است. - م.

3. stand-alone investment agency

4. integrated pension

5. fiduciary manager

6. industry sector

7. corporate sector

بر اساس پول ملی گردآوری و سپس بر اساس نرخ مبادله پایان سال ۲۰۱۰، به دلار آمریکا تبدیل شدند. به منظور امکان تحلیل اصول و رویه‌های جبران خدمات، صندوق‌ها را به چهار مقوله جغرافیایی تقسیم کردیم. توجه داشته باشید که این چهار زیر نمونه حجم تقریباً برابری داشتند و هریک شامل ۸ تا ۱۰ صندوق بودند.

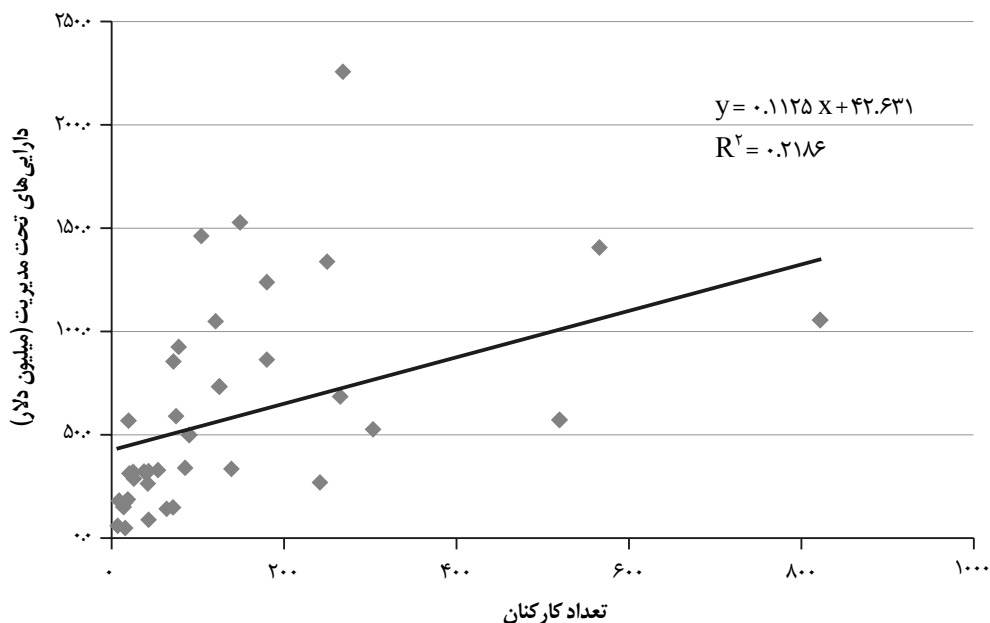
جدول ۱۵-۱. ویژگی‌های صندوق‌ها

تعداد صندوق‌ها	کارکنان	دارایی‌های تحت مدیریت (میلیارد دلار)	کل جبران خدمات سالانه (میلیون دلار)
استرالیا/نیوزیلند	۹	۹۵۶	۳۱۵
ایالات متحده	۱۰	۱۴۶۳	۱۸۷
کانادا	۱۰	۲۱۶۴	۴۴۸
اروپای شمالی/ بریتانیا	۸	۵۷۹	۵۷۹
کل	۳۷	۵۱۶۲	۹۲۹

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

شکل ۱۵-۱ اندازه این سازمان‌ها را بر اساس هردو معیار معادل تمام‌وقتی کارکنان و دارایی‌های تحت مدیریت نشان می‌دهد. تفاوت بسیاری در میزان دارایی‌ها (از زیر ۱۰ میلیارد دلار تا بالای ۲۰۰ میلیارد دلار) و کارکنان (از زیر ۱۰ نفر تا بیش از ۸۰۰ نفر) وجود دارد. بین معادل تمام‌وقتی کارکنان و دارایی‌های تحت مدیریت، رابطه آماری مثبت اما نه‌چندان قوی‌ای وجود دارد. درحالی که بسیاری از صندوق‌های دارای کارکنان کم، دارایی‌های کم‌تری را تحت مدیریت دارند، برخی از آن‌ها نیز چنین نیستند. همچنین درحالی که بسیاری از صندوق‌های دارای تعداد کارکنان زیاد، دارایی‌های بیش‌تری را تحت مدیریت دارند، برخی از آن‌ها چنین نیستند. این‌ها را می‌توان به عنوان شواهدی برای وجود تفاوت معنادار در ساختار سازمان‌ها و راهبردهای اجرایی آنان در نظر گرفت.

شکل ۱۵-۱. اندازه صندوق‌ها بر اساس دو معیار AUM و FTEs



منبع: KPA Advisory Services Ltd.

تخصیص دارایی‌ها و ساختارهای سازمانی

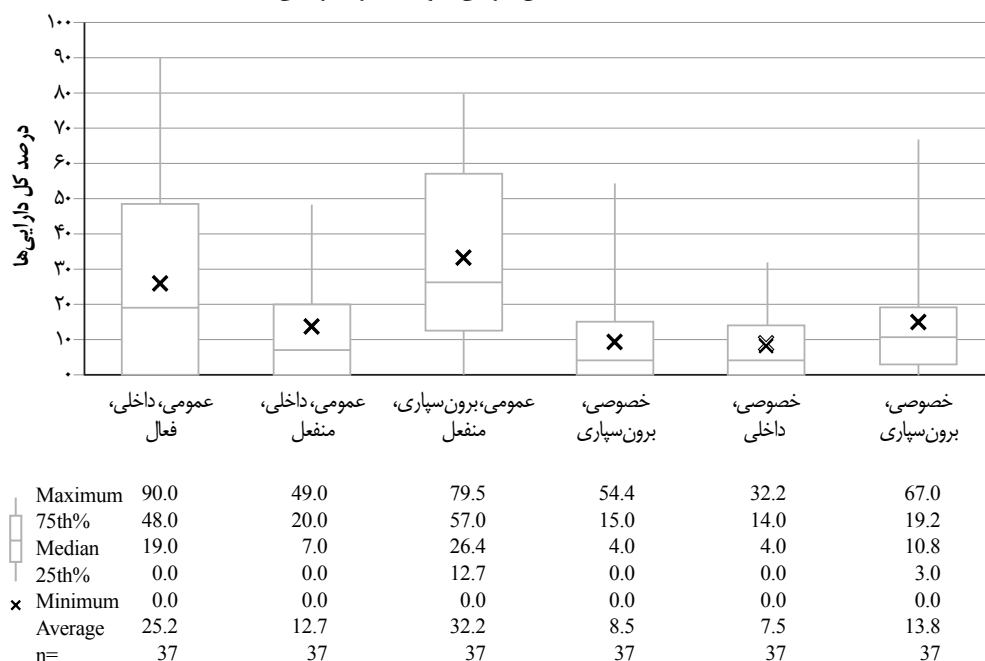
در این پیمایش دارایی‌های تحت مدیریت به شش مقوله تقسیم شدند:

- ۱- بازارهای عمومی - درونی - فعال
- ۲- بازارهای عمومی - درونی - منفعل
- ۳- بازارهای عمومی - برون سپاری شده - فعال
- ۴- بازارهای عمومی - برون سپاری شده - منفعل
- ۵- بازارهای خصوصی - درونی
- ۶- بازارهای خصوصی - برون سپاری شده

شکل ۱۵-۲ نشان می‌دهد دارایی‌ها چگونه بین این شش مقوله توزیع شده‌اند و نشان می‌دهد که این ۳۷ صندوق در این خصوص انتخاب‌های بسیار گوناگونی داشته‌اند. برای نمونه، تفاوت در رویکرد صندوق‌ها به مدیریت فعال در بازارهای عمومی: بسیاری از صندوق‌ها هنوز در سرمایه‌گذاری در بازارهای عمومی

به شدت فعال‌اند، درحالی که برخی از آن‌ها سرمایه‌گذاری منفعل را ترجیح می‌دهند. به همین شکل، بسیاری از صندوق‌ها هنوز عملکرد مدیریت سرمایه‌گذاری را برون‌سپاری می‌کنند، درحالی که برخی از آن‌ها مدیریت داخلی را ترجیح می‌دهند. بسیاری از صندوق‌ها بیش‌تر سرمایه‌گذاری‌های خود را به بازارهای اوراق بهادار معطوف می‌کنند، درحالی که برخی از آن‌ها بیش‌تر به سرمایه‌گذاری خصوصی می‌پردازند.

شکل ۱۵-۲. تخصیص دارایی‌ها و ساختار سازمانی



منبع: KPA Advisory Services Ltd.

اصول جبران خدمات و محدودیت‌ها

در این پیمایش در خصوص رابطهٔ مأموریت سازمان و اصول و رویه‌های مدیریت منابع انسانی و ساختار جبران خدمات سازمان، پرسشی باز مطرح شد. همچنین پرسیده شد که آیا محدودیت‌های بیرونی‌ای بر ساختار جبران خدمات و سقف پرداخت‌ها تحمیل شده است. هدف این بود که بفهمیم صندوق‌ها با چه دقتی میان مأموریت خود، برنامهٔ راهبردی تحقق این مأموریت، و اصول و رویه‌های مدیریت منابع انسانی (شامل جبران خدمات) پیوند برقرار کرده‌اند و نیز بفهمیم که احتمالاً چه محدودیت‌هایی وجود دارد.

ارزیابی پاسخ‌ها به این نتیجه‌گیری کلی انجامید: بسیاری از پاسخ‌گویان، «بر حسب عادت» پاسخ می‌دادند و به طور منطقی، مأموریت سازمان را به الزامات منابع انسانی و نیاز به جذب و نگهداشت کارکنان مناسب پیوند می‌دادند و در نهایت می‌گفتند این امر مستلزم پرداخت رقابتی برای عملکرد است. اما استثنای مهمی نیز وجود داشت:

- برخی از صندوق‌های بازنشستگی شرکت‌ها، عملکرد را تا حدی بر اساس تأثیر طرح بازنشستگی بر اهداف بخش منابع انسانی و سودآوری تعریف می‌کردند.
 - صندوق‌هایی که بخشی از طرح‌های بازنشستگی یکپارچه هستند، احتمال داشت بیش‌تر به اعضای طرح و پیامدهای مربوط به ترازنامه توجه کنند تا به اهداف تعیین‌شده برای پرداخت به اعضای طرح.
 - برخی از صندوق‌ها راجع به چگونگی تبدیل مأموریت سازمان به اهداف فردی و سازمانی (اهداف مالی و غیرمالی) که به روش کارت امتیازی متوازن ارزیابی شده بود، جزئیات بسیاری ارائه کردند. صندوق‌های دیگر، عامل اصلی موفقیت سازمان را عملکرد سرمایه‌گذاری آن می‌دانستند.
 - صندوق‌هایی که در مأموریت آن‌ها فعالیت‌های تجاری وجود داشت (برای نمونه، اغلب ابرصندوق‌های استرالیایی)، احتمال بیش‌تری داشت که از شیوه عملکرد مربوط به همتا^۱ استفاده کنند.
 - برخی از صندوق‌ها، هم به محک‌زنی مرتبط به بازار و هم به محک‌زنی بر اساس بازده مشخص توجه داشتند، اما بیش‌تر اولی را مد نظر قرار می‌دادند.
 - آن‌جا که قابلیت جبران خدمات توسط مرجعی بیرونی محدود شده است، صندوق‌ها بر جذابیت‌های غیرمالی کار کردن برای سازمان تأکید می‌کردند (مانند انگیزه‌های روشنفکرانه، خدمات عمومی و غیره).
- میزان رواج محدودیت‌های وضع‌شده توسط مراجع بیرونی، در جدول ۱۵-۲ آمده است. توجه داشته باشید که در ۳۰ صندوق، تصمیم‌گیر نهایی درباره جبران خدمات، خود هیئت‌مدیره صندوق بود، و در ۷ صندوق باقی‌مانده، در معرض نوعی محدودیت بیرونی جبران خدمات بودند. به نظر می‌رسد که این محدودیت‌ها بر جبران خدمات سازمانی در صندوق‌های بخش عمومی تأثیری مهارکننده دارند. به این مسئله در ادامه می‌پردازیم.

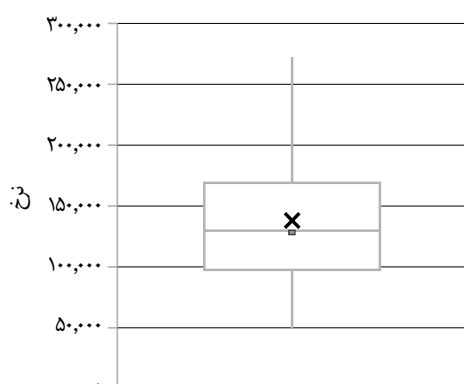
جدول ۱۵-۲. مسئول نهایی طراحی ساختار جبران خدمات

کل	شرکت‌های بزرگ	صنعت	بخش عمومی	
۱. هیئت‌مدیره / هیئت نظارت				
۳۰	۴	۹	۱۷	تعداد طرح‌ها
۱۸۴,۸۹۴	۱۹۰,۸۱۸	۲۲۲,۱۷۲	۱۶۳,۷۶۶	میانگین جبران خدمات برای هر فرد شامل پنج سازمان برتر (به دلار)
۲. مرجع بیرونی				
۲			۲	تعداد طرح‌ها
۱۴۷,۰۰۵			۱۴۷,۰۰۵	میانگین جبران خدمات برای هر فرد شامل پنج سازمان برتر (به دلار)
۳. ترکیبی از هر دو				
۵	۱		۴	تعداد طرح‌ها
۱۶۲,۵۸۸	۲۹۷,۸۰۰		۱۲۸,۷۸۵	میانگین جبران خدمات برای هر فرد شامل پنج سازمان برتر (به دلار)

رویه‌های جبران خدمات

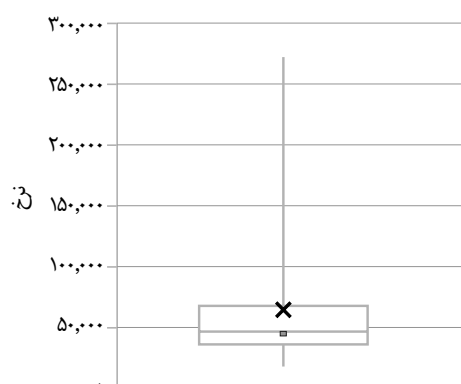
شکل ۱۵-۳ میانگین کل جبران خدمات کارکنان بخش سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های مربوط به آن را برای آخرین سال مالی صندوق‌ها نشان می‌دهد؛ هم برای کل سازمان (جز پنج سازمان برتر) و هم برای پنج سازمان برتر. رقم میانه^۱ی کل جبران خدمات، برای تمامی سازمان‌ها (جز پنج سازمان برتر)، برابر با ۱۳۰ هزار دلار است (با دامنه‌ای ۵۰ درصدی بین ۹۸ تا ۱۶۸ هزار دلار). رقم میانه^۱ کل جبران خدمات پنج سازمان برتر، برابر با ۴۶۱ هزار دلار است (با دامنه‌ای ۵۰ درصدی بین ۳۶۲ تا ۶۶۹ هزار دلار). نمودار در خصوص پرداختی‌های پنج سازمان برتر، نشان‌دهنده پراکندگی زیاد در بخش بالایی دامنه است.

شکل ۱۵-۳. میانگین کل جبران خدمات - کل صندوق‌ها (جز پنج سازمان برتر) و پنج سازمان برتر



میانگین جبران خدمات هر فرد

Maximum	271.099
75th%	168.299
Median	129.798
25th%	97.728
x Minimum	49.580
Average	135.594
n=	37



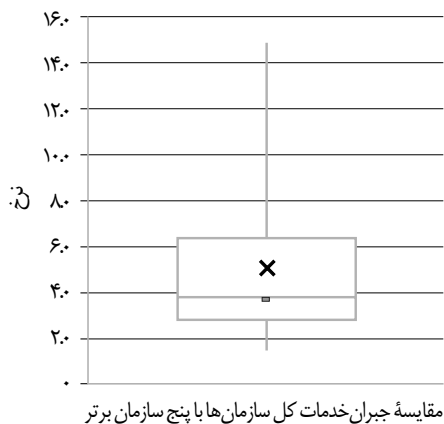
میانگین جبران خدمات در پنج سازمان برتر

Maximum	2.717.820
75th%	668.900
Median	460.766
25th%	361.872
x Minimum	177.000
Average	681.231
n=	37

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

شکل ۱۵-۴ نسبت میانگین پرداختی‌های پنج سازمان برتر به میانگین پرداختی‌های کل سازمان‌ها (جز پنج سازمان برتر) را نشان می‌دهد. میانه ۳.۸ است (با دامنه‌ای ۵۰ درصدی بین ۲.۸ تا ۶.۴).

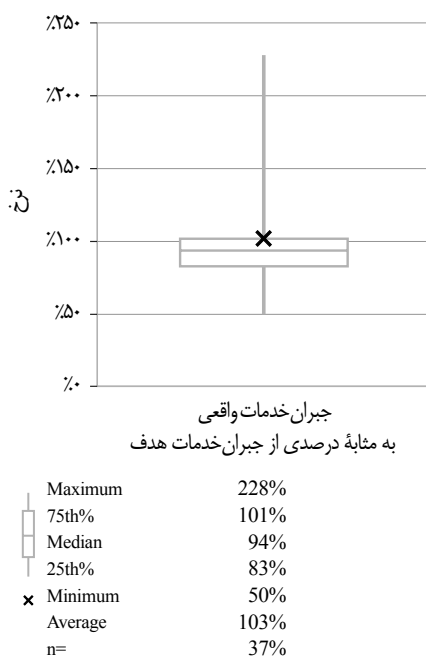
شکل ۱۵-۴. نسبت جبران خدمات پنج سازمان اول به جبران خدمات کل سازمان (جز پنج سازمان برتر)



Maximum	14.8
75th%	6.4
Median	3.8
25th%	2.8
x Minimum	1.5
Average	5.0
n=	37

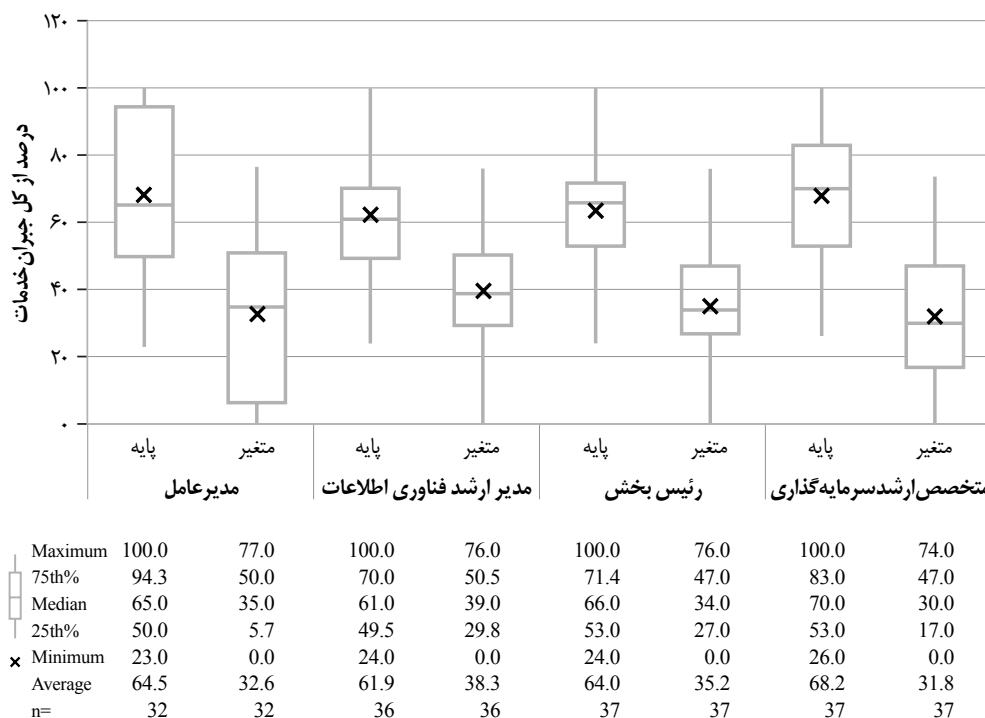
شکل ۱۵-۵ میانگین کل جبران خدمات واقعاً پرداخت شده به پنج سازمان برتر را با آنچه در صورت رسیدن عملکرد سازمانی / فردی و عملکرد سرمایه‌گذاری به اهداف تعیین شده پرداخت می‌شد، مقایسه کرده است. توجه داشته باشید که در پنج سال اخیر، برخی از کارکنان پنج سازمان برتر، بیش از هدف تعیین شده جبران خدمات دریافتی داشته‌اند. نرخ میانه برای ۳۷ صندوق ۹۴ درصد بود (با دامنه‌ای ۵۰ درصدی بین ۸۳٪ تا ۱۰۱٪). این ارقام حاکی از آن‌اند که سه‌چهارم از کارکنان پنج سازمان برتر مبلغی کمتر از اهداف تعیین شده دریافت می‌کنند.

شکل ۱۵-۵. جبران خدمات واقعی کارکنان به مثابه درصدی از جبران خدمات هدف



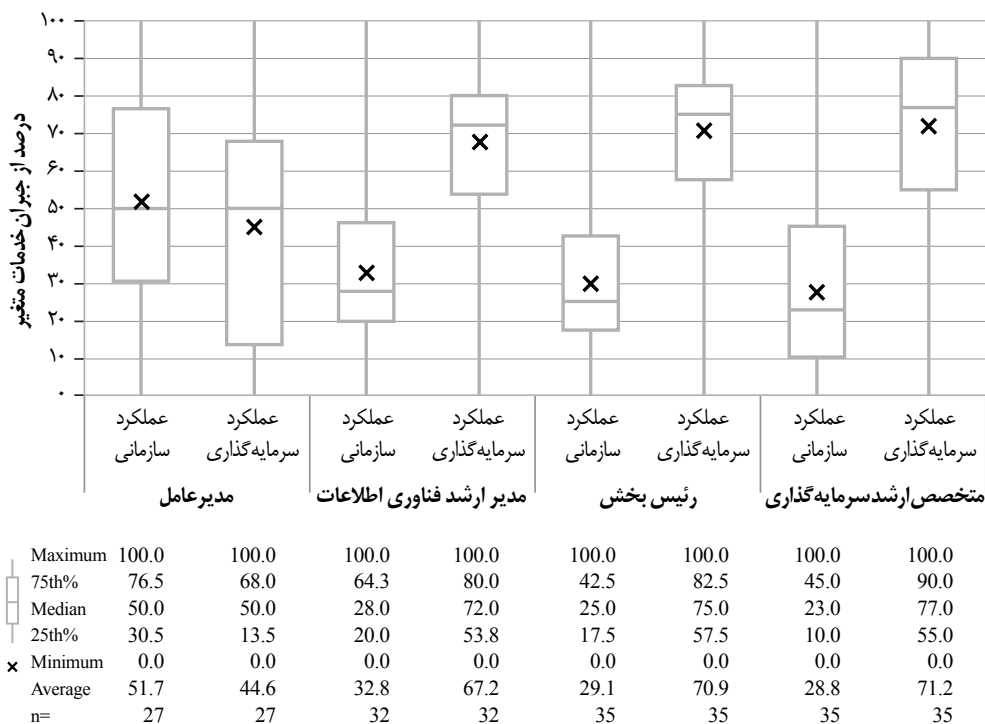
شکل ۱۵-۶ نشان می‌دهد که درخصوص [پرداختی‌های وعده‌داده‌شده در ازای] عملکرد مطلوب تعیین‌شده برای سمت‌های مدیرعامل، مدیر ارشد فناوری اطلاعات، رئیس بخش و متخصص ارشد سرمایه‌گذاری، دو بخش حقوق و دستمزد پایه و متغیر چگونه ترکیب شده‌اند. میانگین و میانه نزدیک به ۴۰-۶۰ بود. اما واریانس شدیدی نیز وجود دارد: برخی صندوق‌ها به مفهوم پرداخت‌درازای عملکرد اهمیت بسیار بیش‌تری می‌دهند و میزان حقوق پایه را نسبتاً کم و میزان حقوق متغیر را بالا تعیین می‌کنند. در آن سرطیف، تعداد کمی از صندوق‌ها به طور کلی هیچ پرداختی متغیری ندارند.

شکل ۱۵-۶. ترکیب جبران خدمات پایه/ متغیر کارکنان در عملکرد هدف



کل ۷-۱۵ نشان می‌دهد که در جبران خدمات صندوق‌ها، دو بخش عملکرد سازمانی/ فردی و عملکرد سرمایه‌گذاری چگونه ترکیب شده‌اند. توجه داشته باشید که این ترکیب برای سمت مدیرعامل ۵۰-۵۰ است، درحالی که برای سه سمت دیگر حدود ۷۵-۲۵ است. باز هم توجه داشته باشید که در این مورد خاص، میان پاسخگویان اجماع کمی وجود داشت. واریانس شدیدی نیز در رویه‌های عملی وجود دارد.

شکل ۷-۱۵. ترکیب جبران خدمات متغیر مربوط به عملکرد سازمانی/ فردی و عملکرد سرمایه‌گذاری در عملکرد هدف



جدول ۱۵-۳ نشان داده است که سقف پرداخت‌های متغیر مربوط به اهداف تعیین شده برای عملکرد سازمانی/ فردی چقدر است. این سقف (حداکثر) به عنوان ضریبی از پرداخت متغیر هدف بیان شده است؛ [یعنی نشان می‌دهد که اگر جبران خدمات هدف ۱۰۰ دلار به ازای ۱۰۰ واحد عملکرد باشد، سقف مجاز پرداخت به کارکنان چندبرابر آن ۱۰۰ دلار است]. جدول ۱۵-۴ نیز نشان داده است که سقف پرداخت‌های متغیر مربوط به اهداف تعیین شده برای عملکرد سرمایه‌گذاری چقدر است. این میزان نیز به عنوان ضریبی از پرداخت متغیر هدف بیان شده است. این جدول‌ها نشان می‌دهند که در میان صندوق‌های مورد مطالعه، برای برخی صندوق‌ها پرداخت متغیر هدف به حداکثر رسیده بود (یک‌برابر هدف/ ۱۰۰ درصد هدف)، در حالی که برای برخی دیگر از صندوق‌ها، به‌ویژه در خصوص عملکرد سرمایه‌گذاری، بیش از این میزان بود (یعنی دوبرابر هدف/ ۲۰۰ درصد هدف).

جدول ۱۵-۳. سقف جبران خدمات متغیر برای عملکرد سازمانی و فردی

ضریب	مدیرعامل	مدیر ارشد فناوری اطلاعات	رئیس بخش	متخصص ارشد سرمایه‌گذاری
یک‌برابر	۷	۱۰	۱۰	۱۰
بین یک و دوبرابر	۱۵	۱۹	۱۹	۱۹
بیش از دوبرابر	۱	۲	۲	۲

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

جدول ۱۵-۴. سقف جبران خدمات متغیر برای عملکرد سرمایه‌گذاری

ضریب	مدیرعامل	مدیر ارشد فناوری اطلاعات	رئیس بخش	متخصص ارشد سرمایه‌گذاری
یک‌برابر				
بین یک و دوبرابر				
بیش از دوبرابر	۲	۵	۵	۵

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

در جدول ۱۵-۵، تعداد سال‌های استفاده‌شده برای محاسبه عملکرد سرمایه‌گذاری و جبران خدمات متغیر مربوط به آن آمده است. رقم میانه ۳ سال است. اگر از چند دوره زمانی استفاده شده، میانگین آن‌ها در نظر گرفته شده است. بسیاری از صندوق‌ها از چند دوره استفاده کرده بودند. اکثریت صندوق‌ها (۲۷ از ۳۷) برای شناساندن فلسفه جبران خدمات خود و پیامدهای آن به ذی‌نفعان، راهبردی پیش‌کنشگر دارند.

جدول ۱۵-۵. سال‌های محاسبه جبران خدمات متغیر

تعداد صندوق‌ها	تعداد سال‌ها
۲	۱
۶	۲
۱۵	۳
۸	۴
۳	۵

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

رویه‌های محک‌زنی عملکرد سرمایه‌گذاری

از صندوق‌های مورد مطالعه پرسیده شد که چگونه عملکرد سرمایه‌گذاری خود را محک می‌زنند؟ از آن‌ها خواسته شد که با وزن‌دهی به این سه معیار، معیار مقایسه‌ای را که بیش‌تر به کار می‌برند، روشن کنند: سرمایه‌گذاری مبتنی بر بازار^۱، بازده مطلق تعیین‌شده^۲ و گروه همتای ازپیش‌تعیین‌شده^۳. این پرسش برحسب موقعیت سازمانی، به طور جداگانه از مدیرعامل، مدیر ارشد فناوری اطلاعات، رئیس بخش و متخصص ارشد سرمایه‌گذاری پرسیده شد. پاسخ‌ها در جدول‌های ۱۵-۶، ۱۵-۷ و ۱۵-۸ آمده‌اند.

جدول ۱۵-۶. محک‌زنی عملکرد سرمایه‌گذاری - مبتنی بر بازار

تعداد صندوق‌ها	مدیرعامل	مدیر ارشد فناوری اطلاعات	رئیس بخش	متخصص ارشد سرمایه‌گذاری
بین ۸۱ تا ۱۰۰ درصد	۱۱	۱۶	۱۷	۱۷
بین ۶۱ تا ۸۰ درصد	۳	۴	۴	۴
بین ۴۱ تا ۶۰ درصد	۲	۳	۳	۵
بین ۲۱ تا ۴۰ درصد	۰	۰	۰	۰
بین ۰ تا ۲۰ درصد	۶	۳	۳	۴

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

1. investible market-based portfolio
2. target absolute return
3. pre-defined peer group

جدول ۱۵-۷. محک‌زنی عملکرد سرمایه‌گذاری - هدف مطلق

تعداد صندوق‌ها	مدیرعامل	مدیر ارشد فناوری اطلاعات	رئیس بخش	متخصص ارشد سرمایه‌گذاری
بین ۸۱ تا ۱۰۰ درصد	۴	۳	۳	۳
بین ۶۱ تا ۸۰ درصد	۰	۰	۱	۱
بین ۴۱ تا ۶۰ درصد	۳	۴	۵	۵
بین ۲۱ تا ۴۰ درصد	۲	۴	۴	۴
بین ۰ تا ۲۰ درصد	۱۱	۱۴	۱۳	۱۳

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

جدول ۱۵-۸. محک‌زنی عملکرد سرمایه‌گذاری - گروه هم‌تا

تعداد صندوق‌ها	مدیرعامل	مدیر ارشد فناوری اطلاعات	رئیس بخش	متخصص ارشد سرمایه‌گذاری
بین ۸۱ تا ۱۰۰ درصد	۳	۳	۲	۲
بین ۶۱ تا ۸۰ درصد	۰	۰	۰	۰
بین ۴۱ تا ۶۰ درصد	۱	۲	۳	۳
بین ۲۱ تا ۴۰ درصد	۱	۱	۲	۲
بین ۰ تا ۲۰ درصد	۹	۱۲	۱۲	۱۲

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

معیار مبتنی بر بازار بیش‌ترین امتیاز را از سوی صندوق‌ها دریافت کرد. با این حال، تعداد اندکی از صندوق‌ها وزن بالایی به دو معیار دیگر داده‌اند. از پاسخگویان درخواست شد که عملکرد سرمایه‌گذاری را پس از کسر هزینه‌ها و فرایندهای تعدیل‌ریسک محاسبه کنند و عملکرد خالص سرمایه‌گذاری را به دست آورند. اکثر آن‌ها (۳۲ از ۳۷ صندوق) عملکرد خالص (هزینه‌دررفته) سرمایه‌گذاری را محاسبه کردند (البته می‌شد پرسش‌های بیش‌تری نیز درباره ترکیب هزینه‌ها پرسید). با این حال، چون تنها ۸ صندوق از ۳۷ صندوق تعدیل‌ریسک را انجام می‌دادند، پرسش در این باره موضوعیت نداشت.

چهار بینش حاصل از یافته‌ها

۱- **مشارکت صندوق‌ها در پیمایش:** بسیار خشنود و شگفت‌زده بودم از این که درخواست مشارکت در این پیمایش با پاسخ‌های مثبت زیادی مواجه شد. ۳۷ صندوق که روی هم رفته ۲۰۲ تریلیون دلار دارایی را مدیریت می‌کنند، پایگاه دادهٔ بسیاری بزرگی هستند. مشارکت بالا حاکی از آن بود که در جهان، راهبردهای عقلانی صندوق‌های بازنشستگی اهمیت فزاینده‌ای به جبران خدمات رقابتی می‌دهد.

۲- **تخصیص سرمایه‌گذاری و ساختارهای آن:** این پیمایش نشان داد که صندوق‌ها برای تحقق مأموریت‌های خویش از ساختارها و تخصیص‌های گوناگونی استفاده می‌کنند (مانند بازارهای خصوصی در مقابل بازارهای عمومی، فعال در مقابل منفعل و درون‌سپاری در مقابل برون‌سپاری). این انتخاب‌ها در جای خود، بر اندازهٔ سازمان تأثیر می‌گذارند (یعنی از تعداد انگشت‌شمار کارکنان مربوط به سرمایه‌گذاری گرفته تا بیش از ۸۰۰ کارکن). این تنوع، پرسش‌های مهمی را پیش می‌کشد. علت این تفاوت، تاریخ و فرهنگ است؟ محدودیت‌های بیرونی تحمیل شده است؟ یا به کارگیری الگوی عقلانی کسب‌وکار^۱ است؟ یا ترکیبی از تمامی این‌ها؟

۳- **میزان جبران خدمات و ساختارهای آن:** شاید شگفت‌آور نباشد که هم در کل سازمان‌ها و هم در سطح پنج سازمان برتر، هم در خصوص تخصیص سرمایه و ساختارهای آن و هم در خصوص جبران خدمات و ساختارهای آن، تنوع و واریانس مشابهی وجود داشت. اما می‌توان این برداشت را هم داشت که بین این ۳۷ صندوق، بیش از تفاوت، شباهت وجود دارد. ما برآورد کردیم که از بین میانگین‌های بالای جبران خدمات در صندوق‌ها، رقم میانهٔ پنج پرداختی اول (۴۶۱ هزار دلار) حدود ۱۰ درصد مشابه خود در نهادهای مالی تجاری است. برای نمونه، این رقم برای یکی از بزرگ‌ترین نهادهای مالی تجاری کانادا با دارایی ۷۲۶ میلیارد دلاری و ۷۲ هزار کارکن، ۶۰۱ میلیون دلار است. به طور مشابه، درحالی که نسبت جبران خدمات پایه به جبران خدمات متغیر در پنج سازمان برتر حدود ۶۰ به ۴۰ است، این نسبت در نهادهای مالی تجاری ۱۰ به ۹۰ است. دست آخر این که نرخ جبران خدمات پنج سازمان برتر به کل سازمان‌ها (جز آن پنج سازمان) ۳۸ برابر بود، درحالی که این رقم در نهادهای مالی تجاری ۵۰ برابر است.

۴- **محک‌زنی:** صندوق‌ها بیش‌تر ترجیح می‌دادند از محک‌زنی مبتنی بر بازار استفاده کنند. این نشان‌دهندهٔ موضع‌گیری آن‌هاست که برای ارزیابی ارزش افزودهٔ سرمایه‌گذاری بلندمدت، بهترین

مرجع محک‌زنی، یک سبد سرمایه مرجع^۱ کم‌هزینه است. بسیاری از پاسخگویان، دوره‌های مطلوب ارزیابی را ۱۰ تا ۲۰ ساله می‌دانستند، اما می‌گفتند در عمل این دوره طولانی‌تر از ۳ تا ۴ سال نمی‌شود. با این حال، تعداد کم اما مهمی از پاسخگویان، باور دارند که اگر برای دارندگان مسئولیت ریسک دارایی‌ها، دستیابی به بازده مشخصی در بلندمدت اهمیت داشته باشد، بازده مطلق تعیین‌شده نیز معیار خوبی برای محک‌زنی است. این دوگانگی احتمالی در اهداف سرمایه‌گذاری پرسش‌های مهمی راجع به چگونگی تعریف، سنجش، و مدیریت ریسک پیش می‌کشد. گفتنی است که فقط ۸ سازمان از ۳۷ سازمان، اخیراً در محاسبه عملکرد سرمایه‌گذاری خود به بازده تعدیل‌شده بر اساس ریسک^۲ پرداخته‌اند.

یک پرسش نهایی و مهم باقی می‌ماند: علل تفاوت قابل توجه در میزان جبران خدمات چیست؟ به یاد داشته باشید که تا کنون یکی از علل را کشف کرده‌ایم: وجود محدودیت‌های بیرونی تحمیل‌شده بر سقف حداکثری جبران خدمات. می‌توانیم علل دیگر را شناسایی کنیم؟

جست‌وجوی علل جبران خدمات بالا

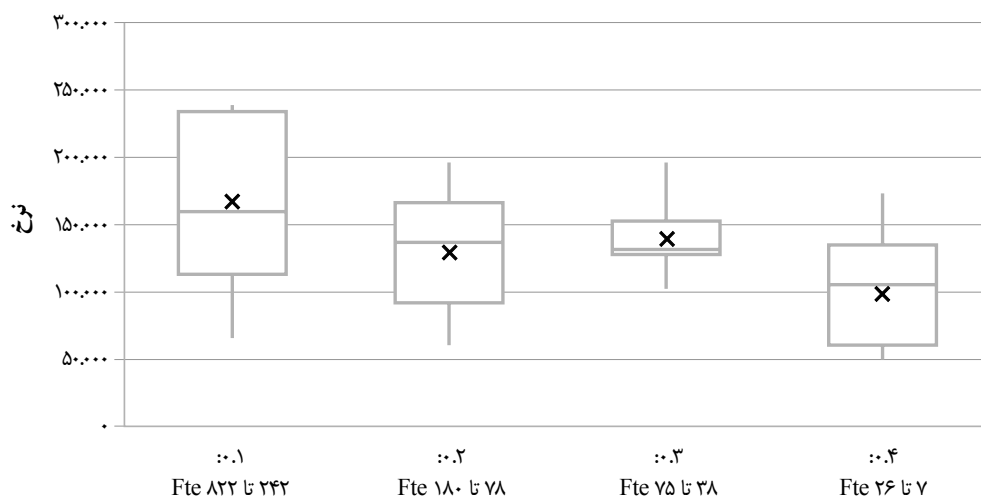
پژوهش‌های پیشین سرنخ‌هایی به ما می‌دهند. برای نمونه، پژوهش پرستناد پروفیسورها دایک و پومورسکی^۳ با عنوان «بزرگ‌تر بهتر است؟ اندازه و عملکرد در مدیریت طرح بازنشتی» کشف کرده است که از لحاظ آماری، یکی از منابع فزونی بازده صندوق، به کارگیری راهبردهای بزرگ‌مقیاس سرمایه‌گذاری در بازارهای خصوصی به دست گروه‌های سرمایه‌گذاری درون سازمانی صندوق است.^[۶۳] علت اصلی، کاهش شدید هزینه‌های سرمایه‌گذاری بود (یعنی عدم الزام به پرداخت حق‌الزحمه‌های مدیریتی سرمایه‌گذاری برون‌سازمانی). با این حال، ماهیت تخصصی این شیوه‌های سرمایه‌گذاری، حاکی از آن است که جذب و نگهداشت مدیران و متخصصان مستعد در درون صندوق، مستلزم میزان نسبتاً بالای جبران خدمات است. یعنی احتمالاً میانگین جبران خدمات در صندوق‌های دارای تعداد بالای کارکنان مرتبط با سرمایه‌گذاری (بر اساس معادل تمام‌وقتی FTE)، بالاتر باشد.

شکل‌های ۱۵-۸ و ۱۵-۹ نشان می‌دهند که اندازه سازمان‌ها بر اساس شاخص معادل تمام‌وقتی کارکنان، یکی از عوامل مؤثر بر جبران خدمات است، به‌ویژه برای پنج سازمان برتر. برای نمونه، برای چارک

1. reference portfolio
2. risk-adjust return
3. Dyck and Pomorski

نخست کل سازمان‌ها (جز پنج سازمان برتر؛ چارک‌ها بر اساس تعداد کارکنان)، رقم میانه کل جبران خدمات، ۱۵۹ هزار دلار است، درحالی که برای چارک چهارم ۱۰۵ هزار دلار است. به طور مشابه، برای چارک نخست پنج سازمان برتر (چارک‌ها بر اساس تعداد کارکنان)، رقم میانه کل جبران خدمات، ۸۶۴ هزار دلار و در مقابل برای چارک چهارم ۳۷۵ هزار دلار است. این یافته‌ها با این واقعیت سازگار است که صندوق‌های دارای شاغلان زیاد، بخش‌های مهمی از عملکردهای مدیریت دارایی خویش را (به‌ویژه در حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی) درون سپاری کرده‌اند و میزان جبران خدمات برای شاغلان متخصص این حوزه بالاست.

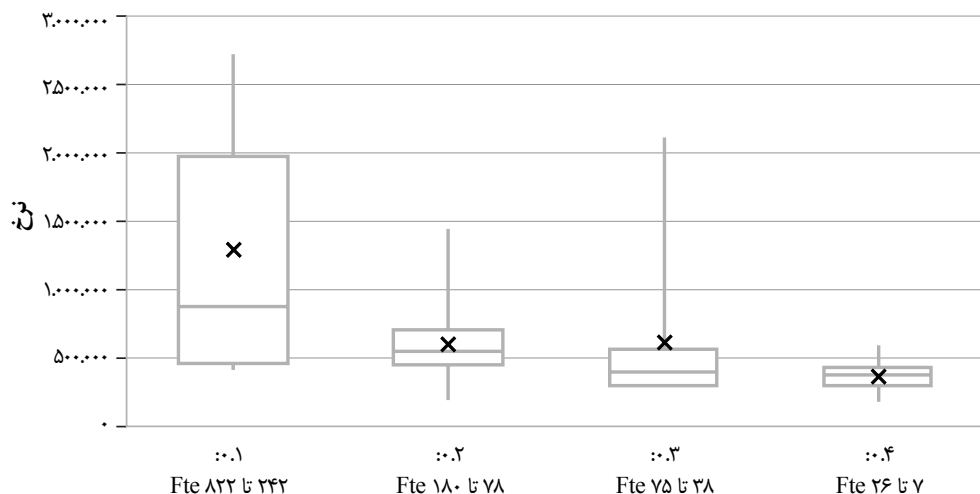
شکل ۱۵-۸. میانگین جبران خدمات برحسب تعداد کارکنان-کل صندوق‌ها (جز پنج سازمان برتر)



میانگین جبران خدمات هر فرد (جز پنج سازمان برتر)

Maximum	239.603	196.486	271.099	173.625
75th%	235.067	167.542	152.613	137.018
Median	159.317	137.141	131.205	105.259
25th%	113.547	93.031	128.301	60.776
Minimum	65.352	60.171	102.901	49.580
Average	164.433	130.217	149.004	105.834
n=	8	10	9	10

شکل ۱۵-۹. میانگین جبران خدمات بر حسب تعداد کارکنان - پنج سازمان برتر



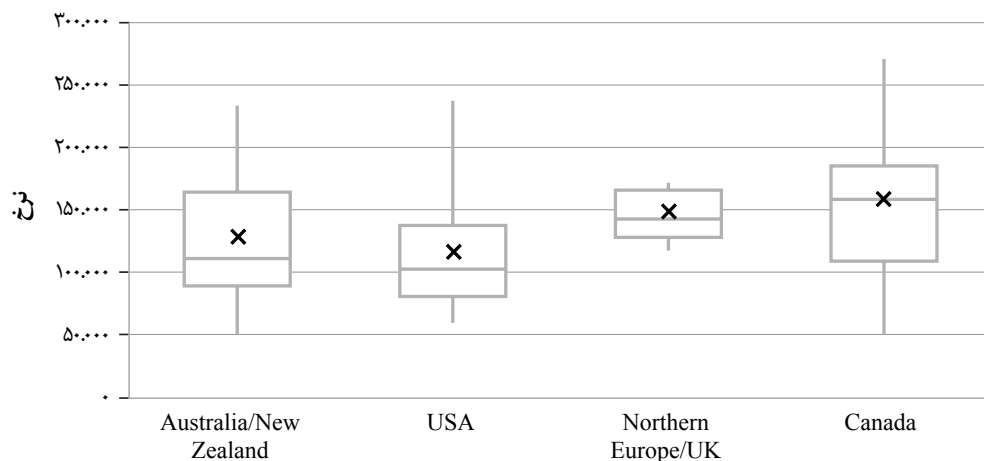
میانگین جبران خدمات در پنج سازمان برتر

Maximum	2.717.820	1.447.488	2.110.920	590.135
75th%	1.971.508	698.056	563.314	428.258
Median	864.450	544.220	392.568	375.420
25th%	452.782	443.978	296.320	299.011
Minimum	425.034	188.625	291.036	177.000
Average	1.237.698	607.830	608.561	374.863
n=	8	10	9	10

منبع: KPA Advisory Services.

آشکار است که صندوق‌های بزرگ مقیاس کانادا پیشرفته‌ترین راهبردها را در درونی‌سازی سرمایه‌گذاری در بازارهای خصوصی دارند. ما انتظار داریم بازتاب این امر را در توزیع جغرافیایی سطوح جبران خدمات ببینیم. شکل‌های ۱۵-۱۰ و ۱۵-۱۱ نشان می‌دهند که انتظار ما برآورده شده است، به‌ویژه در بخش فوقانی دامنه جبران خدمات. از چهار بخش محاسبه‌شده میانگین کل جبران خدمات (جز پنج سازمان برتر)، بخش مربوط به درصد هفتادوپنجم صندوق‌های کانادا (۱۸۵ هزار دلار) در میان چهار منطقه رتبه اول را دارد. اگر پنج سازمان برتر را نیز در نظر بگیریم (شکل ۱۵-۱۱)، بخش مربوط به درصد هفتادوپنجم صندوق‌های کانادا (۱.۹۵ میلیون دلار) باز هم رتبه اول را دارد.

شکل ۱۵-۱۰. میانگین جبران خدمات بر حسب منطقه - کل صندوق‌ها (به جز پنج سازمان برتر)

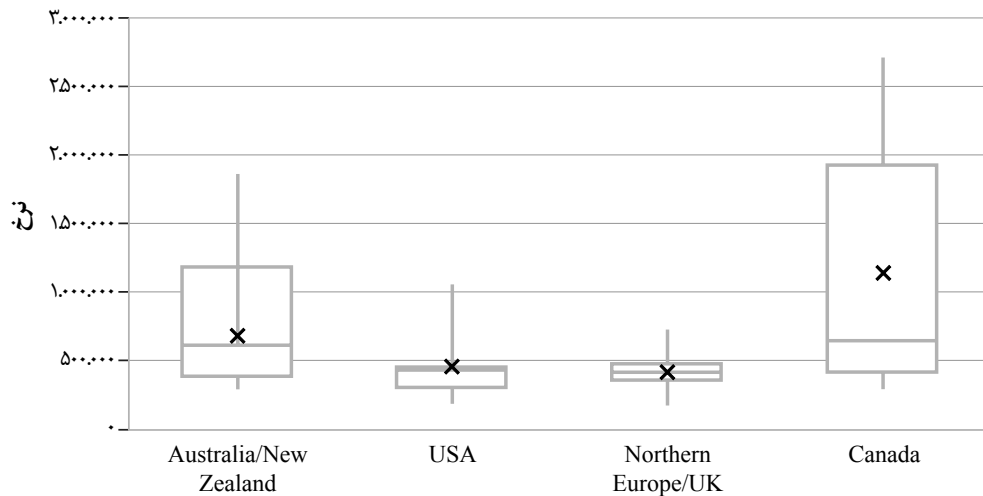


میانگین جبران خدمات هر فرد (جز پنج سازمان برتر)

Maximum	234.238	237.553	170.925	271.099
75th%	163.648	137.018	165.832	185.034
Median	110.635	103.788	141.909	158.481
25th%	88.973	80.959	127.748	109.625
Minimum	49.580	60.171	117.054	51.377
Average	123.878	117.615	144.252	157.193
n=	9	10	8	10

منبع: KPA Advisory Services.

شکل ۱۵-۱۱. میانگین جبران خدمات برحسب منطقه - پنج سازمان برتر



میانگین جبران خدمات در پنج سازمان برتر

Maximum	1.872.901	1.060.000	729.907	2.717.820
75th%	614.160	454.824	476.075	1.945.062
Median	507.541	430.458	415.431	646.062
25th%	388.968	314.487	367.185	412.233
Minimum	291.937	188.625	177.000	289.496
Average	644.650	466.265	423.641	289.498
n=	9	10	8	10

منبع: KPA Advisory Services.

پنج نظر پایانی

۱- **تخصیص/ ساختار سرمایه‌گذاری:** یکی از مهم‌ترین عوامل، همین عامل است. درون‌سپاری فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (به‌ویژه در بازارهای خصوصی) تعداد کارکنان دارای جبران خدمات بالا را افزایش می‌دهد. به علت همین شرایط بود که شاهد پدیده «اثر کانادا» بودیم. مقاله دایک و پومورسکی که به‌صرفگی گزینه‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کرده، دریافته است که ارزش افزوده خالص تا حد زیادی به کاستن از هزینه‌های حق‌الزحمه مدیریت برون‌سازمانی سرمایه‌گذاری‌ها برمی‌گردد. این مسئله‌ای راهبردی است که مدیران ارشد و هیئت‌مدیره تمامی صندوق‌های بزرگ باید به آن توجه داشته باشند.

۲- **میزان جبران خدمات:** جبران خدمات مدیران ارشد و متخصصان سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی جهان نسبت به سطح عمومی دستمزدها بالاست، اما با استثنایی: نسبت به میزان جبران خدمات مشاغل مشابه در صنعت خدمات مالی-تجاری پایین است. این امر در برخی موارد به دلیل تنظیم‌های بیرونی است که جبران خدمات صندوق را محدود می‌کند. باید با احتیاط به بازنگری این محدودیت‌ها پرداخت. از سوی دیگر، روشن نیست که صندوق‌های بازنشستگی برای جذب استعدادها، به رقابت مستقیم با صنایع تجاری-مالی نیاز داشته باشند. همچنین بخش خدمات عمومی نیز درخواست جذب بخشی از افراد بااستعداد را دارد که سرمایه‌گذاری پس‌اندازهای بازنشستگی را به شیوه‌ای مولد انجام دهند.

۳- **ساختار جبران خدمات:** در بیش‌تر صندوق‌ها دو بخش پایه و متغیر جبران خدمات به نسبت پنجاه‌پنجاه ترکیب شده بود. در بیش‌تر صندوق‌ها دو بخش جبران خدمات متغیر، یعنی بخش وابسته به عملکرد سرمایه‌گذاری و بخش وابسته به عملکرد فردی/ سازمانی، نیز ترکیب متوازی داشت و به نظر معقول می‌رسید. در این خصوص، تدوین درست شاخص‌های کلیدی عملکرد (KPIs)^۱ در مورد اهداف فردی و سازمانی و [تلاش برای] دستیابی به [سطح مطلوب] آن شاخص‌ها، همواره یکی از عوامل اصلی تأثیرگذار بر عملکرد بلندمدت سازمان خواهد بود و باید اهمیت آن درک شود.

۴- **محک‌زنی سرمایه‌گذاری:** این پیمایش نشان داد که اغلب صندوق‌ها محک‌زنی را بیش‌تر به سوی معیار مربوط به بازار هدایت می‌کنند تا معیار بازده مطلق تعیین‌شده. مزیت آشکار رویکرد مربوط به بازار در این است که حتی اگر بازارهای مالی در فاز کم‌بازدهی باشند نیز، پاداش‌دهی

1. key performance indicators (KPIs)

[به مدیران بابت] خلق بازده مازاد تداوم دارد. دیدگاه مخالف این است که درحالی که شهروندان متوسط یا مشارکت‌کنندگان در طرح بازنشستگی، دوران اقتصادی دشواری را طی می‌کنند، نباید به مدیران صندوق‌ها پاداش‌های سخاوتمندانه داد. از دید ما، هر دو دیدگاه درست‌اند. مسئله انتخاب این یا آن رویکرد محک‌زنی نیست، مسئله این است که باید به کدام‌یک وزن بیش‌تری داد. دیدیم که متخصصان صندوق‌ها به رویکرد مربوط به بازار وزن بیش‌تری دادند. به هر حال، ما باور داریم که مشخص بودن رویکرد صندوق در خصوص این که آیا باید در پی خلق بازده بیش از میزان ازپیش تعیین شده باشد یا خیر، به ذی‌نفعان صندوق پیامی مبنی بر «انسجام» [و عدم تزلزل تصمیم‌های مدیریتی] می‌رساند.

۵- **جبران خدمات و مدیریت ریسک:** بحران مالی جهانی موجب شد نهادهای مالی به بازآزمایی رابطه میان جبران خدمات انگیزشی و ریسک‌پذیری بپردازند. در برخی موارد، شامل بخش بازنشستگی، این امر منجر شد که عملکرد مدیریت ریسک دوباره ساختاردهی شود و از این امر اطمینان حاصل گردد که ساختار جبران خدمات انگیزشی نباید به ریسک‌پذیری اضافی منجر شود. این امر در جای خود مستلزم ایجاد پروتکل تعدیل ریسک است که تعداد نسبتاً اندکی از صندوق‌های مورد مطالعه به آن پرداخته‌اند. مثل همیشه، این طراحی اموری مانند پروتکل‌هاست که پیامدهای [نامطلوب] ناشی از ریسک را از پیامدهای [مطلوب] ناشی از مهارت جدا می‌کند. یافته‌های این پیمایش تأیید می‌کند که در حیطه مدیریت صندوق‌های بازنشستگی، هنوز چنین اقداماتی شناخته‌شده نیستند. پروتکل‌های تعدیل ریسک کمک می‌کنند که در شرح بازده محقق شده و [تصمیم‌گیری راجع به] جبران خدمات مبتنی بر عملکرد، بتوانیم ترکیب مهارت/ریسک را تفکیک کنیم [و نقش هریک را تشخیص دهیم]. برای تهیه و اجرای این پروتکل‌ها به تلاش بسیاری نیاز است. خلاصه این که در دنیای بازنشستگی، سیاست جبران خدمات سرمایه‌گذاری [پروژه‌ای ناتمام و] درحال پیشرفت است.

فصل شانزدهم

باورهای سرمایه گذاری و طراحی سازمانی

آیا باورهای سرمایه گذاری با سازمان شما همسویی دارد؟

«رسانه پیام است.»

مارشال مک‌لوهان^۱

گفت‌وگویی جدید

پرسشی که در عنوان این فصل مطرح شد، اخیراً موضوع گفت‌وگویی بود که در آن تعداد زیادی از اعضای یک سازمان بازنشستگی اروپایی حضور داشتند. نتایج این گفت‌وگو آن قدر ارزشمند بود که موضوع فصلی از این کتاب باشد.

این گفت‌وگو با یک هدف مشخص آغاز شد: فراهم کردن امنیت مالی کافی برای مشارکت‌کنندگان در طرح در دورهٔ پسااشتغال. از همین موضوع به موضوع چالش شکل‌دهی به باورهای سرمایه‌گذاری به شیوه‌ای سودمند و عملی رسیدیم؛ به بیان دیگر، به روشی که بین باورها، اهداف، سیاست‌ها، و ساختار سرمایه‌گذاری سازمان رابطه‌ای منطقی ایجاد کند. سپس متوجه کارکنان شدیم. برای هیئت‌مدیره، مدیران و متخصصان سازمان چه مسئولیت‌هایی مناسب است؟ برای اجرایی کردن طرح‌ها به چه نوع افرادی نیازمندیم؟ و برای جذب و نگهداشت چنین نیروهایی نیاز به چه ساختارهای انگیزشی‌ای داریم؟ به ترتیب به این پرسش‌ها می‌پردازیم.

1. Marshall McLuhan

باورهای سرمایه‌گذاری

آیا هیئت‌مدیره سازمان‌های بازنشستگی دارای باورهای سرمایه‌گذاری‌ای هستند که به طور شفاف بیان شده باشد؟ البته که چنین است. اعضای این هیئت نمی‌توانند از عهده وظایف امانی خویش بر آیند و همسو با منافع ذی‌نفعان خود عمل کنند، مگر این که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنان بر اساس باورهایی مناسب هدایت شود که به طور شفاف بیان شده‌اند. جست‌وجو را از کجا آغاز کنیم؟ من برای بحث سه آغازگاه را پیشنهاد می‌دهم:

۱- **قیاس «مسابقه زیبایی» کینز:** کینز در فصل دوازدهم کتاب نظریه جامع اشتغال باورهای سرمایه‌گذاری خود را مطرح می‌کند. او بین بازی‌های تجاری که انبوهی از سرمایه‌گذاران نهادی^۱ درگیر آن‌اند و تلاش برای خلق ثروت که اندکی از سرمایه‌گذاران نهادی درگیر آن‌اند، تمایز قائل می‌شود.^[۶۴] امروزه مسئله ما این است که در ۷۵ سال گذشته چه تغییراتی رخ داده است؟ اگر تغییر زیادی رخ نداده، علتش چه بوده است؟

۲- **اصل «دو هدف دو ابزار» تینبرگن:** او برای اثبات این اصل جایزه نوبل اقتصاد را در سال ۱۹۶۹ دریافت کرد که اهداف اقتصادی برای این که قابل تحقق باشند، باید تعدادشان با تعداد ابزارهای طراحی شده به منظور تحقق آن اهداف همخوان باشد.^[۶۵] به طوری که برای نمونه، دستیابی به دو هدف سرمایه‌گذاری (مثل بازده‌جویی^۲ و تضمین تعهدات^۳) مستلزم دو ابزار جداگانه است. در ادامه بیش‌تر شرح خواهیم داد.

۳- **قضیه تفکیک توپین و شارپ^۴:** این دو دانشمند در سال‌های ۱۹۸۱ و ۱۹۹۰ بری کار خود راجع به نظریه سرمایه‌گذاری، جایزه نوبل دریافت کردند. نظریه آن‌ها شامل قضیه تفکیک و خط بازار سرمایه^۵ است.^[۶۶] اثر آن‌ها، درخصوص ترکیب سبد دارایی، تمایز آشکاری میان بازده‌جویی و تضمین تعهدات قائل می‌شود و وزن مطلوب هریک را تعیین می‌کند.

اگر هیئت‌مدیره صندوق بازنشستگی باورهای کینز، تینبرگن، توپین و شارپ را بپذیرند، چه پیامدهای عملی‌ای در راه خواهد بود؟ این باورها چه تأثیری بر تدوین اهداف، سیاست‌ها، و طراحی سرمایه‌گذاری سازمان خواهند داشت؟

1. institutional investor
2. return-seeking
3. liability hedging
4. Tobin/Sharpe's Separation Theorem
5. capital market line

دو هدف... دو ابزار

سرمایه‌گذاران عقلایی بازده‌جو، وجوه نقدی^۱ را به قیمتی خریداری می‌کنند که بازده مورد انتظار، فراتر از گزینه‌های بدون ریسک، شامل صرف‌ریسک^۲ لازم نیز باشد. به پیروی از کینز، اگر هدف سرمایه‌گذاری خلق ثروت/ حفظ ثروت در بلندمدت است، آنچه بیش‌ترین اهمیت را دارد، بازده اولیه^۳ سرمایه‌گذاری^۴ (یعنی شاخص اولیه نسبت درآمد به قیمت^۴) و رشد مورد انتظار (رشد واقعی بیش از تورم) و ثبات این جریان درآمد در طی زمان است. هرچه افق سرمایه‌گذاری طولانی‌تر باشد، چگونگی قیمت‌گذاری آن وجوه نقدی توسط بازار (در هر زمانی) کم‌تر تغییر می‌کند. به بیان دیگر، فقط سرمایه‌گذاران مسابقه‌زیبایی به تغییرات کوتاه‌مدت قیمت‌های بازار اوراق بهادار اهمیت می‌دهند. سرمایه‌گذاران دارای افق دید بلندمدت، هدف متفاوتی دارند: اطمینان حاصل کردن از این که تقاضاهای اقتصادی (مانند تأمین مالی سال‌های پسااشتغال) در ۱۵، ۲۵، ۳۵ و ۴۵ سال آینده برآورده می‌شود. سود و زیان‌های کوتاه‌مدت دیگر اهمیتی ندارد. این خلق جریان نقدی بلندمدت و پایدار (هزینه دررفته)^۵ است که اهمیت دارد.

این‌ها یعنی کوتاه‌مدت هیچ اهمیتی ندارد؟ البته که خیر. امروزه مستمری‌بگیران می‌خواهند مستمری آنان در انتهای این ماه و ماه‌های بعدی پرداخت شود. یک هدف بسیار متفاوت برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی نیز این است که بتوان درخواست‌های مستمری ماهانه را برآورده کرد. بنابراین صندوق‌های بازنشستگی نباید فقط دارای هدف بازده‌جویی بلندمدت باشند، بلکه تضمین پرداخت‌های کوتاه‌مدت نیز اهمیت دارد.

در این جا پرسشی درخور توجه پیش می‌آید: اندازه مناسب سبد دارایی‌ای که مبتنی بر بازده‌جویی بلندمدت و تضمین پرداخت‌های کوتاه‌مدت است، در هر مقطع زمانی، چقدر باید باشد؟ پاسخ مناسب به دو چیز بستگی دارد:

- ۱- مطالبات هریک از بیمه‌شدگان/ اعضای طرح برای یکی از این موارد: الف. اطمینان حاصل کردن از این که تقاضاهای اقتصادی (مانند تأمین مالی سال‌های پسااشتغال) در ۱۵، ۲۵، ۳۵ و ۴۵ سال آینده برآورده می‌شود و ب. الزام به امنیت پرداخت‌های سال‌های آینده؛ مثلاً ۱۰ تا ۲۰ سال آینده.

1. cash flows
2. risk premium
3. initial yield of the investment
4. income-to-price ratio
5. net of expenses

این دو نوع مطالبه مانعة‌الجمع نیستند. بسیاری از بیمه‌شدگان / اعضای طرح ممکن است مقداری از هریک را مطالبه کنند.

۲- قیمت‌گذاری سرمایه‌گذاری‌های معطوف به بازده‌جویی بلندمدت و سرمایه‌گذاری‌های معطوف به تضمین پرداخت‌های کوتاه‌مدت. برای نمونه، محاسبه‌ای ساده نشان می‌دهد که در سال ۲۰۰۰، به طور کلی قیمت سرمایه‌گذاری معطوف به بازده‌جویی بلندمدت، در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌های معطوف به تضمین پرداخت‌های کوتاه‌مدت بسیار بالا بود (۴ درصد بازده اوراق قرضه مصون از تورم^۱ در مقابل ۱ درصد بازده سهام در شاخص S&P 500). امروزه، قیمت این دو ابزار متعادل‌تر است (برای مثال ۰.۵ درصد بازده اوراق قرضه مصون از تورم در مقابل ۲ درصد بازده سهام به‌علاوه ۲ درصد دیگر بابت بازخرید خالص سهام^۲ در شاخص S&P 500).

در این‌جا پرسش مهم دیگری پیش می‌آید. بیمه‌شدگان / اعضای طرح درباره سبدهای دارایی معطوف به بازده‌جویی بلندمدت و معطوف به تضمین پرداخت‌های کوتاه‌مدت چه مطالبات قانونی‌ای دارند؟ بیمه‌شدگان / اعضای طرح از طریق دارا بودن واحدهایی از سبد معطوف به بازده‌جویی، در این سبد مشارکت می‌کنند. از لحاظ منطقی، در این‌جا هیچ پرداختی تضمین نمی‌شود. در مقابل، سبدهای دارایی معطوف به تضمین پرداخت‌ها، می‌تواند پرداخت تضمین‌شده ارائه کند. اما آن تضمین‌ها [نیز] به قیمت بازار در زمان خرید شدن آن‌ها خواهند بود. به طوری که برای نمونه، فرض کنید کسی در گذشته، زمانی که نرخ بهره بالاتر از اکنون بوده، در ازای یک دلار، به خرید یک پرداخت تضمین‌شده بیش‌تر در آینده اقدام کرده باشد؛ اکنون آن یک دلار کفایت نمی‌کند.

مدیریت سبد معطوف به بازده‌جویی

بر اساس اصل دو هدف-دو ابزار، هیئت‌مدیره صندوق باید درباره نظارت و هدایت اجرای راهبردهای مربوط به هریک از این دو ابزار چگونه بیندیشند؟ بگذارید با سبد معطوف به بازده‌جویی آغاز کنیم. یک معادله ساده بازده سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری صحیح درباره پرسش‌های اجرایی مهم را تسهیل خواهد کرد:

$$Y + G + \Delta CAP - E = \text{بازده سرمایه‌گذاری}$$

یعنی بازده سرمایه‌گذاری را می‌توان به چهار بخش تجزیه کرد: یک بازده درآمد^۳ اولیه (Y)، به‌علاوه

1. inflation-indexed bonds
2. net share repurchase
3. income yield

نرخ رشد درآمد (G)، به علاوه تغییرات مثبت / منفی (Δ) در نرخ سرمایه‌ای شدن درآمد^۱ (CAP)، منهای کل هزینه‌های سرمایه‌گذاری (E)، سرمایه‌گذاران دارای افق دید بلندمدت در اصل به G ، Y و E علاقه‌مند خواهند بود؛ در مقایسه با قیمت خرید، درآمد اولیه‌ام چقدر است (Y)؟ رشد جریان درآمدی‌ام طی این دوره چگونه است (G)؟ و مدیریت سرمایه‌گذاری برایم چقدر خرج برمی‌دارد (E)؟ آشکار است که Y و E شناخته شده‌اند، در حالی که G در بهترین حالت یک پیش‌بینی مستند یا در بدترین حالت (امید که بدتر از این نشود!) تیری در تاریکی است.

معادله بازده سرمایه‌گذاری موضوعی است که گفت‌وگو میان هیئت‌امنای صندوق و مدیران ارشد و متخصصان سرمایه‌گذاری را درباره تدوین راهبردهای سبد معطوف به بازده‌جویی و نظارت بر آن افزایش خواهد داد. برای نمونه:

- گفت‌وگوهای راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای عمومی و خصوصی را به یکدیگر پیوند می‌دهد (در هردو نوع بازار، اجزای مشابهی از بازده مهم‌اند، به طوری که هزینه‌های سرمایه‌گذاری خاصی دارند).
- برانگیزاننده گفت‌وگو درباره معنای مدیریت فعال در هردوی بازارهای عمومی و خصوصی است (برای نمونه، آیا مدیریت فعال در بازارهای عمومی به معنای سرمایه‌گذاری به سبک مسابقه زیبایی است؟ یا به این معنی است که سرمایه‌گذاران باعث درگیری فعال مدیران و هیئت‌مدیره شرکت‌ها در تدوین راهبردها، جبران خدمات مدیران، و سیاست توزیع سود سهام شوند؟)
- توجه را به اهمیت مدیریت هزینه‌های سرمایه‌گذاری معطوف می‌کند (برای نمونه، ممکن است بازده‌های بالا در بازارهای خصوصی با حق الزحمه‌ها و تعرفه‌های انتقالی بالا از دست برود یا به شدت کاهش یابد).
- بحث‌های مربوط به مدیریت ریسک را بر پرسش‌های درست متمرکز می‌کند (برای نمونه، ما در یک سبد بازده‌جویی همبسته^۲، چه میزانی از G و Y را کسب خواهیم کرد؟)
- ملاحظات مالی سنتی و ملاحظات مالی مربوط به سرمایه‌گذاری مبتنی بر محیط‌زیست-جامعه-حکمرانی (ESG) را یکپارچه می‌کند (برای نمونه، پایداری جریان بلندمدت درآمدی باید با ملاحظات زیست‌محیطی، اجتماعی و کیفیت حکمرانی انجام شود).

1. income capitalization rate

2. return-seeking portfolio correlated

اعضای هیئت‌مدیره و دیگر مدیران باید چارچوب مشابهی برای گفت‌وگو راجع به سبد معطوف به تضمین پرداخت‌ها ایجاد کنند.

مدیریت سبد معطوف به تضمین پرداخت‌ها

اکنون چارچوب بحث را تغییر می‌دهیم، مسئله ارزیابی بازده بلندمدت آینده را رها می‌کنیم و به مسئله تضمین منابع مالی کافی برای پرداخت تعهدات مالی تعلق‌یافته و در حال تعلق‌گیری می‌پردازیم؛ تعهداتی که سررسید آن‌ها طی ۱۰ تا ۲۰ سال آینده فرامی‌رسد (راهبردهای رسمی تضمین پرداخت بدون ریسک به طور غیرواقع‌گرایانه‌ای افقی فراتر از ۲۰ سال را در نظر می‌گیرند، به ویژه به قیمت‌های واقعی). باید به مسائل زیر درباره طراحی طرح‌های بازنشتگی رسیدگی شود:

- هدف جریان درآمدی پسااشتغال (یعنی جایگزینی ۶۰ درصدی آخرین حقوق، با کمک درآمدهای لایه نخست) و نیز شکل آن جریان درآمدی (یعنی اینکه به قیمت اسمی یا به قیمت تعدیل‌شده بر اساس تورم محاسبه شده باشد، و این که آیا بر اساس سن در ابتدا درآمد افزایش و سپس کاهش یابد؟)
 - طول جریان درآمدی پسااشتغال (یعنی این درآمدها در چه سنی آغاز می‌شود و چگونه بیمه طول عمر فراهم شده است؟)
 - فرایند تبدیل واحدهایی از سبد بازده‌جویی به مطالباتی از سبد پرداخت تضمین‌شده (یعنی اعضای هنوز بازنشته‌نشده طرح، چه زمانی و به چه میزان، از آن واحدها استفاده می‌کنند و در ازای آن، مطالبه پرداخت تضمین‌شده خواهند داشت؟)
 - اگر بهترین پاسخ (پاسخ مبتنی بر شواهد تجربی) به این پرسش‌ها، به تعیین گزینه‌های خودکار در طرح بازنشتگی کمک می‌کند، طراحی طرح، در مورد خواسته اعضا مبنی بر خروج از طرح و برنامه‌ریزی شخصی برای بازنشتگی خود چه پاسخی دارد؟
 - چقدر ممکن است تنظیمات گزینه‌های خودکار، شامل واکنش به تغییرات منحنی بازده اوراق قرضه و صرف‌ریسک باشد؟
 - در هر مرحله از سفر زندگی مالی اعضای طرح (از کارگر جوان به کارگر مسن و به کارگر بازنشته)، بهترین شیوه ارتباط با آنان چیست؟
- وظیفه اساسی گروه مدیریت‌کننده سبد پرداخت تضمین‌شده این است که در طی زمان، توان پرداخت

بدهی ترازنامه و پرداخت نقدی را حفظ کند. بنابراین آن‌ها باید بازارهای اوراق مشتقه و اوراق قرضه را در جهان پیرامون خویش بشناسند. این که کم‌ترین میزان ریسک‌پذیری چقدر است، پرسشی جذاب است. برای نمونه، آیا باید تمامی [اقلام] طرف دارایی ترازنامه، از نوع بدهی‌های دولتی^۱ مرغوب باشد؟ یا باید بر اساس تجزیه و تحلیل‌های متخصصان معتبر، امکان کسب بازده باقی باشد؟ این پرسش باید به دقت بررسی شود.

پیامدهای سازمانی

این گفت‌وگوها با هیئت‌مدیره، پیامدهای سازمانی‌ای دارد که برخی از آن‌ها آشکار و برخی کم‌تر آشکارند. آشکارترین پیامد، احتمالاً این است که سازمان بازنشستگی باید دو نوع عملکرد سرمایه‌گذاری داشته باشد؛ یکی متمرکز بر هدف بازده‌جویی بلندمدت و دیگری متمرکز بر تضمین پرداخت‌های کوتاه‌مدت. پیامد کم‌تر آشکار این پرسش است که این عملکردها را باید برون‌سپاری کرد یا درون‌سپاری کرد. اگر مسئله فقط مسئله‌ای اقتصادی و مربوط به به‌صرفگی هزینه‌ها باشد، احتمالاً پاسخ مشخص خواهد بود. این، دو دلیل منطقی دارد:

۱- در انتخاب عملکرد سرمایه‌گذاری می‌توان از قاعده صرفه به مقیاس، بهره بسیار برد. یعنی تجمیع بسیار زیاد دارایی‌ها، فرصت‌هایی برای سود بردن از مقیاس فراهم می‌کند که در صورت کم بودن دارایی‌های تجمیع‌شده فراهم نمی‌شد.

۲- با این حال، اگر سازمانی با دارایی‌های تجمیع‌شده زیاد، نتواند به جذب و نگهداشت استعدادهایی بپردازد که درون سازمان، هر دو نوع عملکرد یادشده را با تخصص خویش انجام دهند، فرصت‌های ناشی از مقیاس به هدر خواهند رفت. به طور کلی، دسترسی به متخصصان برون‌سازمانی نسبت به متخصصان درون‌سازمانی بسیار گران‌تر از آب درمی‌آید. مهم‌تر از این‌ها، برون‌سپاری مستلزم مدیریت سطح دیگری از معضلات است که با تبدیل شدن سازمانی بیرونی به نماینده سازمان ما پدید می‌آیند.

متأسفانه بسیاری از سازمان‌های بازنشستگی در این زمینه مشکل دارند. آن‌ها نمی‌توانند به منظور تبدیل شدن به سازمانی عالی در خدمات‌دهی بازنشستگی، به طور مستقیم به نیروهای متخصص مورد نیاز سازمان دسترسی داشته باشند. افراد دارای مهارت و تجربه زیاد در بازارهای سرمایه‌گذاری، دستمزد بالایی دارند و در بسیاری موارد برای سازمان بازنشستگی بسیار پرهزینه‌اند.

معمای هیئت‌مدیره

تمام این‌ها معمایی پیش‌روی هیئت‌مدیره سازمان‌های بازنشستگی می‌گذارد. همسوسازی باورهای سرمایه‌گذاری و طراحی سازمان وظیفه امانی پراهمیتی است. اما از یک سو، پرداخت بسته‌های گران‌قیمت جبران خدمات [به متخصصان سرمایه‌گذاری] در درون سازمان، هیئت را به این تردید می‌اندازد که وظیفه امانی خود را با پرداخت‌های بسیار بالا نقض کرده‌اند؛ به ویژه زمانی که بازده صندوق کم یا حتی منفی باشد. از سوی دیگر، اگر با برون‌سپاری به جای درون‌سپاری، دانسته مرتکب تحمیل هزینه‌های غیرضروری شوند، آن‌گاه بی‌تردید وظایف امانی خود را نقض خواهند کرد.

این موضوع نیز می‌تواند در دستور کار جلسه بعدی هیئت‌مدیره صندوق‌ها قرار گیرد.

فصل هفدهم

نروژ در مقابل ییل یا در مقابل کانادا؟

مقایسه الگوهای سرمایه گذاری

«هم صندوق بازنشستگی دولت نروژ (GPF)»^۱ و هم صندوق وقف دانشگاه ییل^۲ که به دست دیوید سونسن^۳ اداره می شوند، در این صنعت به عنوان یکی از ارکان مدیریت دارایی ظهور کردند و مقاله ای جدید شهرت آن ها را مقایسه و به دقت بررسی می کند.
مجله *aiCIO*

فراخوان کانادا

نوشته بالا از یادداشت مجله الکترونیکی *aiCIO* با عنوان «مدل نروژ در مقابل ییل: کدام برنده اند؟»^[۶۷] نقل شده است. خود این یادداشت به مقاله ای با عنوان «مدل نروژ»^۴ استناد کرده است که در اکتبر ۲۰۱۱، به قلم دیوید چمبرز^۵، الروی دیمسن^۶ و آنتی ایلمانن^۷ نوشته شده است.^[۶۸] این مقاله الگوی سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی دولت نروژ را به تفصیل شرح می دهد و برای ارزیابی اثربخشی، آن را با الگوی صندوق وقف دانشگاه ییل مقایسه می کند. نویسندگان نتیجه می گیرند که الگوی نروژ «به سرمشقی برای سرمایه گذاران

-
1. Government Pension Fund Global (GPF)
 2. Yale University's endowment
 3. David Swensen
 4. The Norway Model
 5. David Chambers
 6. Elroy Dimson
 7. Antti Ilmanen

سراسر جهان... و به جایگزینی موجه و منطقی برای الگوی بیل بدل می‌شود...». نگاه فصل حاضر، کاملاً متفاوت است. در این فصل استدلال می‌شود که در ارزیابی اثربخشی الگوی نروژ، اگر از الگوی بیل به عنوان معیار محک‌زنی استفاده کنیم، می‌بینیم که بیل بهترین ارزش نهایی را خلق می‌کند. معیار بسیار مناسب دیگر، الگوی سرمایه‌گذاری کانادا است که مورد استفاده سازمان‌هایی مانند هیئت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتی کانادا^۱ و طرح بازنشتی آموزگاران آنتاریو و نیز دیگر صندوق‌های بزرگ بازنشتی و بازوهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های ایالتی، مانند آلبرتا، بریتیش کلمبیا و کبک، بوده است. الگوی کانادا در سال‌های اخیر، توجه متخصصان آگاه سرمایه‌گذاری نهادی و نیز توجه رسانه‌ها را به خود جلب کرده است.^[۶۹] آیا الگوی نروژ جایگزینی موجه و منطقی برای الگوی کانادا هم هست؟ این پرسش بسیار مهم‌تری است که فصل حاضر به آن می‌پردازد.

سنجه‌ای بسیار مناسب‌تر

چرا الگوی کانادا سنجه‌ای بسیار مناسب‌تر است؟ به دو دلیل:

۱- **مقیاس:** الگوی کانادا برای دارایی‌های تجمیع‌شده هم‌اندازه‌ای مانند الگوی نروژ (۱ تریلیون دلار) به کار گرفته شده است؛ در مقابل، اندازه ۲۵ میلیارد دلار صندوق وقف بیل کم‌تر از ۳ درصد این دو است.

۲- **بنیان فکری:** بنیان فکری الگوی کانادا برگرفته از دیدگاه‌های جان مینارد کینز درباره چارچوب سرمایه‌گذاری و دیدگاه‌های پیتر دراگر راجع به شیوه طراحی سازمان است. الگوی بیل نیز از همین جا آغاز کرد، اما مقیاس کوچک آن، گزینه‌های عملی و اجرایی‌اش را محدود کرد و وابستگی‌اش به دیوید سونسن، مدیر ارشد سرمایه‌گذاری، پاسخگویی آن را کاهش داد. در مقابل، بنیان فکری الگوی نروژ برگرفته از الگوهای جدید قیمت‌گذاری دارایی^۲ است که نخستین بار در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ توسط مارکوویتز^۳، شارپ، لینتنر^۴، توپین، فاما و دیگران مطرح شد. از لحاظ طراحی سازمان نیز بر اصل «رویه‌گرایی شناختی»^۵ مبتنی است (یعنی نیاز سازمان به رویه‌های شفاف به منظور ایجاد مشروعیت، به رغم این واقعیت که نظارت و ساختارهای تصمیم‌گیری که

1. Canada Pension Plan Investment Board
 2. the modern asset pricing models
 3. Markowitz
 4. Lintner
 5. epistemic proceduralism

حاصل خواهد شد، ممکن است کم‌تر از حد مطلوب باشد).^[۷۰]

الگوهای سرمایه‌گذاری رقیب

اشاره کردیم که کینز الگوهای انتخاب سرمایه‌گذاری را چارچوب‌بندی کرده است. او میان سرمایه‌گذاری مسابقه‌زیبایی و سرمایه‌گذاری واقعی تمایز قائل می‌شود. در الگوی مسابقه‌زیبایی، متخصصان سرمایه‌گذاری به یک بازی با حاصل جمع صفر مداوم^۱ وارد می‌شوند (در واقع، پس از هزینه‌های مبادله و مدیریتی، یک بازی با حاصل جمع منفی^۲) که در آن باید حدس بزنند که تا شش ماه بعد، سرمایه‌گذاری در کدام بازار، به نظر زیباترین خواهد بود. در مقابل، سرمایه‌گذاری واقعی، فرایند فیزیکی تبدیل پس‌انداز به سرمایه مولد است. در این نوع سرمایه‌گذاری، برای انتقال مقادیر نامشخصی از جریان‌های نقدی به آینده نزدیک و دور، تلاش شدیدی لازم است، و نیز باید درباره این نکته تصمیم گرفته شود که آیا باید به نرخ بازده هدف ازپیش‌تعیین شده برسند یا خیر، و یا باید از آن پیش‌بیفتند.

یک سازمان حرفه‌ای سرمایه‌گذاری، با انتخاب بین سه سبک سرمایه‌گذاری، جهان پیرامون خود را شکل می‌دهد: می‌تواند به بازی مسابقه‌زیبایی بپیوندد؛ می‌تواند تصمیم بگیرد که بازی نکند و یک سرمایه‌گذار منفعل باشد که سواری مجانی بگیرد؛ و یا می‌تواند انتخاب کند که مهارت‌های لازم را برای تبدیل شدن به سرمایه‌گذار «تبدیل‌کننده» پس‌انداز به سرمایه مولد^۳ بیاموزد. الگوی کانادا سبک سوم را برمی‌گزیند و دو سبک دیگر را کاملاً رد می‌کند.

نظریه مدرن سرمایه‌گذاری در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ ایجاد شد و نمونه‌ای خاص از سرمایه‌گذاری کینزی است. در این نمونه خاص، تمامی سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات یکسانی هستند، از الگوهای سرمایه‌گذاری یکسانی استفاده می‌کنند و از این رو همواره انتظارات یکسانی درباره بازده دارند. این انتظارات فقط هنگامی تغییر می‌کند که ورود اطلاعات جدید بازار را به هم بریزد. سرمایه‌گذاری‌ها بر اساس درک فعالان بازار از ریسک‌های بعدی قیمت‌گذاری می‌شوند. برای این که ریسک‌های غیربازاری^۳ به حداقل برسند، باید تلاش‌های بسیاری صورت پذیرد، زیرا این ریسک‌ها جبران نخواهند شد. الگوی نروژ، دست‌کم از نظر تاریخی، تا حد زیادی از همین دیدگاه پیروی کرده است، اگرچه انعطاف‌پذیری بیش‌تر می‌توانست موجب مدیریت بهتر آن شود.

1. continuous zero-sum

2. negative-sum game

3. non-market risks

الگوهای سازمانی رقیب

در فصل اول، تفسیری از اندیشه‌های پیتر دراگر داشتیم و بر اساس آن، فرمولی برای ایجاد سازمان‌های بازنشتی که سرمایه‌گذاری بهینه دارند معرفی کردم. این فرمول پنج مؤلفه اساسی داشت:

۱- شفافیت مأموریت و استقلال سازمان؛

۲- حکمرانی خوب؛

۳- باورهای معقول سرمایه‌گذاری؛

۴- اندازه مناسب؛

۵- افراد مناسب.

الگوی کانادا هر پنج مؤلفه را دارد. مأموریت سازمانی به طور شفاف و واضح بیان شده و برای رسیدن به تعادلی میان پاسخگویی سازمانی و استقلال سازمانی ساختارهای حقوقی ایجاد شده است. کمیته‌هایی معتبر، مسئول این هستند که اعضای هیئت‌گرداننده صندوق دارای مجموعه مشخصی از مهارت‌ها و تخصص‌ها باشند و نیز وظایف امانی را کاملاً درک کنند. آن‌ها می‌خواهند باورهای سرمایه‌گذاری سازمان در دنیای آشفته واقعی ریشه داشته باشد، نه در نظریه مدرن سرمایه‌گذاری. مسئله داشتن مقیاس مناسب، به‌ویژه در شرایط گرانی بازارهای خصوصی (برای نمونه، املاک و مستغلات، زیرساخت‌ها، و سرمایه‌گذاری خصوصی)، به مسئله راهبردهای قوی درون‌سپاری بدل شده است. در نهایت این که صندوق‌های کانادایی به طور فزاینده‌ای از کارکنانی پر می‌شوند که در تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌های مولد در این بازارهای خصوصی، و در تأمین مالی و اداره شرکت‌های تجاری عمومی، تجربه دست‌اول دارند.

الگوی نروژ مثل الگوی کانادا نیست و از پنج مؤلفه یادشده نمره‌ای به آن خوبی نمی‌گیرد. برای نمونه، درحالی که صندوق‌های الگوی کانادا دارای مأموریت شفاف هستند، نروژ هنوز درگیر دستیابی به تعادلی صحیح میان پاسخگویی سازمانی، استقلال سازمانی و حکمرانی خوب است. مفهوم «رویه‌گرایی شناختی» باید تبیین‌کننده یک زنجیره طراحی / تصمیم‌گیری سازمانی باشد که از سوی مجلس نروژ، برای وزارت دارایی، نورجس بانک^۱، مدیریت سرمایه‌گذاری نورجس بانک و سرانجام برای شبکه‌ای از شرکت‌های سرمایه‌گذاری خارجی و مشاوران اجرا شود. به منظور شفاف کردن موضع خود، می‌پذیرم که ممکن است زنجیره رویه‌ای برای پایدار ماندن صندوق بازنشتی نروژ، به معنای سیاسی لازم باشد. با این حال باید آن را به مثابه یک مانع مهم بالقوه بر سر راه خلق ثروت نوآورانه نیز دید.

حکمرانی رویه‌ای صندوق بازنشستگی نروژ، دربارهٔ باورهای سرمایه‌گذاری، مقیاس صندوق و مؤلفه‌های فرمول موفقیت پرسش‌های مهمی پیش می‌کشد. برای نمونه، باورهای سرمایه‌گذاری صندوق تا چه حد بر اساس محدودیت‌های رویه‌ای (به جای دیدن جهان، چنان‌که واقعاً هست) شکل گرفته است؟ آیا صندوق از مقیاس بزرگ خود و پیش‌بینی‌هایی که از جریان‌های نقدی سال‌های پیش‌رو دارد، برای حداکثرسازی سود استفاده می‌کند؟ آیا در حال استخدام کارکنانی است که تجربهٔ تبدیل پس‌اندازها به سرمایهٔ مولد را دارند؟ هریک از این پرسش‌ها درخور بررسی دقیق و عمیق‌اند.

کدام الگو «برنده» است؟

بر اساس منطق قیاسی، اگر به خرد و بینش‌های ترکیبی کینز و دراگر باور دارید و اگر باور دارید که این بینش‌ها می‌توانند در جهان واقعی اجرایی شوند، بنابراین شما باید باور داشته باشید که الگوی کانادا، بازده خالص واقعی بیش‌تری تولید خواهد کرد. اما اگر باور داشته باشید که نظریهٔ مدرن سرمایه‌گذاری، واقعیت‌های اساسی سرمایه‌گذاری نهادی امروزه را در خود دارد، باید از الگوی نروژ استفاده کنید. شواهد تجربی‌ای وجود دارند که از یکی از این آگوها در مقابل دیگری حمایت می‌کنند.

صندوق آموزگاران اُنتاریو، سنجه‌ای منطقی برای صندوق نروژ است. در فصل‌های پیش آمد که قبل از آن که صندوق اُنتاریو در ۱۹۹۰، به عنوان نخستین صندوق اتخاذکنندهٔ الگوی کانادا، دوباره آغاز به کار کند، سازمانی دولتی بود که فقط در اوراق قرضهٔ دولتی اُنتاریو سرمایه‌گذاری داشت که در بازار قابل عرضه نبود. در اواسط دههٔ ۱۹۸۰، دولت دستور داد دربارهٔ این که چگونه می‌توان صندوق اُنتاریو (و دیگر سازمان‌های ایالتی) را به سازمانی خلق‌کنندهٔ ثروت و اثربخش‌تر تبدیل کرد، مطالعه‌ای انجام شود. این مطالعه الگوی کانادا را مطرح کرد و توصیه کرد گردانندگان صندوق اُنتاریو و فدراسیون آموزگاران اُنتاریو^۱ از این الگو استفاده کنند.^[۷۸] با پذیرش این توصیه، طرح بازنشستگی آموزگاران اُنتاریو (OTTP) متولد شد. هیئت‌مدیره‌ای متخصص و باکیفیت منصوب شدند. هیئت‌مدیره یک تیم سرمایه‌گذاری باکیفیت را جذب کرد و اختیار بسیاری به آن‌ها داد تا برای ذی‌نفعان صندوق خلق ارزش کنند. این دستور و الگوی اجرایی آن، ۲۵ سال است که دارد کار می‌کند.

در جدول ۱۷-۱ عملکرد طرح بازنشستگی آموزگاران اُنتاریو و صندوق بازنشستگی دولت نروژ آمده است؛ این محاسبه از سال ۱۹۹۸، یعنی زمانی که دومی آغاز به کار کرد، تا ۲۰۱۴ انجام شده است. در محاسبهٔ عملکردها، از تأثیر تفاوت در اهداف سرمایه‌گذاری، تاب‌آوری ریسک، و نظام ارزی صرف‌نظر کردیم.

این تفاوت‌ها تا حد زیادی در هر دو سبد مرجع^۱ لحاظ شدند. عملکرد این دو الگو با عملکرد سبدهای مرجع (با مدیریت منفعل) مقایسه شده و بازده اضافی به دست آمده است که حاکی از تأثیر تفاوت‌های یادشده است. سپس میانگین هزینه‌های مدیریتی از بازده اضافی کسر شده و بازده اضافی خالص به دست آمده است. بازده اضافی خالص، مبنایی منصفانه است که بر اساس آن می‌توان سنجید که در دوره‌ای ۱۶ ساله، هریک از این دو الگو چقدر می‌توانند بیش از یک سبدسهم منفعل، برای ذی‌نفعان خود، خلق ارزش کنند.^[۲]

در مورد ریسک چه می‌توان گفت؟ آیا صندوق اُتاریو سالانه ۱۶ درصد بازده اضافی را به دلیل اتخاذ راهبردهای بسیار پرریسک‌تر کسب کرده است؟ روش آماری پاسخگویی این است که ببینیم نسبت بازده اضافی خالص در شیوه فعال سرمایه‌گذاری (۱۶۰ درصد)، به میزان ریسک (نسبت ریسک عدم انطباق ترازنامه این صندوق به ریسک عدم انطباق ترازنامه سبد مرجع) چقدر است. جدول ۱۷-۱ نشان می‌دهد که میزان ریسک ۰.۶۰ درصد است. یعنی در صندوق اُتاریو نسبت پاداش به ریسک^۲ ۲.۷ است (۱.۶۰ تقسیم بر ۰.۶۰). صندوق نروژ تعهدات آشکاری ندارد که سرمایه‌گذاری‌های خود را در مقابل آن تعریف کرده باشد. با این حال، در این صندوق نیز محاسبه‌ای انجام می‌شود و به جای ریسک عدم انطباق از ریسک «خطای ردیابی»^۳ استفاده می‌شود که ۰.۴ درصد بوده است. یعنی در صندوق نروژ نسبت پاداش به ریسک ۰.۴ است (۰.۱۶ تقسیم بر ۰.۴۰).

جدول ۱۷-۱. نتایج سرمایه‌گذاری - نتایج سرمایه‌گذاری طرح بازنشتی آموزگاران اُتاریو و صندوق بازنشتی دولت نروژ از ۱۹۸۸ تا ۲۰۱۴

نروژ	اُتاریو	
۸.۵۱٪	۸.۶۷٪	بازده صندوق
۵.۵۶٪	۶.۹۴٪	بازده سبد مرجع
۰.۲۵٪	۱.۸۲٪	بازده اضافی
۰.۰۹٪	۰.۲۲٪	میانگین هزینه‌های مدیریتی
۰.۱۶٪	۱.۶۰٪	بازده اضافی خالص
۰.۴۰٪	۰.۶۰٪	ریسک عدم انطباق / خطای ردیابی
۰.۴٪	۲.۷٪	نسبت پاداش به ریسک

منبع: OTPP and GPFG Annual Reports and KPA Advisory Services Ltd.

1. reference portfolio
2. reward/risk ratio
3. Tracking error

نتایج جدول ۱۷-۱ نشان می‌دهد که هردو صندوق موفق شده‌اند در دوره ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۴ به اهداف خود برسند. اما به دلیل الگوهای متفاوت سرمایه‌گذاری و مدیریت سازمانی، موفقیت برای آن‌ها و ذی‌نفعانشان دو معنای متفاوت دارد. در صندوق اُتاریو، موفقیت به معنی خلق ثروت افزوده فراوان در طول دوره زمانی طولانی است، در حالی که ریسک افزوده بسیار کم باشد. در صندوق نروژ، موفقیت به معنی کسب ثروت افزوده بسیار اندک برای غلبه بر ریسک افزوده بسیار کم است. می‌بینیم که نسبت پاداش به ریسک برای صندوق اُتاریو حدود هفت برابر بیش از صندوق نروژ است.

بهترین راه برای صندوق نروژ

نروژی‌ها با آن اعتباری که دارند، برای برگزیدن بهترین مسیر پیش‌رو، از مشاوره گرفتن نترسیده‌اند. آن‌ها هیئت مشاوره چهارنفره استخدام کردند (دو نفر از نویسندگان مقاله‌ای که در ابتدای همین فصل از آن نقل‌قول شد، از اعضای این هیئت هستند). همچنین برای تقویت کار این هیئت، در مواقع مقتضی، انجام پژوهش‌های ویژه را به متخصصان برون سازمانی می‌سپارند. یکی از حیطه‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن توصیه و آغاز شده است، املاک و مستغلات است. این هیئت چه حیطه‌های دیگری را پیشنهاد می‌کند؟ مقاله یادشده فهرستی از این موارد را پیشنهاد کرده است که شامل پنج مورد زیر می‌شود:

۱- **توجه به عوامل دیگر ریسک (علاوه بر ریسک دارایی‌ها)** در ایجاد صندوق، نظارت بر آن، و مدیریت ریسک آن. با این حال، چگونگی قیمت‌گذاری این عوامل همچنان موضوع بحث خواهد بود. استثنای احتمالی این‌ها هستند: ارزش‌گذاری کم سهام در بلندمدت و وجود صرف غیرنقدینگی^۱.

۲- فعال‌تر شدن در تخصیص بالا به پایین به جای صرفاً فعال بودن در انتخاب پایین به بالای اوراق بهادار.

۳- **ساده‌سازی و متمرکزسازی سبد سرمایه‌گذاری درآمد ثابت^۲** بر اساس تحلیل‌ها و پژوهش‌های قوی‌تر در حوزه‌های اقتصادی کلان و بازارهای نوظهور.

۴- **استفاده از مزیت‌های مربوط به مقیاس بزرگ و افق بلندمدت صندوق.** رویکردهای سرمایه‌گذاری وارونه‌کار^۳ بیش‌تری باید کشف و به کار گرفته شوند. همچنین به اشکال متنوع بیمه توجه شود

1. illiquidity premiums

2. fixed-income portfolio

۳. contrarian: وارونه‌کار یا مخالف‌خوان؛ دارای دیدگاه‌ها و اقدام‌های مخالف با دیدگاه‌ها و اقدام‌های رایج. - م.

(برای نمونه، فروش نوسان سهام، بیمهٔ ریسک دنباله^۱ و خرید اهرم مثبت^۲).

۵- خود را سازگار کردن با نیازهای مربوط به داده‌ها و نظام‌های فناوری اطلاعات در هنگام رشد و پیچیده‌تر شدن سازمان.

این‌ها به طور کلی برای نروژی‌ها توصیه‌هایی معقول‌اند، اما ضرورت دارد که بدانیم صندوق نروژ بر نظریهٔ مدرن سرمایه‌گذاری مبتنی است و از لحاظ سازمانی به جای اصل اثربخشی سازمانی با اصل رویه‌گرایی شناختی اداره می‌شود.

نروژ باید کانادایی شود؟

آیا نروژ باید به حرکت به سوی الگوی کانادا فکر کند؟ با توجه به منطق قانع‌کننده و شواهد عملکردی ثبت‌شدهٔ الگوی کانادا، به نظر می‌رسد که این الگو ملاحظات جدی [مورد نظر] را تضمین می‌کند. چهار استدلال^۳ له و دو استدلال علیه این ادعا وجود دارند. چهار استدلال له کانادایی شدن الگوی نروژ:

۱- صندوق نروژ به یک سرمایه‌گذار کینزی نمونه بدل می‌شود، با تبدیل ثروت تجدیدنپذیر نفت به سرمایهٔ ثروت‌آفرین پایدار. و با رعایت اصول پاسخگویی سازمان ملل، تضمین می‌کند که این امر، در قالب هنجارهای شفاف زیست‌محیطی، اجتماعی و حکمرانی خوب رخ خواهد داد.

۲- راهبردهای سرمایه‌گذاری چندگانهٔ این صندوق به آن اجازه می‌دهد که به نخستین سرمایه‌گذار پیش‌کنشگر، نوآور و ارزش‌افزا بدل شود که به جای دنباله‌روی زنجیرهٔ خلق ارزش چندگانه، پیش‌قراول آن باشد.

۳- این صندوق به آهنگری جذب استعدادها و متخصص سرمایه‌گذاری از خارج کشور بدل می‌شود؛ کسانی که می‌خواهند به جای کار کردن به عنوان نیروی طمع‌ورز [شر]، سرمایه‌گذاری نهادی را [با کار کردن] در درون نیروهای خیر^۴ ایجاد کنند.

۴- این صندوق، به طور هم‌زمان ثروت نسل‌های کنونی و آیندهٔ نروژ را افزایش می‌دهد، با توانایی‌ای بسیار بیش از الگوی نروژی کنونی.

1. tail-risk insurance

2. buying positive carry

۳. همان‌طور که در فصل‌های قبل آمد، مطابق با دیدگاه کینزی نویسندهٔ کتاب، سرمایه‌داری اگر در چارچوبی تنظیم شود که کسب سود سرمایه‌گذاران به خلق ثروت بینجامد، نیروی خیر و قابل‌پذیرش است. - م.

دو استدلال علیه کانادایی شدن الگوی نروژ:

- ۱- این تغییر، مدیریت سرمایه‌گذاری را از دست نوریس بانک خارج می‌کند و به یک شرکت دولتی مستقل و بدون تبانی^۱ می‌سپارد (برای نمونه، شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری نروژ^۲). بر سر راه این تغییر، موانع بسیاری وجود دارند.
- ۲- شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری نروژ ممکن است به دلیل هرگونه خطای عملکردی‌ای ورشکست شود. بین حرف تا عمل، فاصله بسیار است. نروژی‌ها باید این دو استدلال را ارزیابی کنند.

1. arm's-length

2. Norway Investment Management Corporation or NIMC

فصل هجدهم

آیا در سازمان‌های بازنشستگی فرهنگ اهمیت دارد؟

«فرهنگ، نظامی است از ارزش‌های مشترک است (که تعریف می‌کند چه چیزی مهم است) ... و هنجارهای مشترک (که ایستارها و رفتارهای شایسته را برای اعضای سازمان تعریف می‌کند).»
اوریلی و چتمن^۱

«فرهنگ الگویی از پنداشت‌های مشترک است که توسط یک گروه یاد گرفته شده است... و آن قدر به کار می‌آید که معتبر دانسته می‌شود... و بنابراین، به عنوان روش صحیح درک، اندیشیدن و احساس کردن راجع به اموری که برای سازمان مهم است، به اعضای جدید آموزش داده می‌شود...»

ادگار اچ. شین^۲

مسئله فرهنگ

با توجه به تعاریف بالا^۳، آیا فرهنگ را باید در طراحی، حکمرانی و مدیریت سازمان بازنشستگی در نظر گرفت؟ راجر اوروین^۴، مشاور بازنشستگی، و اندی لو^۴، از دانشگاه ام‌آی‌تی، به طور قطعی چنین نظری دارند. اوروین اخیراً در جریان یک کنفرانس به مسئله فرهنگ پرداخت. لو در این باره مقاله‌ای ۳۸ صفحه‌ای با

1. O'Reilly and Chatman

2. Edgar H. Schein

3. Roger Urwin

4. Andy Lo

عنوان «اثر گوردون گکو: نقش فرهنگ در صنعت مالی»^۱ منتشر کرده است.^[۷۴] این کتاب نیز در فصل‌های پیش با این مباحث به موضوع فرهنگ سازمانی ورود کرد: تعریف و اندازه‌گیری ارزشی که سازمان‌های بازنشتی باید برای ذی‌نفعان خود تولید کنند؛ معنی و دلالت‌های وظیفه‌آمانی؛ ارتباطات شفاف با ذی‌نفعان؛ طراحی و اجرای ساختار اثربخش جبران خدمات. در این فصل، بحث را پیش می‌بریم. این فصل به پیروی از مقاله‌ی لو، به معنی فرهنگ، چرایی اهمیت آن و چگونگی پروراندن فرهنگ سازمانی خوب می‌پردازد.

فرهنگ بد، نتایج بد

لو مقاله‌اش را با ارجاع به سخنان گوردون گکو در فیلم وال استریت (۱۹۸۷) آغاز می‌کند: «طمع خوب است.» لو به ما می‌گوید که شخصیت گکو (با بازی مایکل داگلاس^۲) کاملاً ساختگی نیست. ایوان بوسکای^۳، در سال ۱۹۸۶ پیش از آن که به دلیل معامله‌ی خائنانه و غیرقانونی^۴ محکوم شود، در دانشگاه برکلی کالیفرنیا، سخنانی با همین مضمون بیان کرد. سپس لو به احترام مایکل لوپس^۵ کلاهش را از سر برمی‌دارد؛ کسی که در ۱۹۸۹ با کتاب خود، پوکر دروغگو^۶، روح زمانه را تسخیر کرد.^[۷۵] سپس برخی از شکست‌های غیرعادی صنایع مالی را در دوره‌ی پس از دهه‌ی ۱۹۸۰ بررسی می‌کند و در این بررسی به نقش فرهنگ سازمانی در این شکست‌ها اشاره دارد:

– **مدیریت بلندمدت سرمایه (LTCM):**^۷ این روش را سه نفر (جان مریوتر، رابرت مرتون و مایرون اسکولز) ایجاد کردند که همگی به مهارت‌ها و قابلیت‌های خود (مانند درک بازار، هوش زیاد و ریاضیات پیشرفته مدیریت ریسک) مطمئن بودند. آنان باور داشتند که این مهارت‌ها و قابلیت‌ها، برای هر کسی که می‌خواهد پول دربیاورد، فرصتی «بدون ریسک» آفریده است. در واقع، مدیریت بلندمدت سرمایه، عملاً یک شرکت مهندسی مالی بود که به طور آزمایشی عمل می‌کرد و بسیار پرریسک بود؛ این شرکت در مقایسه با سایر شرکت‌ها استفاده بسیار بیش‌تری از اهرم^۸ داشت

1. “The Gordon Gekko Effect: The Role of Culture in the Financial Industry”

2. Michael Douglas

3. Ivan Boesky

۴. insider trading: خرید و فروش سهام شرکت توسط کارکنان آن، با سوءاستفاده از اطلاعاتی که به آن دسترسی دارند. - م.

5. Michael Lewis

6. *Liar's Poker*

7. Long-Term Capital Management (LTCM)

8. leverage

و حاضر بود مقدار زیادی از سرمایه‌اش را با استقراض تأمین کند. در نتیجه شرکت ورشکسته شد و در بحران مالی ۱۹۹۸ که در پی نکول اوراق قرضه GKO روسیه رخ داد، دولت طرح نجات مالی^۱ وال استریت را پیاده کرد.

- **گروه بین‌المللی آمریکایی (AIG):** هانک گرینبرگ^۲، رئیس هیئت‌مدیره این شرکت، مدت‌ها آن را با سبکی «فئودالیستی» مدیریت می‌کرد. او از کارکنانش می‌خواست که تا آخر عمر به شرکت وفادار باشند و شخصاً بیمه‌گزاری مهم‌ترین ریسک‌های شرکت را پذیرفت. هیئت‌مدیره از ترس ریسک‌های اصلی، در سال ۲۰۰۵ مارتین سالیوان^۴ را جایگزین گرینبرگ کرد؛ سالیوان چند دهه پیش کارش را به عنوان دستیار اداری آغاز کرده و با کوشش و به تدریج ارتقا یافته بود. سالیوان مثل گرینبرگ نبود. او می‌پنداشت که مدیریت ریسک شرکت، بدون نظارت سفت‌وسخت به سبک گرینبرگ، می‌تواند عمل کند. اما نتوانست، زیرا گروه محصولات مالی^۵ با صدور سوآپ‌های نکول اعتباری^۶ (بیمه نکول)^۷ به میزان فراوان، در مورد دارایی‌های سمّی، مانند اوراق مبتنی بر بدهی^۸ (بسته‌هایی از رهن‌های پریسک)، غیرعادی رفتار کرد. این‌ها به ورشکستگی سالیوان و یک طرح نجات مالی دیگر در طول بحران مالی جهانی در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۰۹ انجامید.

- **برادران لیمن:** این شرکت نمونه دیگری از مدیریت فئودالیستی به رهبری دیک فولد^۹ است که به «گوریل وال استریت» مشهور بود. اما برخلاف گرینبرگ، فولد به نظارت سخت‌گیرانه بر مدیریت ریسک باور نداشت. دلیل اصلی سقوط شرکت لیمن این بود که فولد مایل بود با به کار گرفتن ترفندهای حسابداری، شرایط مالی واقعی شرکت و میزان استفاده آن از اهرم (سرمایه استقراضی) را پنهان کند که میزان آن به ۵۰ میلیارد دلار می‌رسید. درحالی که قوانین و شرکت‌های حسابداری بیرونی نقشی تسهیلگر بازی کردند، این فریب‌های حسابدارانه هیچ‌گاه برای هیئت‌مدیره یا برای کمیسیون اوراق بهادار و مبادلات سهام افشا نشد. شرکت لیمن در سپتامبر ۲۰۰۸ تقاضای حفاظت

1. bailout

2. American International Group (AIG)

3. Hank Greenberg

4. Martin Sullivan

5. Financial Products Group

6. credit default swaps

7. default insurance

8. toxic collateralized debt obligations

9. Dick Fuld

- از ورشکستگی^۱ کرد. فولد هنوز مدعی است که خطایی مرتکب نشده است.
- **سوسیتته ژنرال (SG):**^۲ ژروم کرویل^۳، یکی از کارکنان رده متوسط بانک سوسیتته ژنرال، به معاملات غیرمجاز و خودسرانه شاخص آتی^۴ به میزان ۴۹ میلیارد یورو پرداخت، درحالی که کل سرمایه‌گذاری پرریسک بانک ۲۶ میلیارد یورو بود. تا زمانی که از سمت خود عزل شد، باعث زبانی به میزان ۶.۴ میلیارد یورو شده بود. بازرسی داخلی نشان داد که نخستین شخص ناظر بر کرویل، چشم خود را بر معاملات طی‌روز^۵ کرویل (که فراتر از اختیاراتش بود) بسته است. با خروج این ناظر، کرویل تا سه ماه بدون هیچ نظارتی عمل می‌کرد. ناظر بعدی او از برنامه‌های الزامی مدیریت ریسک استفاده نکرد. معاملات غیرمجاز او داشت پول می‌آفرید و در رأس قدرت اجرایی، برای عمل فضایی محدود نشده در اختیار داشت. سرانجام بخش حسابداری / تنظیمگری بانک این فعالیت‌های غیرمجاز و نظارت‌ناشده را که به اوج رسیده بود افشا کرد. این اتفاق چگونه پیش آمد؟ ظاهراً مدیران ارشد بانک فکر می‌کردند که گروه فعالیت‌های تجاری بانک^۶، برای این که بتوانند جریان ضعیف تولید نقدینگی خود را پیش ببرند، باید بر آن‌ها توجه و نظارت کم‌تری داشت.
- **کمیسیون اوراق بهادار و مبادلات سهام:** کلاه‌برداری برنی مدآف^۷ و پسرش در دسامبر ۲۰۰۸ لو رفت و در مارس ۲۰۰۹ به جرم خود مبنی بر راه انداختن یک طرح پانزی^۸ گسترده اعتراف کرد. پیش از این رویدادها، از سال ۱۹۹۲، کمیسیون اوراق بهادار و مبادلات سهام، هشت بار فرصت داشت تا مدآف را گیر بیندازد. فرصت‌ها به اشکال زیر رخ داد: شکایت مشتریان، تحلیل متخصصان راجع به غیرممکن بودن عملکرد سرمایه‌گذاری مدآف از لحاظ آماری، و یادداشت‌های نشریات که مشروعیت شرکت مدآف را زیر سؤال برده بودند. کمیسیون هیچ‌یک از این فرصت‌ها را جدی نگرفت. دیوان محاسبات آمریکا (GAO)^۹ کارگروهی را برای کشف علل این امر تشکیل داد. از نظر این کارگروه، کمیسیون دارای فرهنگی کژکارکردی و دارای مسائلی مانند «تعهد کم به

1. bankruptcy protection

2. Societe Generale

3. Jerome Kerviel

4. Index futures

۵. intra-day: مبادله بر اساس قیمت اوراق بهادار طی یک روز معاملاتی. - م.

6. Prop trading

7. Bernie Madoff

8. Ponzi scheme

9. Government Accountability Office (GAO)

مأموریت»، «روحیه کم»، «کمبود ارتباطات داخلی» و «بیزار از نقدهای خارجی که ریسک بالایی دارد» است. ظاهراً هفت توصیه‌ای که دیوان محاسبات آمریکا به این کمیسیون کرده، اکنون مؤثر واقع شده است.

اگر فرهنگ بد، نتایج بد به دنبال دارد، فرهنگ خوب هم، نتایج خوب در پی دارد؟

فرهنگ خوب، نتایج خوب

لو در مقاله‌اش به یکی از مواردی که فرهنگ خوب به نتایج خوب انجامیده اشاره می‌کند: هیئت ملی ایمنی ترابری^۱ ایالات متحده. من با ارجاع به کتاب فرزندان شوک^۲ اثر مایکل لوپس، بانک سلطنتی کانادا^۳ را نیز در این دسته قرار می‌دهم. لوپس داستان خود را چنین بیان می‌کند: «یکی از این افراد... کسی که از همه لحاظ یک کانادایی بود... می‌خواست راهی برای فعالیت در دنیای مالی آمریکایی بیابد... چه حیرت‌انگیز!»^[۷۶] به طور خلاصه:

- **هیئت ملی ایمنی ترابری:** سازمانی دولتی است که قدرت تنظیمگری ندارد. مأموریت آن تحقیق و تفحص درباره تصادفات ترابری، پژوهش راجع به علل این تصادفات و ارائه توصیه‌هایی مبنی بر چگونگی ممانعت از تکرار این حوادث در آینده است. این سازمان و سازمان‌های مشابه دیگر در جهان، در این حیطه به موفقیت‌های بسیاری دست یافته‌اند و طی چند دهه، جان‌های بسیاری را نجات داده‌اند. برخلاف ویژگی‌های فرهنگی کمیسیون اوراق‌بهدار و مبادلات سهام که در گزارش دیوان محاسبات آمریکا آمده بود، ویژگی‌های فرهنگی هیئت ملی ایمنی ترابری شامل این موارد است: «مسئولیت‌ها و اهداف مشترک واضح»، «منزلت و روحیه قوی»، «تخصص معین» و «کار تیمی منسجم و مؤثر».

- **بانک سلطنتی کانادا (RBC):** درحالی که در کتاب لوپس، برد کاتسویاما^۴ در نقش قهرمان است (فرهنگ معامله‌گری او در وال استریت، معامله‌گری پیش‌دستانه^۵ در معاملات پرتکرار (HFT)^۶

1. National Transportation Safety Board

2. *Flash Boys*

3. Royal Bank of Canada

4. Brad Katsuyama

۵. front-running: معامله‌گری پیش‌دستانه بر اساس اطلاعات پنهانی. - م.

6. high-frequency trading (HFT)

است)، بانک سلطنتی کانادا نهادی بود که از او پشتیبانی کرد. وقتی کاتسویاما و تیم او ابزار ثور^۱ را ساختند (ابزاری الکترونیکی برای مقابله با ازدحام و تراکم معاملات پیش‌دستانه)، بانک درگیر یک انتخاب بود. این که آیا از ثور برای منفعت مالی خود استفاده کند، یا به عنوان ابزاری برای ایجاد بازاری شفاف‌تر و عادلانه‌تر؟ این نهاد که «بانک خوب»^۲ نامیده می‌شود (بازتابی از فرهنگ سازمانی در گذشته آن)، مسیر دوم را برگزید. این تصمیم از چشم دیگر سرمایه‌گذاران نهادی پنهان نماند. رتبه‌بندی برابری معاملات نهادی^۳ که توسط مؤسسه گرینویچ^۴ تهیه شده، نشان می‌دهد که رتبه بانک سلطنتی کانادا از ۱۹ در ۲۰۰۹ به ۱ در ۲۰۱۰ ارتقا یافته است. چه کسی می‌تواند مدعی شود که این بانک خوب (و نهادهای خوب) باید به پایان برسند؟

آنچه با گفتن این روایت‌ها باید نتیجه گرفت، این است که فرهنگ سازمانی بد به نتایج بد منجر می‌شود و برعکس؟ عوامل مؤثر بر فرهنگ سازمانی چیستند؟

چارچوبی زیست‌شناختی

لو استدلال می‌کند که برای فهم فرهنگ سازمانی باید از اقتصاد و فرضیه «کنشگر عقلانی» آن فراتر رفت. چارچوب زیست‌شناختی مفیدتر است: سازوکارهای گذاری که فرهنگ‌های خوب یا بد می‌سازند کدام‌اند؟ او به سه مورد اشاره می‌کند: رهبری، ترکیب گروه، و محیط.

– **رهبری:** رهبر کاریزماتیک مانند هانک گرینبرگ یا دک فولد، با قدرت شخصیت خویش، فرهنگ سازمانی را به سوی بدتر شدن یا خوب‌تر شدن پیش می‌برند، با این حال، کاریزما تنها عامل گذار فرهنگی نیست. عواملی مانند مدیریت، سنت، غرور و طمع نیز می‌توانند نقش مهمی ایفا کنند. برای نمونه، در فرهنگ سازمانی هیئت ملی ترابری، نجات جان مردم انگیزه‌ای قوی و مأموریتی تأثیرگذار است. عامل سنت نیز نقش مهمی بازی می‌کند، اما در سوسیته ژنرال و بانک سلطنتی کانادا، دو نقش بسیار متفاوت ایفا می‌کند. در سوسیته ژنرال، سنت نخبه‌گرایانه موجب شد که معاملات تجاری بانک از نظر مدیران وقت، فعالیتی سطح‌پایین و کم‌اهمیت به نظر آید. در بانک سلطنتی کانادا، سنت «بانک خوب» مشتری‌مدار بود و از امتیاز اطلاعاتی سازمان علیه مشتریان

1. Thor

2. RBC nice

3. institutional equity trading

4. Greenwich Associates

سوءاستفاده نکرد. عامل غرور نیز به خوبی شرح می‌دهد که شرکت مدیریت بلندمدت سرمایه (LTCM) چگونه به دلیل طمع‌ورزی رهبران خود ورشکست شد.

- **ترکیب گروه:** عامل مهم دیگر فرایندهای استخدام سازمانی است. برای مثال، مایکل لوپس «بهترین و درخشان‌ترین» شیوه‌های استخدام وال استریت از دانشگاه‌های معروف آیوی لیگ^۱ را با چگونگی پیوستن کاتسویاما به بانک سلطنتی کانادا مقایسه می‌کند. کاتسویاما با استعداد نه‌چندان زیاد و از یک دانشگاه خوب اما کوچک و ناشناخته کانادایی استخدام شده بود. لوپس می‌گوید بانک سلطنتی کانادا دارای یک قانون نانوشته است: «احمق‌ها نه.» به بیانی مؤدبانه‌تر، افراد پر جنجال و گستاخی که فکر می‌کنند می‌توانند روی آب راه بروند، مناسب فرهنگ این «بانک خوب» نیستند و از این رو نباید استخدام شوند.

- **محیط:** داستان مداف نشان داد که قانون نانوشته کمیسیون اوراق بهادار و مبادلات سهام این بوده است که به هر قیمتی، خود را از اخبار و انتقادات خارجی به دور نگه دارد. این فرهنگ، در طول دهه‌ها، موجب میلیاردها دلار هزینه برای قربانیان مداف شده است. فرضیه بی‌ثباتی مالی^۲ هیمن مینسکی^۳ نشان می‌دهد که در محیطی که (ظاهراً) بدون ریسک زیاد، می‌توان به آسانی پول به‌دست آورد، همه ریسک‌پذیر می‌شوند. در این شرایط، همان‌طور که قابلیت سازمان‌ها برای مشاهده خطر کمین کرده در پشت این پول‌زایی آسان کاهش می‌یابد، سرمایه‌گذاری بیش‌تر به شکل کوتاه‌مدت درمی‌آید. و هنگامی که روند پول‌زایی متوقف می‌شود، این سازمان‌ها نیز برای خروج یکدیگر را لگدمال می‌کنند.

اگر برای کشف مسائل فرهنگی سازمان‌های بازنشستگی از این چارچوب زیست‌شناختی استفاده کنیم، به چه نتایجی می‌رسیم؟

مسائل فرهنگی در سازمان‌های بازنشستگی

اگرچه در سازمان‌های بازنشستگی قانون‌شکنی‌های آشکاری وجود داشته، موارد بسیار کمی بوده و با فاصله رخ داده است. از منظر چارچوب زیست‌شناختی لو، دلیل این امر می‌تواند به هر سه منبع یادشده برگردد. سازمان‌های بازنشستگی وجود دارند تا به مردم کمک کنند در دوره بازنشستگی‌شان استانداردهای زندگی

۱. Ivy League: اتحادیه دانشگاه‌های برتر ایالات متحده. - م.

2. Financial Instability Hypothesis

3. Hyman Minsky

خود را حفظ کنند. بنابراین به طور منطقی سازمان‌های بازنشستگی در جست‌وجوی کسانی هستند که جذب چنین مأموریت سازمانی‌ای شوند. و دست‌کم بر روی کاغذ، سازمان‌های بازنشستگی مدعی‌اند که به فراسوی فرازوفرودهای بازارهای مالی می‌نگرند و بر ماندگاری مستمری‌های پرداختی در بلندمدت تمرکز دارند. با توجه به این‌ها، برخی مسائل فرهنگی هستند که ارزش بررسی دارند:

– **ساختار قانونی:** آیا سازمان بازنشستگی یک سازمان مستقل است، یا زیرمجموعه سازمان‌های دیگری مانند دولت، اتحادیه کارگری یا یک شرکت است؟ سازمان‌های بازنشستگی مستقل باید درباره چگونگی دستیابی به مأموریت‌های خود تصمیم بگیرند. می‌توانند تصمیم بگیرند که خاص و خلاق یا محافظه‌کار و معمولی باشند. سازمان‌های بازنشستگی غیرمستقل و زیرمجموعه، چنین حق انتخابی ندارند و باید با شرایط فرهنگی طرفین خود سازگار شوند. نمونه‌ای برای سازمان‌هایی مستقل که انتخاب کرده‌اند خاص و خلاق باشند، صندوق بازنشستگی آموزگاران اُتاریو در ابتدای کار آن در ۱۹۹۰ است. در مقابل، صندوق بازنشستگی دولت نروژ نمونه‌ای برعکس است که با پیامدهای محدودکننده قرار داشتن در انتهای زنجیره کنترل مواجه است؛ زنجیره‌ای که از مجلس شروع می‌شود و به وزارت دارایی و نرجس بانک می‌رسد و پس از این‌ها، به بخشی می‌رسد که این صندوق را مدیریت می‌کند.

– **لحن سطوح بالایی سازمان:** افزون بر ساختار قانونی، بُعد مهم دیگر فرهنگ سازمان بازنشستگی، هیئت‌امنای سازمان (و چگونگی انتخاب سیاسی آن‌ها)^۱ یا انتخاب آن‌ها بر اساس معیارهای مشخص^۲ است. پژوهش اخیر آندونوف، باوئر و کرمس^۳ نشان می‌دهد که هیئت‌امنای انتخاب‌شده طی فرایندهای شایسته‌محور، نسبت به انتخاب‌شدگان طی فرایندهای سیاسی، احتمال بیش‌تری دارد که از خود استقلال نظر و عمل نشان دهند. بر اساس این پژوهش، فرایندهای دولتی و سیاسی با ریسک‌پذیری بالاتر و بازده کم‌تر مرتبط بوده است.^[۷]

– **باورهای سرمایه‌گذاری:** لو میان فرضیه مکانیکی بازارهای کارا^۴ و فرضیه واقع‌گراتر خودش، یعنی فرضیه بازارهای سازگار شونده^۵، تمایز قائل می‌شود. دیدگاه مکانیکی درباره این که بازار چگونه کار می‌کند، به تلقی نقش مکانیکی برای کسانی که سرمایه‌گذاری می‌کنند می‌انجامد. رویکرد

1. elect

2. select

3. Andonov, Bauer and Cremers

4. Efficient Markets Hypothesis

5. Adaptive Markets Hypothesis

بازارهای سازگار شونده، این امکان را فراهم می‌کند که دربارهٔ چگونگی ایجاد بازده بیش‌تر، به طور خلاقانه و وارونه‌کار بیندیشیم. فصلی از این کتاب که به باورهای سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌پردازد، همین دیدگاه را بازتاب می‌دهد. داشتن چنین دیدگاهی مستلزم فرهنگی خلاقانه و جسورانه^۱ است.

- ساختار سازمانی و جبران خدمات: مقیاس بزرگ یک سازمان، به جای برون‌سپاری فرصت‌های خوبی برای درون‌سپاری سرمایه‌گذاری‌ها فراهم می‌کند. اما درون‌سپاری منجر به ریسک از دست دادن شهرت نیز می‌شود. سازمان‌های بزرگ نسبت به سازمان‌های کوچک، به تعداد بیش‌تری از مدیران ارشد و کارکنان هیئت‌امنا نیاز دارند. افزون بر این، درون‌سپاری سرمایه‌گذاری در بازارهای خصوصی به معنی رقابت برای کارکنان متخصص و بااستعداد در بازار کار نیز هست. این امر می‌تواند به آسانی منجر به انتقادات و اعتراض‌های عمومی شود، با این‌که هزینه‌ها در درون‌سپاری ۱۰ درصد هزینه‌های برون‌سپاری‌هاست. بنابراین دوباره تأکید می‌کنیم که درون‌سپاری گستردهٔ عملکردهای سرمایه‌گذاری، مستلزم فرهنگی خلاقانه و جسورانه است.

در مقام نتیجه‌گیری باید گفت در سازمان‌های بازنشستگی، فرهنگ امری مهم است. سازمان بازنشستگی دارای فرهنگ مناسب، نسبت به سازمان دارای فرهنگ نامناسب، بیش‌تر احتمال دارد نتایج خوبی برای اعضا/مشتریان خود به ارمغان بیاورد. فرهنگ سازمان شما چقدر مناسب است؟

بخش چهارم

سرمایه گذاری در صندوق های باز نشستگی

«سرمایه گذاری: خرج کردن پول با انتظار دستیابی به سود یا عایدات مادی از طریق خواباندن پول در طرح های مالی، سهام، یا املاک و مستغلات، یا از طریق استفاده از آن در یک فعالیت تجاری جسورانه.»

فرهنگ لغت آنلاین آکسفورد

فصل نوزدهم

آیا بازده سرمایه‌گذاری پیش‌بینی‌پذیر است؟

«نظریه‌های انتظارات عقلانی و بازارهای کارا نشان می‌دهند که بر اساس هیچ معیار نظام‌مندی، عملکرد بهتر از بازار ممکن نیست... با وجود این، درحالی که سرمایه‌گذاران بسیاری در بلندمدت عملکردی بهتر از بازار ندارند، برخی از آنان موفق به کسب رکوردهای رشک‌برانگیز و مستند شده‌اند.»

وودی بروک^۱

سازگاری نظریه سرمایه‌گذاری با عمل

امروزه تضمین پرداخت‌ها از طریق سبد اوراق منطبق با تعهدات^۲ هزینه بالایی دارد. این هزینه بالا برای سرمایه‌گذاری که در کوتاه‌مدت ملزم به پرداخت‌اند چندان مهم نیست، اما برای سرمایه‌گذاران بلندمدتی که در پی کسب استانداردهای زندگی پس‌اشتغال در ۲۰ تا ۳۰ سال آینده با قیمتی در حد وسع هستند، اهمیت بسیار زیادی دارد. برای سرمایه‌گذاران بلندمدت، بسیار بهتر خواهد بود ترکیبی متنوع از اوراق مشتقه خریداری کنند که به‌خوبی در مقابل تورم محافظت شده و رشد واقعی کمی داشته باشد؛ برای نمونه، ۱۰۰ دلار سرمایه‌گذاری شده در ۲ درصد اوراق مرکب برای فقط ۱۵۰ دلار طی ۲۰ سال. روش مخالف این است که ۱۰۰ دلار در یک سبد سهام مرغوب سرمایه‌گذاری شود، با سود ۴ درصد و نرخ رشد اوراق مشتقه ۳ درصد

1. Woody Brock

2. liability-matching bond

که بازده سالانه ۷ درصدی به دنبال دارد، که طی ۲۰ سال، ۱۰۰ دلار را به ۴۰۰ دلار می‌رساند (با فرض این که سود سهام تا ۲۰ سال بعد به میزان ۴ درصد باشد).
این دو محاسبه فقط مثال هستند؟ یا پیش‌بینی‌هایی معتبر از بازده ۲۰ سال آینده‌اند؟ اگر پیش‌بینی بازده هستند، احتمال دقیق بودن آن‌ها چقدر است؟ ریسک و نااطمینانی را چگونه به بحث وارد کنیم؟ آیا نظریه سرمایه‌گذاری در بررسی هریک از این پرسش‌ها مفید است؟ به بیان دیگر، چگونه می‌توانیم اطمینان حاصل کنیم که میان باور ما راجع به چگونگی عملکرد بازارهای مالی، پیش‌بینی ما راجع به بازده و تبدیل آن پیش‌بینی‌ها به تصمیمات واقعی سرمایه‌گذاری، سازگاری وجود دارد؟ این پرسش‌های چالش‌برانگیز موضوع فصل بعدی‌اند.

نظریه پیش‌بینی پذیری بازده

- مدتی پیش، وودی بروک مقاله‌ای منتشر کرد که در آن به برخی از پرسش‌های این فصل – مانند پرسش‌های بالا – نگاهی تازه انداخت.^[۷۸] او طی فرایندی قیاسی و گام‌به‌گام به نتایج مهمی رسیده است:
- اگرچه دو نظریه همزاد انتظارات عقلانی و بازارهای کارا به نتایج درخور توجهی انجامیده است (برای نمونه این که سرمایه‌گذار می‌تواند عملکردی بهتر از بازار داشته باشد)، مفروضات اساسی آن با واقعیت همخوانی ندارد.
 - ساختارهای بازارهای سرمایه برای تازه‌کارها بیش‌تر پویا به نظر می‌آیند تا ایستا. تغییرات ساختاری به اشکالی مانند تغییرات سیاسی، جمعیت‌شناختی، فناورانه، تغییر در بهره‌وری و تغییرات اقلیمی رخ می‌دهند. برای هر سرمایه‌گذار، داشتن فهمی برتر از این پویایی‌ها و پیامدهای آن‌ها نقطه قوت و مزیت است.
 - افزون بر این، اشتباه‌هایی که گاه به شدت همبسته و ماندگارند، مشکل قیمت‌گذاری اشتباه^۱ در بازارهای مالی را بدتر می‌کنند. برای نمونه، این اشتباه‌های همبسته، حباب دات‌کام را در اواخر دهه ۱۹۹۰ و نیز کم‌تر از ۱۰ سال پیش، حباب مسکن‌سازی / اهرم / تبدیل به اوراق بهادار^۲ را در بحران مالی جهانی آفرید.
 - اگرچه ساختار بازارهای سرمایه پویاست، این بازارها در نهایت در درون برخی از چارچوب‌ها و

1. mispricing

2. housing/leverage/securitization bubble

میانگین‌های آماری و منطقی عمل می‌کنند؛ برای نمونه، نسبت قیمت سهام به بازده آن^۱ و بازده اوراق مشتقه در مقابل نرخ بهره، رشد تولید ناخالص داخلی در برابر نرخ بهره، و سهم درآمد کار و سرمایه از تولید ناخالص داخلی.

- تمامی این‌ها فرصت‌هایی برای سرمایه‌گذاری کسانی می‌آفریند که باورهای سرمایه‌گذاری آن‌ها با این واقعیت‌ها منطبق است و روش‌های مناسبی را برای عمل در درون این واقعیت‌ها پی می‌گیرند. بنابراین، از نظر منطقی امکان عملکرد بهتر از بازار وجود دارد.

راجع به پرسش‌های آغازین این فصل، مقاله بروک بیان می‌کند که پیش‌بینی بازده ممکن است اقدامی عقلانی و قابل دفاع باشد، اگرچه این ایده ممکن است با تاریخ و دو نظریه همزاد انتظارات عقلانی و بازار کارا متفاوت باشد. چنین پیش‌بینی‌هایی باید بر اساس چارچوب روشنی انجام شوند که از هر دو منظر منطقی (قیاسی) و واقعی (استقرایی) دارای سازگاری باشد.

فرضیه بازارهای سازگار شونده لو

اندرو لو از دانشگاه ام‌آی‌تی، چنین چارچوبی را در مقاله سال ۲۰۰۴ خود مطرح کرد. این مقاله با عنوان «فرضیه بازارهای سازگار شونده» در مجله مدیریت سیدسهم^۲ منتشر شد. او با مقایسه دیدگاه‌های متفاوت اقتصاددانان و روان‌شناسان آغاز می‌کند. روان‌شناسان نظریه‌ها را به طور استقرایی می‌سازند (یعنی از طریق مشاهده و آزمایش). اقتصاددانان مایل‌اند از راه دیگری بروند: از نظریات انتزاعی به تصدیق‌های تجربی. از نظر لو، نیاز و سواسی اقتصاددانان به سازگاری درونی، موجب معاشقه نظری آنان با نظریه‌های انتظارات عقلانی و بازارهای کارا شده است. در نتیجه، از دید او، نظریه‌های اقتصادی بخش مهمی از سودمندی عملی خود را از دست داده‌اند.

او می‌گوید اگر بخواهیم یک نظریه قیمت‌گذاری دارایی بسازیم که سودمندی عملی داشته باشد، باید از رشته جامعه‌شناسی نیز که دارای آشفستگی نظری است استفاده کنیم. این به معنای شناختن رفتار انسان است و در جای خود، به این معنا نیز هست که افراد کمتر یک «موجود عقلانی حداکثرکننده سود»^۳ و بیش‌تر یک «موجود دارای عقلانیت محدود به دنبال ارضای نیازها»^۴ هستند. خلاصه این که افراد در نتیجه آزمون

1. P/E ratio

2. *Journal of Portfolio Management* (JPM)

3. rational utility maximizer

4. bounded rationality satisficer

و خطاهای بسیار، باورهای سرمایه‌گذاری خود را می‌سازند و تصمیمات مالی می‌گیرند. بنابراین لو پیشنهاد می‌کند که فرضیه بازارهای سازگار شونده را به عنوان جایگزین سودمندتر از فرضیه بازارهای کارا به کار ببریم. جای شگفتی نیست که فرضیه بازارهای سازگار شونده به نتیجه‌گیری‌های مشابهی در مقاله بروک منجر شده است:

- رابطه بین ریسک و پاداش بی‌ثبات خواهد بود. برای نمونه، صرف‌ریسک صاحبان سهام، بر اساس اندازه نسبی و ترجیحات گروه‌های گوناگون فعال در بازار، نوسان می‌پذیرد.
- فرصت آربیتراژ وجود دارد. جست‌وجو و فهم فرصت‌های پیچیده قابلیت بازدهی مثبت دارد.
- محبوبیت راهبردهای گوناگون سرمایه‌گذاری در ابتدا افزایش و سپس کاهش می‌یابد.
- پژوهش و نوآوری بازدهی مثبت دارد.

نه بروک و نه لو، ساختار نهادی را به طور آشکار در چارچوب تحلیلی خویش وارد نمی‌کنند. با این حال، این امر یکی از قطعات مهم پازل ساختن نظریه سرمایه‌گذاری هدفمند است؛ نظریه‌ای که دارای سودمندی عملی باشد.

سرمایه‌گذاران «مسابقه زیبایی» کینز

جان مینارد کینز احتمالاً فرضیه بازارهای سازگار شونده لو را دوست می‌داشت، اما به نحوی آن را بسط می‌داد که شامل انگیزه‌ها و رفتارهای سرمایه‌گذاران نهادی باشد. او در فصل مشهور کتاب خود (فصل ۱۲)، بیان می‌کند که به نظر می‌رسد اغلب سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از وارد شدن به بازی دارای حاصل جمع صفر «مسابقه زیبایی» کاملاً خرسندند. هدف این بازی، حدس زدن این است که در دوره کوتاه‌مدت پیش‌رو (برای مثال ۶ ماه بعد)، کدام‌یک از سهام‌های بازار جهانی، از نظر بقیه محبوب‌ترین خواهد بود. سرمایه‌گذاران موفق از طریق کشف این سهام‌های به‌زودی محبوب‌شونده، بازده‌های بیش‌تر کسب می‌کنند. کینز اشاره دارد که این بازی تا هنگامی توسط این متخصص‌های سرمایه‌گذاری ادامه می‌یابد که مشتریان آن‌ها مایل باشند هزینه‌های لازم برای ماندن در فعالیت اقتصادی را پرداخت کنند.

کینز این سبک معمول سرمایه‌گذاری را با سبک گروه بسیار کوچک‌تری از سرمایه‌گذاران مقایسه می‌کند که روش مخالفی دارند و در پی تبدیل پس‌انداز به سرمایه مولدند. کار آن‌ها بسیار سخت‌تر و مستلزم فهم فعالیت‌های اقتصادی‌ای که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و نیز ارزیابی کیفیت مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر است. از نظر کینز، کار آن‌جا سخت‌تر می‌شود که این سبک بسیار مولدتر، به‌ندرت توسط بازار

مورد تقدیر قرار می‌گیرد. او در جمله‌ای مشهور می‌گوید: «این سرمایه‌گذار بلندمدت است که منافع عمومی را ارتقا می‌بخشد؛ کسی که در عمل اگر در کوتاه‌مدت موفق نشود... با انتقادات بیش‌تری مواجه خواهد شد... [و] به او رحم زیادی نخواهد شد. خرد روزمره به ما می‌آموزد که برای [حفظ] شهرت، خیلی بهتر است که به گونه‌ای متعارف شکست بخوریم، تا این که به گونه‌ای نامتعارف موفق شویم.»

نظریهٔ «اتومبیل‌های بی‌کیفیت»^۱ آکرلف

کینز، به رغم توصیف واضح خود از جامعه‌شناسی سرمایه‌گذاری کژکارکردی دههٔ ۱۹۳۰، شرح نمی‌دهد که چرا مشتریان به استخدام متخصصان سرمایه‌گذاری‌ای پرداختند (و امروزه هم هنوز می‌پردازند) که سبک آن‌ها «مسابقهٔ زیبایی» بود. تا ۱۹۷۰ طول کشید تا برندهٔ جایزهٔ نوبل، جرج آکرلف، در مقاله‌اش با عنوان «بازار اتومبیل‌های بی‌کیفیت»^۲ تبیینی قابل قبول ارائه کند.^[۷۹] از نظر او، علت عدم تقارن اطلاعات بین خریداران و فروشندگان است. اگر آگاهی فروشنده در مورد آنچه می‌فروشد بیش از آگاهی خریدار در مورد آنچه می‌خرد باشد، خریدار در ازای خیلی کم، خیلی زیاد خواهد پرداخت. او این اصل را به طور عملی راجع به بازار ماشین‌های کارکرده شرح می‌دهد، همان‌طور هم می‌توانست از مثال خدمات مدیریت سرمایه‌گذاری استفاده کند.

اگر خریداران آن خدمات سرمایه‌گذاری که به سبک مسابقهٔ زیبایی عمل می‌کند، واقعاً منطق حاصل جمع صفر بازی را می‌فهمیدند، احتمال بیش‌تری داشت که با اطمینان، به آن خاتمه دهند. اما در واقع، به حال خود رها شده‌اند و اغلب آن‌ها هیچ‌گاه به این امر آگاهی نخواهند یافت. به زبان کینز، اغلب خریداران ترجیح می‌دهند به طور متعارف شکست بخورند، تا این که به طور نامتعارف موفق شوند. بنابراین با نمونه‌ای اصیل از شکست بازار روبه‌رو هستیم که فقط می‌تواند از طریق خلق نهادهای سرمایه‌گذار متخصص و دارای مسئولیت امانی اصلاح شود؛ نهادهایی که به طور قانونی ملزم شده‌اند صرفاً در جهت بهترین منافع مشتریان خود عمل کنند. خوشبختانه چنین سازمان‌هایی وجود دارند و در حال گسترش‌اند.

نهادهای سرمایه‌گذاری دارای مسئولیت امانی از نظر دراگر

پیش‌تر از پیتز دراگر و کتاب او، انقلاب پنهان، حرف زدیم. یکی از پیام‌های مهم او این بود که نهادهای اثربخش بازنشستگی باید از همان اصولی پیروی کنند که هر سازمان اثربخش دیگر پیروی می‌کند: شفافیت

1. lemons

2. "The Market for Lemons"

مأموریت، متعادل کردن منافع کارفرما و کارگزار، نظارت آگاهانه، عملکرد قوی اجرایی، مقیاس متناسب، و رقابت در بازار کار برای نیروی کار متخصص. از لحاظ نظری، نهادهای بازنشتی دارای این ویژگی‌ها باید قادر باشند با هزینه‌ای معقول برای مشتری / ذی‌نفع خود خلق ارزش کنند. در عمل چنین می‌کنند؟ با توجه به محدودیت داده‌ها، پاسخ به این پرسش با استفاده از روش‌های آماری سنتی دشوار است. خوشبختانه این وضعیت در حال تغییر است. در فصل‌های پیش، به درگیری شخصی من با ایجاد نهادهای بازنشتی مد نظر پیتر دراگر پرداخته شد که از اواسط دهه ۱۹۸۰ آغاز شد و به پیدایش صندوق بازنشتی آموزگاران اُنتاریو و رکورد برجسته عملکرد سرمایه‌گذاری آن در دوره‌ای ۲۵ ساله انجامید که در جهان مورد توجه قرار گرفته است. تعداد بیش‌تر و فزاینده‌ای از نهادهای بازنشتی بر اساس اصولی مشابه با اصول دراگر ایجاد شده و می‌شوند. هم‌زمان، محدودیت داده‌ها در حال کاهش است. برای مثال، پژوهش‌هایی مانند «آیا بزرگ‌تر بهتر است؟ اندازه و عملکرد در مدیریت صندوق‌های بازنشتی» اثر دک و پومورسکی، شناختی تازه از عوامل مؤثر بر عملکرد سرمایه‌گذاری نهادی به دست داده است.^[۸۰] این مطالعه به طور مستند نشان داده است که با افزایش ارزش دارایی‌های صندوق بازنشتی، بازده اضافی خالص افزایش می‌یابد. یکی از عوامل مهم مؤثر بر عملکرد، افزایش درون‌سپاری سرمایه‌گذاری خصوصی در هنگام افزایش دارایی‌های صندوق است، به این ترتیب که هزینه مدیریت دارایی‌ها کاهش می‌یابد، بدون این که از بازده ناخالص کاسته شود. صندوق بازنشتی آموزگاران اُنتاریو یکی از به‌کارگیرندگان موفق راهبردهای درون‌سپاری بود.

ماجرای آماجی برای پیش‌بینی بازده

جست‌وجوی شخصی من به منظور یافتن پاسخ برای پرسش‌های مربوط به پیش‌بینی بازده که در مقدمه فصل حاضر آمد، از سال ۱۹۶۹ آغاز شد، هنگامی که مؤسسه سان لایف^۱ می‌خواست دقت پیش‌بینی تحلیلگر این مؤسسه از رتبه‌بندی سهام را بسنجد و اگر به اندازه کافی مناسب باشد، از آن به عنوان پیش‌بینی‌کننده بازده در فرایندهای مدیریت سبد سرمایه سازمان استفاده کند. این سنجش خرد در طول دهه ۱۹۷۰ به سازمان‌ها و روش‌شناسی‌های بسیاری بسط یافت و در ۱۹۷۹ با مقاله جیم فرل^۲ با عنوان «آیا مدیریت فعال می‌تواند ارزش آفرین باشد؟»^[۸۱] به اوج رسید. پاسخ این بود: «بله، این نوع مدیریت می‌تواند در نهایت ارزش بیافریند، اگر سازمان سرمایه‌گذار بتواند به روشی نظام‌مند از عهده پردازش هزاران پیش‌بینی اولیه و دارای اطلاعات کم برآید.»

1. Sun Life

2. Jim Farrell

من در دهه ۱۹۷۰ فرایند پیش‌بینی کلان و بلندمدت بازده را توسعه دادم.^[۸۲] این رویکرد سناریومحور به روایتی درباره «هفت حوزه مرتبط سرمایه‌گذاری در ۱۰۰ سال اخیر» تحول یافت که تا کنون در حال به‌روزرسانی آن بوده‌ام. آیا این رویکرد به پیش‌بینی بازده آینده، که رویکردی روایتگر و منعطف است، مفید بوده است؟ مطمئناً برای من چنین بوده است، و همچنین برای مشتری‌های دارای نگاه بلندمدت من که به بیانی کینزی مایل بوده‌اند «به طور نامتعارف موفق شوند». فصل بعدی آخرین به‌روزرسانی این روایت را ارائه خواهد کرد.

بازگشت به پرسش‌های آغازین

آیا محاسبات بازده اوراق قرضه و سهام که در ابتدای فصل آمد، پیش‌بینی‌هایی معتبر از بازده ۲۰ سال آینده‌اند؟ به باور من، آری. آن‌ها مبتنی بر واقعیت‌های قیمت‌گذاری بازارند که لو و بروک مطرح کرده‌اند. اما این فقط نیمی از داستان است. همان قدر هم اهمیت دارد که بپرسیم چگونه باید چنین پیش‌بینی‌هایی را به مسئله خلق ارزش برای ذی‌نفعان با کم‌ترین هزینه پیوند دهیم. پرداختن به این طراحی نهادی و چالش حکمرانی، مستلزم بهره‌گیری از بینش‌های کینز، آکرلف و دراگر است. پیش‌بینی معتبر بازده، برای خلق ارزش برای ذی‌نفعان لازم است اما کافی نیست. این پیش‌بینی‌ها باید به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز ترجمه شوند که حقیقتاً در خدمت نیازهای مشتریان / ذی‌نفعان است. و این جا جایی است که سازمان‌های بازنشستگی دراگر وارد می‌شوند (نک: فصل‌های ۱۲، ۱۳ و ۱۷).

فصل بیستم

بازده سرمایه گذاری در قرن بیست و یکم

«پیکتی دوره ۶۰ ساله جنگ جهانی اول تا دهه ۱۹۷۰ را یک دوره
خلاف قاعده می بیند... که اکنون پشت سر ماست... بازده واقعی سالانه
سرمایه در آینده احتمالاً به زیر ۵ درصد آنچه در قرن هجدهم و
نوزدهم بود سقوط خواهد کرد...»

کیت پی آمباخچیر^[۸۲]

بازنگری در باورهای سرمایه گذاری

فصل پیشین نشان داد که نظریه های سرمایه گذاری در حال تحول اند. همان طور که پیکتی در کنار
انبوهی از ایده های دیگرش، دوره ۶۰ ساله جنگ جهانی اول تا دهه ۱۹۷۰ را به مثابه یک دوره
اجتماعی-اقتصادی خلاف قاعده دید (فصل ۴)، فرضیه بازارهای کارا نیز دارد به عنوان یک امر
خلاف قاعده جالب توجه دیده می شود. به این فرضیه نمی توان به عنوان جایگزینی برای اندیشیدن
راجع به چگونگی کار کردن بازارهای سرمایه گذاری در واقعیت، اطمینان کرد، و نیز به عنوان جایگزینی
برای اندیشیدن راجع به این که چگونه نتایج باورهای سرمایه گذاری ما را به سرمایه گذاری در ثروت
مالی افراد دیگر هدایت خواهد کرد.

فصل نوزدهم نشان داد که اندرو لو جایگزینی قابل قبول برای فرضیه بازارهای کارا ارائه کرده است:
فرضیه بازارهای سازگار شونده. او فرضیه خود را در فهم بازارهای سرمایه گذاری و افراد فعال در آن ها، به جای
رویکردی «فیزیکی» و روباتی، دارای رویکردی بیولوژیک/ تکاملی می داند. بیش از هشیاری و محاسبات

عقلانی، این ترس و حرص است که بازار را به پیش می‌برد. به گونه‌ای مشابه، هایمن مینسکی^۱ از دانشگاه واشنگتن، در دفاع از فرضیه بی‌ثباتی مالی (FIH)^۲، استدلال می‌کند که ثبات مالی در اقتصادهای توسعه‌یافته به طور طبیعی به منبع بی‌ثباتی آینده بدل خواهد شد و این از طریق ریسک‌پذیری رخ می‌دهد. ایده‌های او نادیده ماند، تا این که مردم پذیرفتند بحران مالی جهانی مثالی عملی از فرضیه مینسکی است (یک «لحظه مینسکی‌ای»)^[۸۴].

داستان بازارهای سرمایه

در فصل پیش اشاره شد که من در درون سنت فرضیه بازارهای سازگار شونده^۳ لو و فرضیه بی‌ثباتی مالی مینسکی، از اواخر دهه ۱۹۷۰ در حال نوشتن و بازنویسی روایت خود از بازارهای سرمایه بوده‌ام. این روایت مبتنی بر داده‌های جدول ۲۰-۱ است. این چارچوب به سه دلیل ابزاری قدرتمند خواهد بود:

- جدول زیر با یادآوری این که بازارهای مالی دارای طرزفکرهایی هستند که در دوره‌هایی طولانی بر خوش‌بینی رشدیابنده و در دوره‌هایی طولانی بر بدبینی رشدیابنده متکی است، فرضیه بی‌ثباتی مالی را بازتاب می‌دهد.
 - همچنین فرضیه بازارهای سازگار شونده را بازتاب می‌دهد، زیرا نوسان طرزفکرها به شیوه‌هایی پیش‌بینی‌پذیر، بر قیمت‌گذاری در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. خوش‌بینی فزاینده به افزایش قیمت دارایی‌های پُریسک، تحقق بالای صرفه ریسک و از این رو به کاهش صرفه ریسک پیش‌بینی‌شده می‌انجامد. برعکس، بدبینی فزاینده به کاهش قیمت دارایی‌های پُریسک، تحقق منفی صرفه ریسک و از این رو افزایش صرفه ریسک پیش‌بینی‌شده می‌انجامد.
 - جدول زیر گفت‌وگوی متمرکز درباره این امور را تسهیل می‌کند: دوره‌های سرمایه‌گذاری گذشته و کنونی، و دوره‌های گذار.
- برای نمونه، چند سال پیش باور خود را مبنی بر پایان یافتن دوره «افسردگی حباب دوگانه»^۳ در حدود ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۱ مطرح کردم و نیز افزودم که ما در حال گذار به دوره جدید «سرمایه‌داری بالغ» بوده‌ایم. اکنون باید دید که این دوره جدید چگونه تحقق یافته است. از جدول زیر برمی‌آید که ما برخلاف بدبینی رایج، باید به سوی نگاه خوش‌بینانه برویم.

1. Hyman Minsky

2. financial instability hypothesis (FIH)

3. double-bubble blues

جدول ۲۰-۱. داده‌های ثبت‌شده هشت دوره بازاریهای سرمایه از جنگ جهانی اول

دوره سرمایه‌گذاری	طرز فکر سرمایه‌گذار	بازه زمانی تقریبی (به سال)	تغییر بازده سهام	میزان محقق‌شده صرف‌ریسک حقوق صاحبان سهام*
دهه جنگ جهانی اول	بدبینانه	۱۰	۵ به ۷ درصد	-۵٪
دهه پرشور بیست	خوش‌بینانه	۱۰	۷ به ۴ درصد	+۱۲٪
دهه سی نحس / دهه چهل شوم	بدبینانه	۲۰	۴ به ۷ درصد	۰٪
صلح آمریکایی ^۱	خوش‌بینانه	۲۰	۷ به ۳ درصد	+۸٪
دهه هفتاد ترسناک	بدبینانه	۱۰	۳ به ۶ درصد	-۳٪
صلح آمریکایی	خوش‌بینانه	۲۰	۶ به ۱ درصد	+۹٪
افسردگی حباب دوگانه	بدبینانه	۱۰	۱ به ۲ درصد	-۶٪
سرمایه‌داری بالغ؟	خوش‌بینانه؟	۲۰	۲ به ؟ درصد	؟٪

*منبع داده‌های بازده سهام اثر دیمسون، مارش و استاونتن با عنوان پیروزی خوش‌بین‌ها^۲ است. بازده اوراق قرضه بر اساس اوراق فرضی تعدیل‌شده با شاخص cpi با بازده واقعی ۲.۵ درصد محاسبه شده است. اگر برای دوره افسردگی حباب دوگانه از بازده واقعی و بلندمدت اوراق دولتی مصون از تورم استفاده می‌شد، صرف‌ریسک حقوق صاحبان سهام ۱۰- درصد می‌بود.

روایت‌های متعارف راجع به سرمایه‌داری بالغ

پیشگویی‌های ناامیدکننده امروزی راجع به آینده پیش‌رو دارای چهار مؤلفه است:

- **جمعیت‌شناسی:** با پیر شدن جمعیت و کاهش نسبت کارگر به بازنشسته از ۴:۲ به ۲:۱ در جهان توسعه‌یافته، مصرف، تشکیل سرمایه و بهره‌وری تضعیف خواهند شد و از این رو رشد اقتصادی نیز کاهش می‌یابد.
- **کسری مالی:** خانواده‌ها و دولت برای برآورده کردن نیازهای خود درحال استقراض‌اند. دیگر نمی‌توان به این شکل پیش رفت. در واقع، روز تسویه حساب فراخواهد رسید. این شرایط تقاضای اقتصادی آینده و از این رو رشد را کاهش خواهد داد.
- **ریسک‌های ژئوپولیتیک:** چیزی که گویی همیشه دامن ما را گرفته است: چین مدعی، روسیه متخاصم و خاورمیانه پر آشوب، مسیر پیش‌رو را رقم خواهند زد.

1. double-bubble blues

2. Triumph of the Optimists by Dimson, Marsh, and Staunton

- **ریسک‌های زیست‌محیطی:** این امر به شکل گرمایش جهانی و دگرگونی الگوهای آب‌وهوایی رخ داده که در جای خود، موجب فراگیری پرآبی‌ها و کم‌آبی‌های [آسیب‌زا] می‌شود. ریسک مالی همراه با آن، به دارایی‌هایی برمی‌گردد که به دلیل افزایش هزینه کل تولیدشان «ترک» می‌شوند (برای نمونه، به دلیل آلودگی آب یا انتشار کربن). این موضوع را در فصل بیست‌وهفتم بیش‌تر شرح می‌دهیم.

با فرض تعریف تمام‌وکمال دوره در حال ظهور سرمایه‌داری بالغ بر اساس ویژگی‌های فوق، می‌توان گفت این ویژگی‌ها در چگونگی قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی بلندمدت (مانند سهام) توسط بازار منعکس شده‌اند. اما امروزه بازده عواید^۱ ۵۰۰ سهام برتر در بازار بورس سهام نیویورک و نزدک (S&P 500) ۵ درصد است، در مقابل، میانگین بلندمدت گاه بین ۶ تا ۷ درصد است. خلاصه این که به نظر نمی‌رسد بدبینی نهفته در روایت‌های جمعیت‌شناسی، بدهی‌ها، تنش‌های ژئوپولیتیک و دگرگونی‌های محیط‌زیستی در قیمت‌گذاری دارایی‌های پرریسک ایالات متحده ریشه داشته باشد. به نظر می‌رسد بازارهای سهام اروپایی و نوظهور تا حدی محافظه‌کارترند و بازده یادشده را به ترتیب ۶ و ۷ درصد قیمت‌گذاری می‌کنند.^[۸۵] چرا قیمت‌گذاری سهام دچار بدبینی عمیق نیست؟ مقاله ویلیام برنستین^۲ با نام «معمای ثروت» در این باره تبیین قابل قبولی ارائه می‌کند.^[۸۶] در این مقاله، نویسنده چهار دلیل می‌آورد که چرا برخلاف انتظار، ممکن است سرمایه‌داری بالغ موفق عمل کند:

- **عقلانیت علمی:** فرض این که تمامی چیزهایی که ارزش کشف یا سرمایه‌گذاری دارند، دیگر کشف یا سرمایه‌گذاری شده‌اند، بدبینی ناروایی است. کشف‌ها و ابداعات جدید ادامه خواهند داشت و به ثروت اجتماعی این کشور افزوده خواهند شد.
- **حاکمیت قانون از حقوق مالکیت دفاع می‌کند:** شواهد پشتیبان این امر بسیار محکم و قابل اتکا هستند. اقتصادهای توسعه‌یافته ثروتمند هم‌اکنون چنین ویژگی‌ای دارند. اقتصادهای فقیرتر در حال توسعه، از برقراری حاکمیت قانون بسیار سود خواهند برد.
- **کارکرد درست بازارهای سرمایه:** به رغم واقعیت‌هایی که فرضیه بازارهای سازگار شونده و فرضیه بی‌ثباتی مالی در خود دارند، در مقیاس بزرگ، آنچه برای تبدیل پس‌اندازها به سرمایه خلق‌کننده ثروت ضرورت دارد، کارکرد درست بازارهای سرمایه است. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند و باید

1. earnings yield

2. William Bernstein

در کارکردی‌تر کردن بازارهای سرمایه نقشی اساسی بازی کنند.

- فناوریهای مدرن ارتباطات و ترابری: فقط تولید کالا و خدماتی که مصرف‌کنندگان می‌خواهند کافی نیست. آن‌ها نیازمندند دربارهٔ این محصولات بدانند و به محصولات دسترسی داشته باشند. فناوریهای مدرن ارتباطات و ترابری، برای دستیابی به این هدف، در حال اثربخش‌تر شدن و کاهش هزینه‌ها هستند.

اکنون به معمای برنستین بپردازیم: افزایش ثروت اجتماعی در اقتصادهای توسعه‌یافته، از لحاظ منطقی به معنای افزایش بازده سرمایه نیست. در واقع، کاملاً برعکس است: افزایش ثروت، از لحاظ منطقی، به کاهش بازده سرمایه می‌انجامد. چرا؟ چون افزایش بهره‌وری سرمایه، تقاضا برای سرمایه‌های جدید را کاهش می‌دهد. هم‌زمان، کاهش ضرورت مصرف درآمد برای مصارف فوری، عرضهٔ سرمایه را افزایش می‌دهد.

پیکنی نیز در کتاب سرمایه در قرن بیست‌ویکم نتیجهٔ مشابهی می‌گیرد: «کاهش بازده سرمایه در آینده.» او نتیجه می‌گیرد که در فرانسه و آمریکای قرن هجدهم و نوزدهم، بازده سرمایهٔ مولد (از جمله مستغلات)، دائماً در سطح ۵ درصد بوده است. سپس دورهٔ طولانی تباهی سرمایه طی جنگ جهانی اول، رکود بزرگ و جنگ جهانی دوم به دورهٔ بعدی می‌رسد: دورهٔ بازسازی پساجنگ با رشد بالا و انفجار جمعیتی‌ای که با بازده بالای سرمایه همراه است (یعنی دوره‌های صلح آمریکایی ۱ و ۲ در جدول ۲۰-۱). اکنون آن دوره را پشت‌سر گذاشته‌ایم. او پیش‌بینی می‌کند که با کاهش فرصت‌های بازده بالا و افزایش پس‌اندازها در نتیجهٔ متمرکز شدن درآمد و ثروت جامعه‌ای، به طور منطقی، بازده سرمایه از ۵ به ۴ درصد کاهش خواهد یافت.

اجزای S&P 500: نگاهی دقیق‌تر

ارزیابی پیکنی و برنستین از «کاهش بازده سرمایه در آینده»، با نیم‌نگاهی به جدول ۱-۲۰ تأیید می‌شود. بازده نقدی سهام^۱ در بازار بورس سهام نیویورک و نزدک، در آغاز دورهٔ صلح آمریکایی ۱ (یعنی دههٔ ۱۹۵۰)، برابر با ۷ درصد بود. پنجاه سال بعد، با پایان دورهٔ صلح آمریکایی ۲ (یعنی دههٔ ۲۰۰۰) این رقم ۱ درصد کاهش یافت. جدول ۲۰-۲ به اجزای S&P 500 در دورهٔ افسردگی حباب دوگانه (حدود ۲۰۱۰-۲۰۰۰)، و چهار سال نخست دورهٔ سرمایه‌داری بالغ، نگاهی دقیق‌تر انداخته است. برای خوانش این جدول، تعریف چند اصطلاح ضرورت دارد:

- بازده نقدی سهام: سود سهام پرداختی سالانه تقسیم بر میانگین ارزش شاخص^۱.
- بازده خالص سهام بازخریدشده توسط خود شرکت^۲: سهام خالص بازخریدشده در سال تقسیم بر میانگین ارزش شاخص. درحالی که به طور کلی داده‌های مربوط به بازخرید ناخالص در دسترس بود، داده‌های مربوط به صدور سهام جدید در دسترس نبود و ما بر اساس برخی محاسبات تقریبی، فرض کردیم نرخ انتشار سهام جدید به میزانی نسبتاً پایین و برابر با ۰.۵ درصد ارزش سهام سالانه باشد.
- بازده پرداختی^۳: جمع بازده نقدی سهام و بازده خالص سهام بازخریدشده.
- بازده سرمایه‌گذاری مجدد سود^۴: تفاوت میان بازده پرداختی و درصد سود هر سهم^۵. این عایداتی است که پس از پرداخت بازده، دوباره در شرکت‌های S&P 500 به جریان می‌افتد و حفظ می‌شود.
- درصد سود هر سهم: عایدی خالص سالانه تقسیم بر میانگین ارزش شاخص.
- بازده بلندمدت اوراق دولتی مصون از تورم: بازده اوراق دولتی مصون از تورم در پایان سال مالی دوره ۳۰ ساله.
- مقدار استنباطی صرف‌ریسک حقوق صاحبان سهام: تفاوت درصد سود هر سهم و بازده بلندمدت اوراق دولتی مصون از تورم. محاسبه مقدار استنباطی، با فرض صفر بودن رشد عایدات واقعی انجام شده است و از این رو برآوردی محافظه‌کارانه و بلندمدت است.
- ارزش شاخص: ارزش شاخص در پایان سال مالی.
- سرجمع عایدات: خالص عایدات سال.

1. index value
 2. Net Buyback Yield
 3. Payout Yield
 4. Plowback Yield
 5. earnings yield

جدول ۲۰-۲. اجزای اصلی S&P 500 در گذار از افسردگی حباب دوگانه به سرمایه‌داری بالغ

سال	بازده نقدی سهام	بازده خالص سهام بازخریدشده	بازده پرداختی	بازده سرمایه‌گذاری مجدد	درصد سود هر سهم	بازده بلندمدت اوراق دولتی مصون از تورم	مقدار استنباطی صرف‌ریسک حقوق صاحبان سهام	ارزش شاخص	سرجمع عایدات
۲۰۰۰	٪۱.۲۰	٪۰.۷	٪۱.۹۰	٪۱.۷۰	٪۳.۶۰	٪۳.۷۰	٪-۰.۱	۱۳۲۰	\$۵۰
۲۰۰۱	٪۱.۳۰	٪۰.۸۰	٪۲.۱۰	٪۰.۰۰	٪۲.۱۰	٪۳.۵۰	٪-۱.۴	۱۱۴۸	\$۲۵
۲۰۰۲	٪۱.۶۰	٪۰.۸۰	٪۲.۴۰	٪۰.۶۰	٪۳.۰۰	٪۲.۷۰	٪۰.۳۰	۸۸۰	\$۲۸
۲۰۰۳	٪۱.۸۰	٪۱.۱۰	٪۲.۹۰	٪۲.۱۰	٪۵.۰۰	٪۲.۳۰	٪۲.۷۰	۱۱۱۲	\$۴۹
۲۰۰۴	٪۱.۷۰	٪۱.۵۰	٪۳.۲۰	٪۱.۸۰	٪۵.۰۰	٪۱.۹۰	٪۳.۱۰	۱۲۱۲	\$۵۹
۲۰۰۵	٪۱.۸۰	٪۱.۷۰	٪۳.۵۰	٪۲.۵۰	٪۶.۰۰	٪۲.۰۰	٪۴.۰۰	۱۲۴۸	\$۷۰
۲۰۰۶	٪۱.۹۰	٪۲.۲۰	٪۴.۱۰	٪۲.۰۰	٪۶.۱۰	٪۲.۸۰	٪۳.۳۰	۱۴۱۸	\$۸۲
۲۰۰۷	٪۱.۰۰	٪۴.۱۰	٪۶.۰۰	٪-۱.۵	٪۴.۵۰	٪۲.۵۰	٪۲.۰۰	۱۴۶۸	\$۶۶
۲۰۰۸	٪۲.۶۰	٪۲.۴۰	٪۵.۰۰	٪-۳.۶	٪۱.۴۰	٪۲.۴۰	٪-۱.۰	۹۰۳	\$۱۵
۲۰۰۹	٪۲.۵۰	٪۰.۹۰	٪۳.۴۰	٪۲.۳۰	٪۵.۷۰	٪۲.۰۰	٪۳.۷۰	۱۱۱۵	\$۵۱
۲۰۱۰	٪۲.۰۰	٪۱.۱۰	٪۴.۱۰	٪۲.۷۰	٪۶.۸۰	٪۱.۸۰	٪۵.۰۰	۱۲۵۸	\$۷۷
میان	٪۱.۸۰	٪۱۰.۷	٪۳.۵۰	٪۱.۰۰	٪۴.۵۰	٪۲.۵۰	٪۲.۰۰		
۲۰۱۱	٪۲.۱۰	٪۳.۱۰	٪۵.۲۰	٪۱.۸۰	٪۷.۰۰	٪۰.۸۰	٪۶.۲۰	۱۲۵۸	\$۸۷
۲۰۱۲	٪۲.۳۰	٪۲.۶۰	٪۴.۹۰	٪۱.۴۰	٪۶.۳۰	٪۰.۴۰	٪۵.۹۰	۱۴۲۶	\$۸۷
۲۰۱۳	٪۲.۱۰	٪۲.۴۰	٪۴.۵۰	٪۱.۶۰	٪۶.۱۰	٪۱.۶۰	٪۴.۵۰	۱۸۴۸	\$۱۰۰
۲۰۱۴	٪۲.۱۰	٪۲.۶۰	٪۴.۷۰	٪۰.۷۰	٪۵.۴۰	٪۰.۸۰	٪۴.۶۰	۲۰۵۹	\$۱۰۳
میان	٪۲.۱۰	٪۲.۷۰	٪۴.۸۰	٪۱.۴۰	٪۶.۲۰	٪۰.۹۰	٪۵.۳۰		

منبع: Bloomberg, Standard & Poor's, Garland, Lazonick.

جدول ۲۰-۲ چرایی رنج‌آوری دوره افسردگی حباب دوگانه را آشکار می‌کند: صرف‌ریسک حقوق صاحبان سهام منفی بود. تا سال ۲۰۱۰ طول کشید که این میزان به ۵ درصد برسد. در نظر داشته باشید که با این‌که اخیراً شاخص S&P به میزان ۸۰۰ واحد افزایش یافته است، صرف‌ریسک حقوق صاحبان سهام

۴۶ درصد را رد نکرده است.

هنوز باید خیال سرمایه‌گذاران راحت باشد؟ نسبت به سال ۲۰۰۰، مطمئناً بله. و اگر الف. سهام ایالات متحده در این شاخص بتواند میزان عایدات کنونی را حفظ کند یا ارتقا دهد؛ و ب. بازده بلندمدت اوراق دولتی مصون از تورم، نسبت به سطح کنونی افزایش ناگهانی و موقت نیابد، احتمالاً بله. افزون بر این، به یاد داشته باشیم که اخیراً قیمت‌گذاری در بازار سهام اروپا و بازارهای نوظهور، بسیار ارزان‌تر از بازار ایالات متحده بوده است.

جدول ۲۰-۲ به گرایش درحال‌ظهور دیگری نیز اشاره دارد: افزایش آشکار و دورهای بازده خالص سهام بازخریدشده از ۱ درصد ارزش شاخص S&P 500 در اوایل دهه ۲۰۰۰ به حدود ۳ درصد اخیر، در مقایسه با میزان ۲ درصدی بازده نقدی سهام.^[۸۷] یعنی اکنون شرکت‌ها بخش بیش‌تری از عایدات خود را برای بازخرید سهام، و نه پرداخت سود، استفاده می‌کنند. افزون بر این، هنگامی که دو نوع بازده جمع می‌کنید (یعنی بازده پرداختی)، جمع این دو تقریباً به درصد سود هر سهم نزدیک می‌شود. یعنی شرکت‌ها اکنون اغلب عایدات خود را در غالب توزیع سود و بازخرید سهام به سهامداران برمی‌گردانند و مقدار کمی برای بازسرمایه‌گذاری باقی می‌ماند. این هم نشانه دیگر از راه رسیدن سرمایه‌داری بالغ است.

قیمت‌گذاری معقول

تمامی این‌ها چه پیامی در پی دارند؟ مهم‌ترین نتیجه‌گیری این است که به رغم افزایش بسیار در شاخص S&P 500 در چهارساله نخست دوره سرمایه‌داری بالغ، این افزایش به حدی نرسیده است که از حباب قیمتی سخن بگوییم. این قیمت‌گذاری با بازده کم‌تر سرمایه، رشد کم‌تر و نرخ بهره بلندمدت کم‌تر سازگاری دارد. در چنین شرایطی، صرف‌ریسک حدود ۴ درصدی، عادی به نظر می‌رسد.

فصل بیست و یکم

بلندمدت‌گرایی به مثابه پارادایم غالب سرمایه‌گذاری هنوز رخ نداده است

«...خوش‌بین‌تر خواهیم شد، زیرا جنبشی در راه است که به بلندمدت‌گرایی تمایل دارد و این جنبش دارد به شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی کشیده می‌شود و دارای قابلیت کافی برای جلب توجه و تغییر رفتار [سرمایه‌گذاری] است...»

ترز ویتمارش^۱

جنبشی به سوی بلندمدت‌گرایی؟

نقل قول بالا از سرمقاله نویسنده مهمان مجله بین‌المللی مدیریت بازنشستگی راتمن در پاییز ۲۰۱۴ است. ترزا ویتمارش مدیر اجرایی هیئت سرمایه‌گذاری ایالت واشنگتن^۲، برای خوش‌بینی خود راجع به در راه بودن جنبش بلندمدت‌گرایی، سه دلیل می‌آورد:

- نیاز به احیای اعتماد در اقتصاد مدرن، به‌ویژه در بخش مالی، تا حد زیادی به رسمیت شناخته شده است.
- این شناخت نیز در حال گسترش است که سرمایه‌داری، برای بقا باید دربرگیرنده^۳ باشد (یعنی باید به بسیاری از مردم منفعت برساند، نه فقط به عده‌ای).

1. Theresa Whitmarsh

2. Washington State Investment Board

3. inclusive

- شناخت درباره انتشار کربن نیز در حال گسترش است؛ امری که برانگیزاننده تغییرات زیست‌محیطی مثبت ضامن خلق ثروت پایدار در قرن بیست‌ویکم است.
 - افزون بر این، ویتمارش می‌گوید شواهد فزاینده‌ای در کار است که موارد بالا منجر به ابتکارات عملی‌ای برای افزایش افق دید تصمیمات سرمایه‌گذاری و شیوه‌های ارزیابی موفقیت این سرمایه‌گذاری‌ها شده است. این ابتکارها پیرامون سه مضمون به یکدیگر پیوند خورده‌اند:
 - جنبش سرمایه‌گذاران نهادی به سوی عدم میانجی‌گری از طریق مالکیت مستقیم دارایی‌های خصوصی؛
 - جنبشی به سوی متمرکز کردن سبدسهم عمومی توسط سرمایه‌گذاران نهادی که منجر به نفوذ بیش‌تر بر رفتار شرکت‌ها می‌شود؛
 - راهبردهای هماهنگ‌تر بین و درون سرمایه‌گذاران نهادی و شرکت‌های سرمایه‌پذیر، به هدف بلندمدت‌تر کردن چارچوب زمانی تصمیم‌گیری‌های شرکت و سرمایه‌گذاری‌ها.
- او به نوآوری مارک وایزمن^۱ و بارتون مکنزی^۲ از شرکت cppyb اشاره می‌کند: متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت^۳. مأموریت این طرح ابتکاری «توسعه ساختارها، معیارها و رویکردهای عملی برای رفتارهای بلندمدت در سرمایه‌گذاری و کسب‌وکار» است. این مأموریت از طریق ترکیبی از اقدامات، از پژوهش گرفته تا ساماندهی به مجامع تصمیم‌گیر، و شناسایی و پشتیبانی از ایده‌های عملی برای دست یافتن به این هدف، قابل دستیابی است.
- من در دفاع از ایده متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت، دو راه را طی کردم: نخست، استدلال در دفاع از بلندمدت‌گرایی در مقاله‌ای که در این خصوص دیدگاه تازه و قانع‌کننده‌ای ارائه کند؛ دوم، ارزیابی وضعیت کنونی اندیشه و عمل بلندمدت نهادی از طریق بررسی نمونه‌ای بزرگ از سازمان‌های بازنشتی جهان. فصل حاضر نتایج این دو راه را نشان می‌دهد.

دفاع از بلندمدت‌گرایی

عنوان مقاله‌ای که حاصل شد، «دفاع از بلندمدت‌گرایی»^۴ بود که بعد از سرمقاله ویتمارش در همان نسخه مجله منتشر شد.^[۸۸] برای دفاع قانع‌کننده، این مقاله به دو صورت عمل کرد: قیاسی و استقرایی. این مقاله

1. Mark Wiseman

2. McKinsey's Dominic Barton

3. Focusing Capital on the Long Term (FCLT)

4. "The Case for Long-Termism"

نخست قیاسی عمل کرد؛ یعنی بر اساس فرهنگ لغت آکسفورد، از «دانش موجود دربارهٔ چیزها استفاده کرد که به طور عمومی برای اندیشیدن دربارهٔ موقعیت‌ها و مسائل، درست است» و سپس این توالی را معکوس کرد و «قواعد عام را از مجموعه‌ای از شرایط خاص استخراج کرد». خوشبختانه هردو رویکرد منجر به نتیجه‌ای مشابه شدند: «به هردو شیوهٔ قیاسی و استقرایی، می‌توان با قدرت از منطق بلندمدت‌گرایی و پیامدهای آن دفاع کرد. پذیرفتن آن، فرصت‌آفرین و مسئولیت‌آفرین است.»

چرا چنین نتیجه‌گیری قوی و تأییدکننده‌ای؟ زیرا فرایند دفاع از بلندمدت‌گرایی از دو لحاظ اعتقاد مرا به قدرت آن تقویت کرد:

۱- **دفاع قیاسی:** بدون بلندمدت‌گرایی، ما هنوز هم در سطح جوامع معیشتی شکارچی و گردآورندهٔ غذا باقی می‌ماندیم. این خرد آینده‌نگر — یعنی بلندمدت‌گرایی مسئول — بود که موجب شد اجداد ما به اندوختن^۱ و سرمایه‌گذاری کردن بخشی از درآمد ناچیز خود در بذرها، ابزارها و سرپناه‌ها بپردازند تا فرزندانشان آیندهٔ بهتری داشته باشند. قرن‌ها بعد، آن سرمایه‌گذاری‌ها به پیدایش جاده‌ها و کشتی‌ها و تجارت جهانی منجر شد. و باز هم قرن‌ها بعد، بشر قطار و هواپیما و اتومبیل ساخت. حتی امروزه باید فرداهای بهتری ساخت. اما امروز ما در جوامع بسیار پیچیده‌تری زندگی می‌کنیم که در هر سه بُعد کارکردی مهم خود، با مسئلهٔ کارفرما-کارگزار مواجه است: سیاسی، تجاری و مالی. برآورد تقریبی هزینهٔ کلی این مسئله برحسب از دست دادن بازده بلندمدت به میزان سالانه ۱.۵ درصد است. چگونه مانع این هدررفت قابلیت خلق ثروت شویم؟ سرمایه‌گذاران نهادی جهان که بخش بازنشستگی پیش‌قراول آن‌هاست، در موقعیتی هستند که می‌توانند با مسئولیت امانی خویش، نقش «واگن راهبر» را بازی کنند و از طریق متمرکز کردن سرمایه در دسترس بر بلندمدت، موجب کاهش هزینه‌های آنان شوند. چنین شرایطی از لحاظ کیفی موجب پرورش شهروندان خوب خواهد شد و از لحاظ کمی بازده سرمایه را به میزان سالانه ۱.۵ درصد ارتقا خواهد داد.

۲- **دفاع استقرایی:** این مقاله در دومین بخش خود، داستان مشابه چهار سرمایه‌گذار را نقل می‌کند. تمامی آن‌ها، به طور مستقل و در زمان‌های جداگانه، موفق شدند برای دوره‌ای حدود بیش از دو دهه، به بازده اضافی غیرعادی دست پیدا کنند که بیش از معیارهای بازار بود. شرایط خاصی

۱. مؤلف در اینجا از واژهٔ Save استفاده کرده است که هم بر اندوختن غذا و میحتاج روزمره دلالت دارد و هم بر پس‌انداز کردن پول در جامعهٔ مدرن. - م.

که در آن سرمایه‌گذاری چنین نتایجی داشت چه بود؟ این بود که هرچهار فرایند سرمایه‌گذاری، مبتنی بر باور بلندمدت‌گرایی بودند. من در جست‌وجوی مسیرهای مشابه در این چهار داستان، شش ایده یافتیم که در جدول ۲۱-۱ آمده‌اند. به آن‌ها نگاه کنید: سازمان شما بر مبنای این شش ایده چگونه توصیف می‌شود؟ اگر پاسختان «نه خیلی خوب» باشد، سازمان شما به سرمایه‌گذاران دارای افق دید بلندمدت مجهز نیست؛ کسانی که بتوانند در طول چند دهه به بازده بالا و غیرعادی دست پیدا کنند.

جدول ۲۱-۱. شش ایده رایج در چهار داستان سرمایه‌گذاران غیرعادی

- آفریدن سبکی مشخص برای سرمایه‌گذاری و تداوم آن
- استقلال عمل داشتن
- حکمرانی و مدیریت داخلی اثربخش
- استخدام سرمایه انسانی مورد نیاز در رقابت با دیگر سازمان‌های نیازمند آن متخصص‌ها
- سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اقتصادی واقعی
- ایجاد تعادل بین اعتقاد راسخ و فروتنی بیش از حد

یک پیمایش

جدول ۲۱-۱ حکمرانی اثربخش را یکی از شش ایده رایج در سرمایه‌گذاری موفق دانسته است. در فصل پیش اشاره شد که مدت‌هاست درگیر موضوع حکمرانی اثربخش هستیم و این امر موجب مشارکت من در پیمایش‌های مشابهی شده است که وضعیت حکمرانی در صندوق‌های بازنشستگی را در سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵ ارزیابی کرده‌اند. در حمایت از طرح ابتکاری «تمرکز بر سرمایه‌گذاری بلندمدت»، بار دیگر در سال ۲۰۱۴ پیمایش مشابهی انجام شد. همانند پیمایش‌های پیشین، مشارکت در این یکی نیز بالا بود و از رهبران صندوق‌های بازنشستگی که در کل ۵ تریلیون دلار را مدیریت می‌کردند^[۸۹]، ۸۱ پاسخ‌نامه تکمیل شده دریافت شد.

همان‌طور که در فصل دهم آمد، آن پیمایش از مدیران صندوق‌های بازنشستگی خواسته بود تا به ۳۳ جمله امتیاز دهند. خبر خوب این بود که در مقایسه با پیمایش‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵ که میانگین امتیاز حکمرانی در آن‌ها به ترتیب ۴.۵ و ۴.۷ بود، این رقم برای سال ۲۰۱۴ به ۴.۸ رسید. بنابراین به طور

میانگین، کیفیت حکمرانی صندوق‌ها به تدریج رو به بهبود است و در مسیر درستی پیش می‌رود. خبر نه‌چندان خوب این است که همان پنج جمله‌ای که در پیمایش‌های پیش پایین‌ترین امتیاز را گرفته بودند، در پیمایش ۲۰۱۴ نیز کم‌ترین امتیاز را گرفتند. این امر حاکی از آن است که فرایند انتخاب و پرورش اعضای هیئت گردانندگان صندوق‌ها همچنان پرمعضل است و دو پیامد دارد: دخالت نابجای اعضای هیئت در امور اجرایی (برای مثال انتخاب مدیر) و محدودیت سرمایه انسانی (سیاست‌های غیررقابتی جبران خدمات).

افزون بر جبران خدمات رقابتی و حکمرانی اثربخش، جدول ۲۱-۱ چهار عامل سرمایه‌گذاری بلندمدت موفق را فهرست کرده است: آفریدن سبکی مشخص برای سرمایه‌گذاری و تداوم آن، استقلال عمل داشتن، سرمایه‌گذاری در فعالیتهای اقتصادی واقعی (به جای دادوستد یک مشت کاغذ) و پذیرش اشتباه‌های گاه‌گاه. بخش دوم پیمایش سال ۲۰۱۴ میزان حضور یا غیاب این عوامل در سازمان‌های بازنشتی را سنجید. با این هدف، ۲۲ جمله دیگر ساخته شد و دوباره از پاسخگویان خواسته شد که در مورد سازمان خود به این جمله‌ها امتیازی بین ۶ تا ۱ بدهند.

یافته‌های پیمایش راجع به سرمایه‌گذاری بلندمدت

میانگین امتیاز سرمایه‌گذاری بلندمدت ۴.۹ بود (به یاد داشته باشید که این امتیاز برای حکمرانی ۴.۸ بود). هردو میانگین حاکی از گرایش طبیعی پاسخگویان به امتیازدهی بالاست. اما با مقایسه جملاتی که بیش‌ترین و کم‌ترین امتیاز را گرفته‌اند هست که می‌توان به اطلاعات بیش‌تری دست یافت.

جدول ۲۱-۲. وضعیت سرمایه‌گذاری بلندمدت در صندوق‌های بازنشستگی جهان

میانگین امتیاز در سال ۲۰۱۴	پایین‌ترین امتیاز	میانگین امتیاز در سال ۲۰۱۴	بالا‌ترین امتیاز
۱۸	هنگامی که فکر کنیم تعامل پیش‌کنشگرانه ^۱ لازم است، ما (یا مدیران از طرف ما) دارای سیاست‌های مشخصی برای تعامل با شرکت‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌ایم هستیم.	۱	ما باور داریم که قابلیت سرمایه‌گذاری بلندمدت، مزیت مهمی در خلق ارزش است.
۱۹	برای هریک از مؤلفه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت دستورالعمل‌های واضح و آشکار وجود دارد که اهداف بلندمدت و اهداف مجاز کوتاه‌مدت را تعیین کرده است.	۲	سیاست سرمایه‌گذاری سازمان ما آشکارا بیان می‌کند که ما برای بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌کنیم.
۲۰	رویکرد ما برای ارزیابی مؤلفه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت صندوق، تفاوت معناداری با دیگر مؤلفه‌ها دارد.	۳	در صندوق ما، بخش‌های خاصی برای تمرکز بر سرمایه‌گذاری بلندمدت وجود دارد.
۲۱	جبران خدمات مدیر سرمایه‌گذاری به گونه‌ای طراحی شده است که افق دید بلندمدت مدیر در سرمایه‌گذاری‌ها را تضمین کند.	۴	ما در صندوق خود، در انتخاب ترکیب سیدسهم، برای اجرای جهت‌گیری بلندمدت، سیاست ویژه‌ای داریم.
۲۲	ما (یا مدیران از طرف ما) در تصمیم‌گیری برای انتخاب شرکت‌های سرمایه‌پذیر، کاملاً به عوامل اجتماعی و محیط‌زیستی توجه داریم.	۵	باور داریم که پروتکل‌های ما برای سرمایه‌گذاری بلندمدت، ارزش قابل توجهی خلق می‌کنند.

منبع:

- Ambachtsheer and McLaughlin (2015), "How Effective Is Pension Fund Governance Today? and Do Pension Funds Invest for the Long-Term? Findings from a New Survey," KPA Advisory Services Ltd.

این مقایسه در جدول ۲۱-۲ آمده است و به نتایج مهمی منجر می‌شود: اکنون در مورد سرمایه‌گذاری بلندمدت، شکاف بسیاری میان هدف و عمل وجود دارد. در سمت راست جدول بالا می‌بینید که موافقت عجیب و زیادی با مطلوبیت طراحی و اجرای برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت وجود دارد. اما سمت چپ جدول نشان می‌دهد که برای رسیدن به این حد مطلوب، کارهای زیادی باید انجام شود. دستورالعمل‌های اداری باید بهتر تنظیم شوند. ارزیابی عملکرد و نظام جبران خدمات باید بازنگری شوند. هنوز باید برای تعامل با شرکت‌های سرمایه‌پذیر و نیز معیار قرار دادن عوامل اجتماعی و محیط‌زیستی در فرایندهای تصمیم‌گیری،

سیاست‌هایی اثربخش ابداع شود.

نقل برخی جملات از پاسخگویان می‌تواند یافته‌های بالا را معنادارتر کند:

- «به رغم این که ما سرمایه‌گذاران بلندمدت هستیم، ... حساسیت ما به عملکرد [موفق] همکاران [دارای رویکرد کوتاه‌مدت] مانع می‌شود...»
- «ما برای این که به سرمایه‌گذاران بلندمدت تبدیل شویم، با محدودیت‌های بسیاری ناشی از تنظیم‌گری مواجهیم...»
- «سپردن سرمایه‌گذاری به متخصصان بیرون هزینه‌های بالایی دارد... برای ما درون‌سپاری به یکی از ابعاد مهم سرمایه‌گذاری بلندمدت بدل خواهد شد...»
- «ما دریافتیم که اغلب مدیران بیرونی واقعاً با اهداف سرمایه‌گذاری بلندمدت ما همسو نیستند...»
- «اگرچه سازمان ما از لحاظ مفهومی طرفدار سرمایه‌گذاری بلندمدت است، [در عمل] داریم می‌کوشیم چارچوب جدیدی برای نظارت و راهنمایی [در این خصوص] ایجاد کنیم... ما نیازمند زبان جدیدی هستیم...»

خبر خوب این است که بلندمدت‌گرایی به دلیل ماهیتی که دارد، به طور فزاینده‌ای در برنامه‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها وارد می‌شود: مفید بودن برای جامعه و مفید بودن برای بازده سرمایه‌گذاری‌ها. خبر نه‌چندان خوب این است که هنوز در طراحی و مدیریت برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، شکاف بسیاری بین هدف و عمل وجود دارد.

فصل بیست و دوم

سرمایه‌گذاری برای بلندمدت (۱)

از سخن تا عمل

«در مطالعه‌ای تازه راجع به بازنشدگی عمومی و خصوصی و صندوق‌های ثروت ملی^۱، پاسخگویان کاملاً موافق بودند که اگرچه قابلیت سرمایه‌گذاری بلندمدت، یک مزیت است، آن‌ها لزوماً ابزارها/ راهبردهای اثربخشی برای اجرا ندارند که به تحقق اهدافشان کمک کنند...»

طرح ابتکاری متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت

طرح ابتکاری متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت

نقل قول بالا از «راهنمای سیدسرمایه بلندمدت» است؛ یکی از آثاری که در طرح ابتکاری متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت منتشر شد. ارجاع این نقل قول به یافته‌های مهم پیمایش آمباختشیر-مک‌لافلین^۲ درباره سرمایه‌گذاری نهادی است که در فصل دهم و فصل پیشین آمد.^[۹۰] یکی از یافته‌ها وجود شکاف قابل توجه میان هدف و عمل در سرمایه‌گذاری بلندمدت بود.

طرح ابتکاری متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت که در سال ۲۰۱۳ به جریان افتاد، اکنون مورد حمایت گروه‌های گوناگونی از سرمایه‌گذاران بین‌المللی و رهبران شرکت‌هاست. همان‌طور که از نام آن پیداست، هدف

1. Sovereign Wealth Funds

2. Ambachtsheer-McLaughlin

آن، سوق دادن منابع به سوی سرمایه‌گذاری بلندمدت است. نقل مستقیم انگیزه‌های این طرح ارزشمند است: «سرمایه‌گذاران بسیار زیادی بر اساس راهبردهای خود، هنوز در پی بازده در حداقل زمان ممکن هستند. شرکت‌ها به دلیل ترس از نداشتن گزارش‌های مالی سه‌ماهه، دارند سرمایه‌گذاری‌های سودآور را از دست می‌دهند. مدیریت شرکت‌ها سرمایه‌گذاری با نگاه بلندمدت را بسیار کم ارزش‌یابی می‌کنند و بسیار کم به آن می‌پردازند. پس‌اندازکنندگان به این دلیل بازده‌های مناسب ممکن را از دست می‌دهند که بازار سهام، سرمایه‌گذاری بلندمدت را برای شرکت‌ها هزینه‌دار کرده است. جامعه رشد و نوآوری بلندمدت را از دست می‌دهد، چون به اندازه کافی [در فعالیتهای دارای بازده بلندمدت] سرمایه‌گذاری نمی‌کند.»

طرح ابتکاری متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت، برای تغییر این وضعیت اندوهبار، چهار حوزه عمل را شناسایی می‌کند:

- ۱- جهت‌دهی دوباره به راهبردهای سبدمرمايه و مدیریت سرمایه‌گذاری نهادی؛
 - ۲- دستیابی به ارزش بیش‌تر^۱ از طریق درگیری و مالکیت فعالانه؛
 - ۳- بهبود گفت‌وگو بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها؛
 - ۴- تمرکز هیئت‌های مدیره بر پشتیبانی از راهبرد بلندمدت و رشد پایدار.
- هدف راهنمای سبدمرمايه بلندمدت، حمایت از اقدامات حوزه شماره ۱ از طریق توصیه‌هایی عملی برای سرمایه‌گذاران نهادی است. این فصل پنج پیشنهاد کلیدی را که در این سند راهنمای ۴۵ صفحه‌ای آمده است، خلاصه می‌کند و نیز دیدگاه‌ها و پیشنهادهاى خودم را به آن‌ها می‌افزایم.^[۹۱]

جهت‌دهی دوباره به راهبردهای سبدمرمايه و مدیریت در پنج حیطه اصلی

در مقدمه این سند آمده است که ۲۴ متخصص سرمایه‌گذاری از ۱۰ سازمان گوناگون سرمایه‌گذاری، مستقر در اروپا، ایالات متحده، کانادا و آسیا/اقیانوس آرام در آن مشارکت داشته‌اند؛ این‌ها در مجموع ۶ تریلیون دلار سرمایه را مدیریت می‌کنند. هدف از تدوین این راهنما، پیشنهاد مجموعه‌ای از ایده‌های عملی در پنج حیطه اصلی برای تقویت خلق ثروت با سرمایه‌گذاری بلندمدت است. پنج حیطه مذکور:

- ۱- **باورهای سرمایه‌گذاری معیاری** برای تعیین سرمایه‌گذاری بلندمدت پایدار و نوسان‌های منفی کوتاه‌مدت به دست می‌دهد.

- ۲- **بیانیه‌ی اشتباهی ریسک**^۱ موجب شناسایی ناطمینانی‌ها و ریسک‌های کلیدی، افق زمانی مرتبط، و توانایی و تمایل صاحبان دارایی به متحمل شدن این ریسک‌ها و ناطمینانی‌ها می‌شود.
- ۳- **فرایندهای محک‌زنی** باید خلق ثروت بلندمدت را اندازه‌گیری کنند و همچنین تفاوت میان نقش راهبرد و اقدام را بسنجند.
- ۴- **ارزیابی و انگیزش**، تضاد منافع مالی کارفرما و کارگزار را با تأکید بر نتایج بلندمدت متعادل می‌کند.
- ۵- **دستورالعمل‌های سرمایه‌گذاری** باید به عنوان سازوکاری برای متعادل کردن منافع و اولویت‌های مدیر سرمایه‌گذاری و منافع و اولویت‌های صاحب دارایی به کار برود.^[۹۲]

باورهای سرمایه‌گذاری

این بخش از راهنما، ترکیبی از فلسفه و مطالعات موردی تجربی را ارائه می‌کند. در اصل به این می‌پردازد که چرا واضح بودن باورهای سرمایه‌گذاری برای تبدیل شدن به یک سرمایه‌دار بلندمدت این قدر مهم است؟ شش دلیل برمی‌شمارد:

- ۱- **سازگاری**: مجموعه‌ای توافق‌مبنا^۲ از باورهای سرمایه‌گذاری به سازگار شدن اندیشه‌ها راجع به چگونگی عملکرد بازارهای مالی می‌انجامد (برای مثال، تغییر قیمت در کوتاه‌مدت و بازگشت قیمت‌ها به میانگین در بلندمدت)، و از این رو برای تدوین و اجرای راهبردها، زمینه‌ای منسجم و کل‌نگر می‌آفریند.
- ۲- **موضوعیت**: باید مجموعه‌ای توافق‌مبنا از باورهای سرمایه‌گذاری، مأموریت‌های سرمایه‌گذاری سازمان را محدود کند. برای نمونه آنچه برای صاحبان/ذی‌نفعان سازمان مهم‌تر است: تغییر ارزش سرمایه در کوتاه‌مدت یا از دست رفتن ارزش سرمایه در بلندمدت؟
- ۳- **تمرکز بلندمدت**: دو پرسش مهم درباره‌ی راهبرد سرمایه‌گذاری: ۱. چه چیزی موجب ارزش سرمایه‌گذاری‌ها در بلندمدت می‌شود؟ و ۲. امروز سرمایه‌گذاری‌ها در مقایسه با یک معیار استاندارد ارزش‌گذاری، چگونه قیمت‌گذاری شده‌اند؟ مجموعه‌ای توافق‌مبنا از باورهای سرمایه‌گذاری، برای پاسخ به این پرسش‌ها راهنمایی انتقادی فراهم می‌کند.
- ۴- **سوگیری‌های رفتاری**: در مورد سوگیری‌های رفتاری افراد سرمایه‌گذار، پژوهش‌های فراوانی وجود دارد و سرمایه‌گذاران نهادی نیز در برابر سوگیری رفتاری ایمن نیستند. مجموعه‌ای توافق‌مبنا از

1. risk appetite statement

2. agreed-upon set

باورهای سرمایه‌گذاری، کمک خواهد کرد جلوی گرایش طبیعی ما به کوتاه‌مدت‌گرایی در زمان نوسان بازارهای مالی گرفته شود.

۵- **مسائل کارفرما-کارگزار:** هر فرایند سرمایه‌گذاری یک «زنجیره ارزش» دارد که به آن پیوسته است؛ صاحبان/ذی‌نفعان در یک سر و متخصصان سرمایه‌گذاری در سر دیگر آن هستند. باورهای سرمایه‌گذاری واضح کمک می‌کنند تدوین و اجرای راهبردها بر نیازهای صاحبان/ذی‌نفعان متمرکز باشد، نه بر نیازهای متخصصان سرمایه‌گذاری.

۶- **ارتباطات:** مجموعه‌ای توافق‌منا از باورهای سرمایه‌گذاری، با در نظر گرفتن مأموریت سازمان، به تبیین این امر کمک می‌کند که چرا یک راهبرد سرمایه‌گذاری مناسب است. برای نمونه اگر عوامل محیط‌زیست-جامعه-حکمرانی یکی از معیارهای مهم در خلق ثروت بلندمدت محسوب شوند، باید به جای این که به عنوان موضوعی جداگانه مطرح شوند، با راهبردها و اجرای آن‌ها پیوندی ذاتی برقرار کنند. مطالعات موردی در این راهنما درباره این که چگونه باورهای برخاسته از توافق به رسیدگی به این شش چالش کمک می‌کنند، مثال‌هایی ملموس ارائه می‌کنند که ارزش خواندن دارند. البته باورهای سرمایه‌گذاری در چهار فصل پیشین این کتاب نیز مضمون اصلی بوده‌اند.

بیانیه اشتباهی ریسک

این راهنما برای تدوین یک بیانیه اشتباهی ریسک، هم فلسفه و هم مطالعاتی موردی ارائه می‌کند. تهیه یک ماتریس شناسایی ریسک برای سازمان، آغازگاه مناسبی است. این ماتریس ۱۰ نوع ریسک را در سه مقوله ریسک دارایی، ریسک سازمانی و ریسک ذی‌نفعان/محیط دسته‌بندی می‌کند. جدول ۲۲-۱ را ببینید.

جدول ۲۲-۱. ماتریس شناسایی ریسک

ریسک دارایی	ریسک سازمانی	ریسک ذی‌نفعان/محیط
کاهش ارزش	عملیاتی	
نوسان	راهبردی/امانی	حقوقی/تنظیمگری
تأمین مالی/نقدینگی طرف معامله مالی/وثیقه	مربوط به شهرت	مشتریان/ذی‌نفعان/حامیان

منبع: Adapted from the FCLT Long-Term Portfolio Guide.

اکنون باید از اشتباهی سازمان برای متحمل شدن هریک از این ۱۰ ریسک پرسید. پاسخ دادن به این پرسش برای هیئت‌مدیره و دیگر مدیران هر سازمان سرمایه‌گذار، تمرینی روشنگر و مفید است. برای کمک به پاسخ‌دهی، در این راهنما، ماتریس اشتباهی ریسک نیز آمده است که در جدول ۲۲-۲ بازسازی شده است. در ماتریس اشتباهی ریسک، موقعیت شما در مورد هریک از ۱۰ نوع ریسک مستلزم رسیدگی، کجاست؟

جدول ۲۲-۲. ماتریس اشتباهی ریسک

تمایل			
کم		زیاد	
توانایی	کم	ساده، محافظه‌کار	نیازمند کاهش تمایل و/ یا افزایش توانایی
	زیاد	پیچیده، محافظه‌کار	پیچیده، ریسک‌جو

منبع: Adapted from the FCLT Long-Term Portfolio Guide.

بعدی از ریسک وجود دارد که در این دو ماتریس به طور واضح بیان نشده است: تمایز آشکار میان ریسک‌هایی که سازمان با آن‌ها مواجه است و ریسک‌هایی که صاحبان دارایی/ ذی‌نفعان/ مشتریان با آن‌ها مواجه‌اند. درحالی که این نوع ریسک در برخی بافتارها ممکن است خیلی مهم نباشد، در برخی دیگر اهمیت بسیاری دارد. برای مثال در بافتار صندوق‌های بازنشستگی اهمیت دارد. در فصل‌های پیش بیان شد که کارگران جوان و مستمری‌بگیران با ریسک‌های بسیار متفاوتی روبه‌رو می‌شوند. نخستین ریسک برای کارگران جوان این است که از جادوی بالا بودن بازده بلندمدت بی‌نصیب بمانند. نخستین ریسک برای مستمری‌بگیران این است که منابع مالی کافی برای مستمری ماه بعد وجود نداشته باشد. بیانیۀ اشتباهی ریسک سازمان‌های بازنشستگی باید این تمایز را در نظر بگیرد.

فرایندهای محک‌زنی

در این راهنما، روشی کامل برای محک‌زنی ارائه شده است که با رویکرد ما در فصل سیزدهم کاملاً سازگار است. پیام اصلی این است که بین راهبرد محک‌زنی و تصمیم‌های عملیاتی تمایز قائل شویم:

– **راهبرد محک‌زنی:** روش‌های اهداف مشخص بازده^۱، اهداف تعدیل‌شده بازده بر اساس ریسک^۲ و

1. absolute return targets
2. risk-adjusted return targets

استفاده از سبدهای معیار که میزان ریسک‌پذیری سازمان (یا صاحبان / ذی‌نفعان / مشتریان آن) را منعکس می‌کنند، همگی می‌توانند در اندازه‌گیری انتظارات و پیامدهای راهبردهای سرمایه‌گذاری نقش بازی کنند.

- **تصمیم‌های عملیاتی:** در این جا به جای راهبردهای بلندمدت، باید بر محک‌زنی اجرای راهبردهای منفعل تأکید شود که کم‌هزینه‌تر و بهبودیافته‌تر باشد. برای مثال، این راهنما نشان می‌دهد که چگونه با استفاده از معیارهایی مانند حاشیه سود جریان‌های نقدی آزاد (FCF)، بازده سرمایه (ROIC) و بازده دارایی (ROA)، و ملاحظات غیرمالی، مانند کیفیت حکمرانی، و ملاحظات اجتماعی و محیطی می‌توان یک سبدسهم مرجع ساخت. در این مورد، در فصل بعدی بیش‌تر خواهیم گفت.

همان‌طور که در فصل سیزدهم آمد، خدمات محک‌زنی مؤسسه CEM در خصوص «ارزش منابع هزینه‌شده و ریسک» میان محک‌زنی راهبرد و محک‌زنی عملیات تمایز قائل شده بود و اکنون سازمان‌های بسیاری در دنیا از این خدمات استفاده می‌کنند. پایگاه داده‌های این شرکت، ابزار پژوهشی ارزشمندی برای فرایندهای خلاقانه محک‌زنی است. برای نمونه، پژوهش‌های انجام‌شده دریافتند که برخی رویکردهای خاص اجرای راهبردها بسیار به‌صرفه‌تر از رویکردهای دیگرند.^[۹۳]

ارزیابی و انگیزش

بخش ارزیابی و انگیزش این راهنما، دو مضمون اصلی دارد که در فصل پانزدهم به آن‌ها پرداختیم. مضمون آشکارتر، طول دوره ارزیابی است و پیام این است که بیش از دوره‌های یک‌ساله بر دوره‌های چهارپنج‌ساله تأکید شود، چه در ارزیابی عملکرد و طراحی برنامه‌های جبران‌خدمات و چه در اجرای برنامه‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری.

مضمون دیگر، جنبه کیفی ارزیابی اثربخش و برنامه‌های انگیزشی است. این امر در مورد سبدسهم به معنای آزمون سازگاری بین باورهای سرمایه‌گذاری سازمان، راهبرد سرمایه‌گذاری آن و چگونگی اجرای آن است. بنابراین اگر سازمان باور داشته باشد شرکت دارای رتبه بالاتر در پایداری، برای سرمایه‌گذاری بلندمدت ارجح خواهد بود، سبدسهم سازمان نیز در عمل همین باور را بازتاب خواهد داد؟ در سطح افراد، اگر سازمان باور دارد که مهارت‌های فردی و رفتاریهایی مانند ارتباطات، انگیزه و همکاری از ویژگی‌های سازمان موفق هستند، این ویژگی‌ها باید در شیوه ارزیابی عملکرد و جبران‌خدمات افراد بازتاب یابد. در فصل بعدی در این

باره بیش‌تر خواهیم گفت.

دستورالعمل سرمایه‌گذاری

این بخش از راهنما، با استفاده از مثالی عملی، تمامی بخش‌های دیگر را در کنار یکدیگر مطرح می‌کند و بیان می‌دارد که در تهیه دستورالعمل سرمایه‌گذاری باید بر اساس این سه اصل عمل کرد:

- همسویی و سازگاری باورهای سرمایه‌گذاری و منافع در کل زنجیره سرمایه‌گذاری؛
- راهکاری برای کاهش سوگیری‌های رفتاری که اغلب مانع پیش رفتن برنامه‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌شوند؛
- پروتکل‌های شفاف ارزیابی (هم کمی و هم کیفی) برای ارزیابی موفقیت (یا عدم موفقیت) سرمایه‌گذاری بلندمدت طی زمان.

با در ذهن داشتن این سه اصل، یک دستورالعمل اثربخش برای سرمایه‌گذاری، به دستیابی به اهداف سرمایه‌گذاری رسیدگی می‌کند، باورهای سرمایه‌داری و اشتباهات ریسک‌فرایند را پیش می‌برند، فرایند واقعی سرمایه‌گذاری آغاز می‌شود (برای نمونه، انتخاب معیار، پروتکل‌های اقدام و ماشه‌های فروش^۱)، از رهنمودها پیروی می‌شود (برای نمونه، تمرکز سیدسهام، گردش سیدسهام)، و این شرایط بررسی می‌شود (برای مثال، محک‌زنی، افق دید، ساختار حق‌الزحمه/انگیزش).

از سخن تا عمل

فصل بیست‌وهفتم به ریسک تغییرات اقلیمی خواهد پرداخت و این مسئله را پیش می‌کشد که فوریت رسیدگی به این معضل درک نشده است. این فصل نشان می‌دهد هنگامی که ما مشکلات پیش‌روی خویش را اولویت‌بندی می‌کنیم، دچار سوگیری «در دوره زندگی من» می‌شویم. به‌ویژه، اکثر ما مایلیم برای رخدادهایی که مایل نیستیم در دوره زندگی‌مان پیش بیایند، از نرخ‌تنزیل بالایی استفاده کنیم. جای تعجب نیست که در پیمایش از جمعیت بالغ، میان سن و فوریت درک‌شده برای مقابله با تغییرات اقلیمی، همبستگی‌ای منفی وجود دارد. سکون مشابهی در بسیاری از سازمان‌های صاحب‌دارایی دیده می‌شود: در چالش تغییر طرزفکر مبتنی بر مسابقه زیبایی کوتاه‌مدت به طرزفکر مبتنی بر خلق ثروت بلندمدت.

1. sell triggers

نویسندگان سند راهنمای یادشده، به اثر اد وایتزر^۱ حقوقدان و همکارانش اشاره می‌کنند که نشان می‌دهد اکنون «مسیر حقوق» به نقطه‌ای رسیده است که اجرای تعهدات امانی به منظور رعایت عدالت بین‌نسلی «انتظاری معقول» است.^[۹۴] فصل یازدهم اثبات کرد که هیئت‌های امنای صندوق‌های بازنشستگی، تعهدی امانی دارند که سخن از سرمایه‌گذاری بلندمدت را به عمل بکشانند.

بیایید ما هم چنین کنیم.

فصل بیست و سوم

سرمایه گذاری برای بلندمدت (۲)

چگونه باید عملکرد را سنجید؟

«آنچه را بتوان سنجید، می توان مدیریت کرد.»
پیتر دراکر

سرمایه گذاری بلندمدت: نتایج اندازه گیری

این که در دو فصل گذشته به طرح ابتکاری متمرکز کردن سرمایه بر بلندمدت ارجاع دادیم، به این معنا نیست که این تنها طرح ابتکاری است. سازمان ملل متحد، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، و مجمع جهانی اقتصاد خواهان بلندمدت تر شدن سرمایه گذاری هستند. بر اساس نتایج پیمایش ذکر شده در فصل بیست و یکم، بسیاری از سازمان های بازنشتگی نیز خودشان خواهان چنین تغییری هستند.

در این لحظه سازنده، پرسشی مهم راجع به حکمرانی پیش می آید. جمله دراکر را به بیانی دیگر بگوییم: «اگر قرار است یک برنامه سرمایه گذاری بلندمدت را مدیریت کنیم، چگونه باید عملکرد آن را سنجید؟» پاسخی ساده: «طی یک دوره بلندمدت ارزیابی.» این پاسخی ساده است، زیرا هیئت های مدیره نمی توانند ۱۰ تا ۲۰ سال منتظر باشند تا ببینند برنامه های سرمایه گذاری بلندمدت سازمان به چه نتیجه ای می رسد. آن ها باید در سفری که ۱۰ تا ۲۰ سال ادامه دارد، به نشانه های بارز پیشرفت تکیه کنند. این نشانه های پیشرفت چه هستند؟ فصل حاضر به این پرسش پاسخ می دهد.

نشانه‌های بارز پیشرفت

می‌خواهیم عملکرد چه چیزی را بسنجیم؟ سرمایه‌گذاری بلندمدت چیست؟ کینز آن را به مثابه مشارکت در فرایندی توصیف می‌کند که پس‌اندازها را به سرمایه‌ثروت‌آفرین تبدیل می‌کند و در عوض به سرمایه‌گذاران درآمد می‌رساند. سرمایه‌گذاری بلندمدت، معامله‌اوراق بهادار در بازار با هدف کسب عایدی به ضرر دیگر معامله‌کنندگان نیست (کینز این معامله را سرمایه‌گذاری «مسابقه زیبایی» می‌نامد). بله، اغلب رویه‌های سنجش عملکرد سرمایه‌گذاری برای سنجیدن موفقیت‌ها یا شکست‌های مسابقه زیبایی طراحی شده‌اند. و با استناد دوباره به دراکر، آنچه را بتوان سنجید، می‌توان مدیریت کرد. اگر ما چیز اشتباهی را بسنجیم، چیز اشتباهی را مدیریت خواهیم کرد. چگونه سنجش عملکرد را از تمرکز بر معاملات کوتاه‌مدت خلاص کنیم و به سوی سنجش موفقیت (یا شکست) در خلق ارزش برای ذی‌نفعان در بلندمدت هدایت کنیم؟ پاسخ باید در تمرکز کم‌تر بر بازده کلی کوتاه‌مدت و تمرکز بیش‌تر بر اندازه، کیفیت، و رشد جریان‌های درآمدی حاصل از سرمایه‌گذاری بلندمدت، و اثربخشی حکمرانی و مدیریت سازمان‌های سرمایه‌پذیری نهفته باشد که این جریان‌های درآمدی را ایجاد می‌کنند. با این جهت‌دهی دوباره، هیئت‌های مدیره حق دارند خواهان دریافت منظم گزارش پیشرفت عملکرد این سرمایه‌گذاری‌ها و سلامت و اثربخشی سازمان‌های سرمایه‌پذیر باشند.

ارزیابی سلامت و اثربخشی سازمان‌های سرمایه‌پذیر

چگونه می‌توانیم سلامت و اثربخشی سازمان‌های سرمایه‌پذیر ایجادکننده سود سرمایه‌گذاری‌ها را رصد کنیم؟ فصل دوازدهم با توصیف گزارشگری یکپارچه، بخشی از پاسخ را داده است. این طرح ابتکاری موجب شد اطلاعات «مهم» شرکت‌ها از بنیاد بازتعریف شود. چهار مفهوم اصلی گزارشگری یکپارچه عبارت‌اند از:

- ۱- از مأموریت/ ارزش‌ها به مدل کسب‌وکار: روایتی روشن که هدف سازمان را به توصیف چگونگی تبدیل درون‌دادها به نتایج پیوند دهد. این فرایند تبدیل شامل ارزیابی ریسک‌ها و فرصت‌ها، راهبردها و تخصیص منابع، و ارزیابی نتایج است که همگی با یک فرایند حکمرانی قوی نظارت می‌شوند.
- ۲- شش نوع سرمایه: در مورد این که این شش نوع سرمایه به موفقیت سازمان چه ارتباطی دارند و از این لحاظ چه اهمیتی دارند بیندیشید: سرمایه مالی، کارخانه‌ای، عقلی، انسانی، اجتماعی و طبیعی. تمامی این‌ها ذخایر ارزش هستند و همگی درون‌دادهایی بالقوه پراهمیت در مدل کسب‌وکار سازمان و از این رو عواملی بالقوه در ارزیابی موفقیت و پایداری بلندمدت سازمان‌اند.

۳- نتایج: آیا پیامدهای درونی و بیرونی (مثبت و منفی)، حاصل فعالیت‌های اقتصادی و برون‌دادهای

سازمان‌اند؟ پیامدهای درونی ممکن است حاصل روحیات کارکنان یا شهرت سازمان باشند. پیامدهای بیرونی نیز ممکن است به رضایت مصرف‌کننده یا تأثیرات محیطی مرتبط باشند.

۴- **خلق ارزش:** خلق ارزش چیزی فراتر از ارزیابی عملکرد مالی سازمان است (برای نمونه می‌تواند بر اساس تغییر در ارزش جاری جریان‌های نقدی آینده سنجیده شود). در بافتاری گسترده‌تر، جریان‌های نقدی آینده و دیگر مفاهیم مربوط به ارزش، به مفهوم گسترده‌تر سرمایه (مانند مزیت رقابتی) و دامنه گسترده‌تری از افق‌های زمانی ارتباط دارد.

مقاله‌ای از رولاند برگمن^۱ و مارک ون کلایف^۲ دیدگاهی را برای ارزیابی سلامت و اثربخشی شرکت‌های سرمایه‌پذیر پیشنهاد می‌کند که اتکای بیش‌تری بر امور مالی دارد.^[۹۵] آن‌ها بر اهمیت سنجه‌هایی مانند سود اقتصادی (EP)^۳، و بازده سرمایه (ROIC)^۴ تأکید می‌کنند. سود اقتصادی، سود خالص شرکت را که با صرف مقدار معینی سرمایه به دست آمده محاسبه می‌کند. بازده سرمایه را که از هزینه سرمایه کم کنیم، بازده مازاد سرمایه شرکت به دست می‌آید. آن‌ها خاطرنشان می‌کنند که وظیفه مدیر، سازماندهی امور برای حداکثرسازی سود اقتصادی بلندمدت و بازده اضافی سرمایه است که بر مبنایی قابل اتکا، از طریق نوآوری‌های مدام و استفاده از تمام انواع سرمایه در دسترس سازمان انجام می‌گیرد. همچنین امروزه بسیاری از طرح‌های جبران خدمات مدیران در شرکت‌ها مبتنی بر شاخص‌های مالی و غیرمالی خلق ثروت بلندمدت نیستند. مایکل مابوسین^۵ و آلفرد راپاپورت^۶ نیز به همین موضوع پرداخته‌اند. از نظر آن‌ها، خلق ثروت شرکت‌ها به معنای حداکثرسازی ارزش جاری جریان‌های نقدی بلندمدت تعدیل شده بر اساس ریسک^۷ است.^[۹۶] بر این اساس، سرمایه‌گذاران باید در عمل این سه مورد را رصد کنند:

- ۱- **اهداف حکمرانی:** آیا اهداف حکمرانی شرکت به‌روشنی بیان شده است؟
- ۲- **پشتیبانی از سیاست‌ها:** آیا در واقع شرکت برای دستیابی به اهداف حکمرانی، هرآنچه را لازم است (برای نمونه، کیفیت تولیدات، نوآوری، رضایت مصرف‌کننده، رضایت کارکنان، امنیت) انجام می‌دهد؟
- ۳- **افشا:** آیا شرکت از چارچوب گزارشگری یکپارچه برای افشای آنچه انجام می‌دهد استفاده می‌کند؟ نکته مهم این است که سرمایه‌گذارانی که به طور بلندمدت مشغول سرمایه‌گذاری باشند، شناخت زیادی

1. Roland Burgman
 2. Mark Van Clieaf
 3. economic profit (EP)
 4. invested capital (ROIC)
 5. Michael Mauboussin
 6. Alfred Rappaport
 7. future risk-adjusted long-term cash flows

درباره شرکت‌های سرمایه‌پذیر کسب می‌کنند. آن‌ها در هنگام سرمایه‌گذاری، انتظارات واضحی دارند. آن‌ها برای ارزیابی رفتار سازمان سرمایه‌پذیر و نتایج انتظارات گوناگون، ابزارهایی کارا دارند و در مواقع لازم با گردانندگان و مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر تعامل دارند. مقاله‌ای از الکس ون در ولدن^۱ و اوتو ون بول^۲، نشان می‌دهد که رویکرد سرمایه‌گذاری بلندمدت چگونه در عمل کار می‌کند.^[۹۷] هیئت‌های سازمان‌های بازنشتی باید به عنوان عمل به بخشی از وظایف امانی خود، این اطلاعات دوره‌ای درباره سرمایه‌گذاری بلندمدت و فرایندهای ارزیابی را بررسی کنند.

درآمدزایی سرمایه‌گذاری به مثابه عملکرد

در برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، یکی از مؤلفه‌های مهم موفقیت، تولید جریان‌های درآمدی پیش‌بینی‌پذیر از محل سرمایه‌گذاری‌هاست. بنابراین رخ دادن یا ندادن این امر، باید معیاری برای ارزیابی عملکرد این برنامه‌ها باشد. چرا؟ چون سرمایه تخصیص داده‌شده به این برنامه‌ها باید از نوع سرمایه‌ی صبور^۳ باشد و درآمدی که تولید می‌کند فقط برای مستمری، پرداخت‌های کمکی، یا بازسرمایه‌گذاری به کار برود. کاهش ارزش سرمایه در دوره‌های کوتاه‌مدت‌تر، بر این روند تأثیری نمی‌گذارد، مگر این‌که از ناتوانی سازمان سرمایه‌پذیر در پرداخت درآمد سرمایه‌گذاری در آینده حکایت کند. با بلندمدت شدن افق دید سرمایه‌گذاری‌ها، جریان درآمدی فزاینده حاصل می‌شود و در نهایت ارزش سرمایه افزایش خواهد یافت.

پروتکلی که درآمدزایی سرمایه‌گذاری را دیده‌بانی کند چه ویژگی‌های دارد؟ تا آن‌جا که می‌دانم، برای نخستین بار رابرت جفری در مقاله‌ای با عنوان «رشد سبدمایه داخلی: بهترین سنج» در مجله مدیریت سبدمایه به این پرسش پاسخ گفت. توضیح زیرنویس این عنوان چنین بود: «مگر این‌که شما در پی نقدینگی باشید، در آن صورت، آنچه اهمیت دارد نه قیمت بازار سبدمایه شما، بلکه رشد عایدات و سود تقسیمی است.» نویسنده اشاره می‌کند که رفتار درآمد سرمایه‌گذاری نسبت به تغییرات ارزش سرمایه، پیش‌بینی‌پذیرتر است و احتمالاً مدیران سرمایه‌گذار، در طی زمان، درآمد پیش‌بینی‌شده سرمایه‌گذاری را با مقدار محقق آن رصد و مقایسه می‌کنند، اما با شگفتی دریافت که «هیچ مدیری که با او تماس گرفتیم، پاسخ رضایت‌بخشی به این پرسش نداد [و آگاهی روشنی از این موضوع نداشت]».

رابرت جفری که از لحاظ آموزشی دارای مدرک مدیریت ارشد کسب‌وکار (MBA) از دانشگاه هاروارد و

1. Alex van der Velden
2. Otto van Buul
3. patient capital

به طور تجربی نیز مدیرعامل کارخانه بوده، پروتکلی ساده برای دیده‌بانی درآمد سرمایه‌گذاری طراحی کرده است. او هنگامی که کارخانه خود را با فروش دارایی‌های آن برای پول نقد، به یک شرکت سرمایه‌گذاری خانوادگی تبدیل کرد، به این فکر افتاد. امروز، یعنی ۴۰ سال پس از آن زمان، پروتکل جفری (بهبودیافته و به‌روزشده طی زمان) هنوز اطلاعات حیاتی راجع به عملکرد درآمدزایی سرمایه‌گذاری را در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری خانوادگی می‌گذارد تا سیاست پرداخت سود تقسیمی خود را تدوین کنند. پیش‌نمایش ساده‌ای از این پروتکل در جدول ۲۳-۱ آمده است.

جدول ۲۳-۱. یک پروتکل ساده برای دیده‌بانی درآمد سرمایه‌گذاری

مؤلفه عملکرد	معیار دیده‌بانی
درآمد تقسیم‌شده ^۱	درآمد تقسیم‌شده مطابق با انتظارات است؟ اگر خیر، چرا؟ پاسخ مستلزم بررسی سیاست‌های پرداخت سود تقسیمی، تغییرات واقعی سود تقسیمی، تأثیرات [قیمت] ارز، تغییر ترکیب دارایی‌ها، و... است. انتظار داریم وضع مطلوب در آینده چگونه باشد؟
درآمد بهره ^۲	درآمد بهره مطابق با انتظارات است؟ اگر خیر، چرا؟ پاسخ مستلزم بررسی شکل منحنی بازده، دیرش سید اوراق، استفاده از اهرم (تأمین سرمایه با استقراض)، تأثیرات [قیمت] ارز، تغییر ترکیب دارایی‌ها و... است. انتظار داریم وضع مطلوب در آینده چگونه باشد؟
دیگر منابع درآمدی	(برای مثال، قرض‌دهی اوراق بهادار ^۳ ، اختیار معامله): این درآمدها مطابق با انتظارات است؟ اگر خیر، چرا؟ انتظار داریم وضع مطلوب در آینده چگونه باشد؟
کل درآمد سرمایه‌گذاری	کل درآمد سرمایه‌گذاری مطابق با انتظارات است؟ اگر خیر، انحراف موجود از طریق تحلیل اجزای آن ممکن است. انتظار داریم وضع مطلوب در آینده چگونه باشد؟ آیا در مسیر دستیابی به اهداف بلندمدت خود هستیم؟ اگر خیر، چه گزینه‌ای برای تصمیم‌گیری داریم؟
توزیع‌ها ^۴	درآمد سرمایه‌گذاری خود را چگونه صرف می‌کنیم؟ این توزیع‌ها با اهداف ما همسوست (برای نمونه، پرداخت سود در مقابل بازسرمایه‌گذاری)؟ از تعامل با ذی‌نفعان چه نتیجه‌ای می‌گیریم؟ شیوه پیش‌بینی شده توزیع درآمدها با اهداف توزیعی ما همسوست؟ اگر خیر، چه گزینه‌ای برای تصمیم‌گیری داریم؟
جریان نقدی ^۵	جریان نقدی ما مثبت، منفی یا خنثاست؟ مطابق با انتظارات است؟ اگر خیر، چرا؟ انتظار داریم وضع مطلوب در آینده چگونه باشد؟ اگر پیش‌بینی می‌شود که جریان نقدی در آینده منفی خواهد بود، چه کار باید کرد؟

منبع: KPA Advisory Services Ltd.

1. Dividend Income
2. Interest Income
3. security lending
4. Distributions
5. Cash-Flow

با استفاده از این پروتکل به عنوان یک راهنما، شرکت یادشده توانست به اهداف اصلی بلندمدت خود طی ۴۰ سال دست پیدا کند: به ذی نفعان خانوادگی، سود تقسیمی فزاینده‌ای برساند که بر اساس تورم تعدیل شده بود، درحالی که هم‌زمان قابلیت سودآوری دارایی‌های شرکت تا آینده‌ای نامحدود را حفظ کرد. هم‌دارایی‌های شرکت و هم سود تقسیمی سالانه میان ذی نفعان، از زمان آغاز تا کنون، به قیمت‌های ثابت، دوبرابر شده است. این دستاورد عالی، تا حد زیادی به این بستگی داشت که شرکت چگونه موفقیت خود را در این دوره ۴۰ ساله تعریف کند و بسنجد.^[۹۸]

بازده کل منابع مالی هنوز اهمیت دارد

پیام اصلی فصل حاضر این است که سرمایه‌گذاران بلندمدت باید به عملکرد درآمد سرمایه‌گذاری‌هایی که می‌کنند اهمیت دهند و آن را واقعاً بفهمند. نه به این معنی که از عملکرد بازده کل منابع مالی (یعنی بازدهی که شامل تغییرات ارزش سرمایه نیز هست) غافل باشند. در واقع نکته این است که سرمایه‌گذاران بلندمدت کار را وارونه انجام ندهند و اهمیت در جلوی گاری (ارزش سرمایه) قرار دادن اسب (خلق درآمد) را بفهمند. آن‌ها می‌دانند که در نهایت، این کمیت و کیفیت جریان درآمدی سرمایه‌گذاری‌هاست که ارزش سرمایه را پیش می‌برد و هیچ راه دیگری وجود ندارد. این فهم، مزیت سرمایه‌گذاران بلندمدت نسبت به سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت مسابقه زیبایی است. حتی اگر سرمایه‌گذاران بلندمدت درباره کمیت، کیفیت و قیمت جریان‌های درآمدی سرمایه‌گذاری، فقط تا حدی درست فهمیده باشند، باز هم باید بتوانند در مقایسه با اغلب سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، در دوره‌ای طولانی (یعنی ۱۰ سال یا بیش‌تر)، میزان بیش‌تری از بازده خالص کل تعدیل‌شده بر اساس تورم را ایجاد کنند. شواهد تجربی فزاینده‌ای در تأیید این فرضیه وجود دارد.^[۹۹]

فصل حاضر، در همان جایی پایان می‌یابد که آغاز شد. سرمایه‌گذاری بلندمدت، حرکت از سخن به عمل است. بنابراین ما باید به‌دقت درباره پیامدهای این حرکت برای عملکرد سازمان بیندیشیم. این به معنای جدا کردن نقش اسب درآمدآفرین از گاری سرمایه است. ما باید آنچه را می‌خواهیم مدیریت کنیم، بسنجیم.

فصل بیست و چهارم

سرمایه گذاری برای بلندمدت (۳)

آیا سرمایه گذاری بلندمدت به نتایج بهتر می انجامد؟

«ما در این مطالعه، به بررسی سازمان هایی می پردازیم که سیاست های خود را جامع می کنند و به سیاست های خود سیاست پایداری بلندمدت را می افزایند؛ ما فرایندهای سازمانی و عملکردی را در این سازمان ها بررسی می کنیم. ایده اصلی ما این است که چنین سازمان هایی برای رقابت با شرکت های مدرن، روش متمایز دیگری دارند که دارای این ویژگی هاست: ساختار حکمرانی هم پیوند با عملکرد مالی، اهمیت قائل شدن برای تأثیرات اجتماعی و محیطی سازمان، رویکرد بلندمدت به حداکثرسازی سودهای موقت، یک فرایند فعالانۀ مدیریت سهام داران، و نظام های ارزیابی و گزارش دهی پیشرفته تر...»

رابرت اکلیس^۱، یونس یوانو^۲ و جرج سرافیم^۳

پیامدهای بهتر؟

فصل های دهم و بیست و یکم نتایج مطالعه ای را درباره کیفیت حکمرانی و اثربخشی سرمایه گذاری بلندمدت در سازمان های بازنشتگی را گزارش دادند. نتایج این پیمایش نشان داد که اکثر ۸۱ سازمان بازنشتگی

-
1. Robert Eccles
 2. Ioannis Ioannou
 3. George Serafeim

مشارکت‌کننده دارای روشی برای اثربخش کردن حکمرانی سازمانی و فرایندهای بلندمدت سرمایه‌گذاری بودند. یافته امیدوارکننده این بود که همبستگی مثبتی میان این دو امر وجود داشت. از یافته‌ها به پرسشی مهم رسیدیم: آیا فرایند اثربخش سرمایه‌گذاری بلندمدت، واقعاً در درازمدت به نتایج بهتری می‌انجامد؟ هرچه شواهد تأییدکننده این امر بیش‌تر باشند، تلاش بیش‌تری نیز از سوی سازمان‌های بازنشستگی و ذی‌نفعان آن‌ها برای افزایش کیفیت سرمایه‌گذاری بلندمدت لازم است. در حقیقت، آن‌ها وظایف امانی مشخصی برای انجام دادن خواهند داشت.

مطالعه جدیدی با عنوان «تأثیر پایداری شرکت بر فرایندهای سازمانی و عملکرد» اثر اکلیمس، یوانو و سرافیم (از این به بعد، ا.ی. س.) شواهدی به دست داده‌اند که به باور من «شواهدی قوی» هستند.^[۱۰۰] این فصل یافته‌های ا.ی. س. را خلاصه کرده و دلالت‌های آن را برای حکمرانی و سرمایه‌گذاری مطرح می‌کند. این فصل با خلاصه‌ای کوتاه درباره مطالعه موردی شرکت یونیلیور^۱ پایان می‌یابد.

طراحی مطالعه ا.ی. س.

مبنای اصلی این مطالعه ایجاد پایگاه داده‌ای بلندمدت از ویژگی‌های مهم شرکت‌های دارای پایداری بالا و شرکت‌های دارای پایداری کم بود. آن‌ها با استفاده از مجموعه‌های آماری، نمونه‌ای از ۹۰ شرکت با پایداری بالا و ۹۰ شرکت با پایداری کم را ایجاد کردند و برای هر دسته، داده‌های جزئی را مربوط به دوره ۱۹۳۳ تا ۲۰۱۰ گردآوری کردند. در انتخاب ۹۰ شرکت با پایداری بالا، معیار نویسندگان این بود که شرکت‌ها از سال ۱۹۳۳، مجموعه منسجمی از سیاست‌های پایداری را در پیش گرفته باشند. چه چیزی این سیاست‌ها را منسجم می‌کرد؟ اتخاذ مدلی گسترده‌تر به منظور خلق ثروت بلندمدت برای ذی‌نفعان که با مدل سنتی، بسیار محدودتر و کوتاه‌مدت حداکثرسازیِ قیمت سهام متمایز بود.^[۱۰۱] ایده اصلی مدل جدید این بود که شرکت به دلیل معامله‌های کوتاه‌مدتی از جنس مسابقه زیبایی به وجود نیامده است، بلکه وجود دارد تا به سرمایه‌گذاران بلندمدت، مشتریان، کارگران و نیز جامعه منفعت برساند.

ا.ی. س. نشان می‌دهد که مدل خلق ثروت بلندمدت برای ذی‌نفعان دارای پنج ویژگی متمایز است:

۱- هیئت‌مدیره‌های قوی به اتخاذ مدل خلق ثروت بلندمدت برای ذی‌نفعان می‌پردازد و از اجرای عملی آن اطمینان حاصل می‌کند؛

۲- طرح‌های جبران خدمات مبتنی بر عملکرد از طریق مجموعه‌ای از شاخص‌های کلیدی و غیرمالی

عملکرد (مانند شاخص‌های مربوط به محیط‌زیست-جامعه-حکمرانی)، الزامی بودن پایداری را منعکس می‌کند؛

۳- شناسایی ذی‌نفعان و فرایندهای تعامل با آنان اولویت بالایی دارد؛

۴- جهت‌گیری بلندمدت در تمامی سازمان سرایت می‌کند؛

۵- تأکید بر سنجش و افشای اطلاعات مهم غیرمالی.

جای شگفتی ندارد که آن‌ها نشان دادند ۹۰ شرکت با پایداری بالا، در مقایسه با ۹۰ شرکت با پایداری پایین، بر اساس این پنج معیار غیرمالی، امتیاز بیش‌تری کسب کردند.

در خصوص عملکرد مالی این دو دسته شرکت، چه؟ انتظار چه تفاوت عملکردی می‌رود (اگر اصلاً تفاوتی در کار باشد)؟ نویسندگان در دفاع از شرکت‌های پایدارتر استدلال می‌کنند. چرا؟ چون باور دارند که این شرکت‌ها «به دلیل اقدامات خیرخواهانه، توانسته‌اند عملکرد خوبی داشته باشند»^۱. چرا؟ زیرا باور دارند که حرکت به سوی مدل خلق ثروت بلندمدت برای ذی‌نفعان، هزینه‌های سازمان در منفعت‌رسانی به تمامی ذی‌نفعان، شامل سهام‌داران، را کاهش می‌دهد. هم‌زمان، این مدل قابلیت بیش‌تری دارد که ریسک‌های بلندمدت‌تر را در قالب غافلگیری‌های قابل پرهیز رصد کند.

آیا نتایج تجربی از این انتظارات پشتیبانی می‌کنند؟ بله، به دو شیوه:

۱- **عملکرد حسابداری:** در طول ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۰، شرکت‌های با پایداری بالا، نسبت به شرکت‌های با پایداری کم، هم از لحاظ بازده دارایی و هم از لحاظ بازده حقوق صاحبان سهام عملکرد بهتری داشته‌اند. به طور میانگین، با ارقامی وزن‌دهی‌شده، شرکت‌های با پایداری بالا هر ۱ دلار سرمایه‌گذاری‌شده در دارایی‌ها در سال ۱۹۹۳ را به ۷.۱۰ دلار در سال ۲۰۱۰ رساندند (برای شرکت‌های با پایداری کم، به ۴.۴۰ رسید) و هر ۱ دلار سرمایه‌گذاری‌شده در حقوق صاحبان سهام را نیز به ۳۱.۷۰ دلار رساندند (برای شرکت‌های با پایداری کم به ۲۵.۷۰ رسید).

۲- **عملکرد بازار:** در دوره‌ای ۱۸ ساله، هر ۱ دلار سرمایه‌گذاری‌شده در سبدسهام وزن‌دهی‌شده شرکت‌های با پایداری بالا، به ۲۲.۶ رسید (برای شرکت‌های با پایداری کم به ۱۴.۳۰ رسید). یعنی میانگین عملکرد بهتر بازده سالانه ۴.۸ بوده است، با ۲۰ درصد نوسان کم‌تر. ظاهراً بازار قابلیت بیش‌تر شرکت‌های پایدارتر در خلق ارزش برای سهامداران خود را بسیار کم‌تر از واقع

۱. در این‌جا نویسنده از اصطلاح «do well by doing good» استفاده کرده که بر اساس متون گوناگون اینترنتی، به معنای دستیابی یک شرکت به محبوبیت اجتماعی یا موفقیت مالی، به دلیل انجام امور خیرخواهانه و رعایت مسئولیت‌های اجتماعی است. - م.

برآورد می‌کند.^[۱۰۲]

- نمی‌توان دلالت‌های این یافته‌ها برای سازمان‌های بازنشتی را دست‌کم گرفت. سه دلالت اصلی:
- ۱- سازمان‌ها می‌توانند از طریق اقدامات خیرخواهانه، به عملکرد مناسب‌تر دست پیدا کنند: این فقط دیدگاه ما نیست، بلکه ایده‌ای است که در هردو حوزه شرکت‌ها و بخش بازنشتی، ایده‌ای شناخته‌شده و برجسته است. دراکر این ایده را چنین توصیف می‌کند: «انجام چیزهای درست، به جای انجام درست چیزها.» این مضمون اصلی فصل یازدهم درباره وظایف امانی بود.
 - ۲- بسیار حیاتی است که در انتخاب مدل خلق ارزش بلندمدت برای ذی‌نفعان و اجرای آن، رهبری این فرایند را هیئت‌مدیره سازمان انجام دهد. باز هم باید گفت که این ایده در هردو حوزه شرکت‌ها و بخش بازنشتی، ایده‌ای شناخته‌شده و برجسته است.
 - ۳- سرمایه‌گذاری بلندمدت به طور ذاتی ارزش‌آفرین است، اگر به‌درستی اجرا شود. این امر به بخش بازنشتی انگیزه می‌دهد تا برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را تدوین و به‌طور اثربخش اجرا کند.^[۱۰۳]
- اکنون نگاهی به شرکت یونیلیور بیندازیم تا نکات بالا را به صورت عملی نیز بررسی کرده باشیم.

شرکت یونیلیور

این شرکت که تولیدکننده جهانی کالاهای مصرفی است، دارای ۵۶ میلیارد دلار درآمد و ۱۷۴ هزار کارکن در سراسر جهان است. بر اساس شاخصی که Tomorrow's Value Rating و Globe Scan بر اساس مطالعه ا. ی. س. تهیه کرده‌اند، شرکت یونیلیور رتبه اول را در شاخص پایداری شرکتی کسب کرده است. همسو با مطالعه ا. ی. س. بازده حسابداری شرکت یونیلیور در زمینه دارایی و حقوق صاحبان سهام، به ترتیب ۱۰ و ۳۴ درصد بوده است. بازده ۱۵ ساله بازار سهام این شرکت نیز ۹.۱ درصد، با نوسانی پایین به میزان ۰.۷۳ بوده است، درحالی که شاخص S&P 500 فقط ۵.۰ درصد بازده داشته است.

رئیس هیئت‌مدیره، پاول پالمن^۱، اخیراً در مصاحبه‌ای با مجله بین‌المللی مدیریت بازنشتی راتمن انجام داده است. مهم‌ترین نکات این مصاحبه عبارت‌اند از:

- ۱- در خصوص ثروت و دیدگاه جهانی: «ما در ۱۹۰ کشور فعال هستیم، با زنجیره ارزشی که ۲ میلیارد نفر استفاده‌کننده هرروزه محصولات ما را به هم پیوند می‌دهد... این محصولات ابزار اصلی هستند

که از طریق آن‌ها با مسائلی مانند کمبود غذا، تغییرات اقلیمی، کمبود آب و بی‌ثباتی اجتماعی درگیر می‌شویم...»

۲- در خصوص پیش‌طرح مدل کسب‌وکار پایدار شرکت یونیلیور: «برنامه زندگی پایدار ما در سال ۲۰۱۰ به جریان افتاد... که سه هدف کلی را دنبال می‌کند: ۱. بهبود سلامت و رفاه مردم جهان؛ ۲. کاهش تأثیرات محیط‌زیستی ما تا ۵۰ درصد؛ و ۳. بهبود معاش مردم در سطح جهان. این اهداف منجر می‌شوند که تعهد ویژه ما به حوزه‌هایی مانند سلامت و بهداشت، تغذیه، مصرف آب، اتلاف و بسته‌بندی، تأمین منابع پایدار، انصاف در محل کار، و ایجاد فرصت برای زنان آن بیش‌تر شود.»

۳- در خصوص مهم‌ترین موانع باقی‌مانده: «رهبری بین‌المللی فقط یکی از مشکلات است... بسیاری از این مشکلات مستلزم تغییراتی است و بالاتر از آنچه یک سازمان بتواند انجام دهد... دولت‌ها درگیر درونی‌سازی چالش‌های بین‌المللی‌اند... شاید کسب‌وکارها بهتر بتوانند برای ساختن چارچوبی بلندمدت و جهانی تجهیز شوند. چالش مهم دیگر حسابداری است... ما افزون بر نتایج مالی، نیازمندیم به عوامل اجتماعی و محیط‌زیستی نیز رسیدگی کنیم. نکته سومی که سرعت ما را پایین می‌آورد، این است که فشار مضاعفی برای عملکرد کوتاه‌مدت وجود دارد... این امر باعث شد ما گزارشگری‌های منظم خود را متوقف کنیم.»

۴- کدام برنامه شرکت یونیلیور بیش‌ترین قابلیت را برای ایجاد تغییرات مثبت در جهان دارد: «من که می‌گویم کل مدل ما. تا آن‌جا که می‌دانم، هیچ شرکت هم‌اندازه شرکت ما، هیچ‌گاه چنین مجموعه جامعی از تعهدات را نداشته است. آن‌ها فقط برخی از ابعاد مدل کسب‌وکار ما را اجرا می‌کنند.»^[۱۰۴]

پالمن همچنین رئیس سازمان بین‌المللی توسعه پایدار کسب‌وکار و عضوی از معاهده جهانی سازمان ملل و مجمع جهانی مصرف‌کنندگان غذاست.

درس‌هایی برای سازمان‌های بازنشستگی

از نظر من، بهترین درسی که می‌توان از مطالعه ا. ی. س. و نیز مطالعه موردی شرکت یونیلیور گرفت، این است که هیئت‌مدیره سازمان‌های بازنشستگی به منظور خلق ارزش برای ذی‌نفعان، باید آگاهانه از یک مدل دربرگیرنده‌تر و گسترده‌تر استفاده کنند که راهنمای سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها و نیز اهداف و استراتژی‌های

سازمانی آن‌ها باشد. چنین انتخابی به این معنی است که مدل‌های کسب‌وکار محدودتری که بر منافع خاص گروه‌های خاص تمرکز دارند آشکارا رد می‌شوند و فرقی نمی‌کند که این مدل‌ها در حیطه شرکت‌ها و مربوط به سرمایه‌گذاران مسابقه زیبایی باشد یا در حیطه بازنشتی و مربوط به مستمری‌بگیران، یا کارگران مسن‌تر، یا کارگران جوان‌تر، یا کارفرمایان آن‌ها. با توجه به عملکرد سازمانی برتر، به کارگیری صریح مدل خلق ارزش بلندمدت برای ذی‌نفعان، با «انتظارات عقلانی» نظریه وظایف امانی که در فصل یازدهم مطرح شد، همسوست.

اتخاذ چنین مدلی توسط سازمان‌های بازنشتی پیامدهای مشخصی نیز خواهد داشت. پنج پیامدی که به ذهن می‌رسد، از قرار زیرند:

۱- طراحی طرح بازنشتی: در فصل‌های هفتم، هشتم و نهم به تفصیل به این موضوع پرداختیم. هرگونه طراحی طرح‌های بازنشتی باید با اصول سادگی، انصاف، پایداری و کارایی سازگاری داشته باشد. بحث قدیمی DB یا DC باید کاملاً به عنوان بحثی بی‌فایده رها شود.

۲- ارتباط با ذی‌نفعان: جا دارد پرسیم که «ذی‌نفعان ما چه کسانی هستند؟» پرسش خوب دیگر این است که «ما به دنبال رابطه‌ای یک‌طرفه با آن‌ها هستیم یا رابطه‌ای دوطرفه؟» پرسش سوم هم این است که «ما از رابطه با ذی‌نفعان و دریافت بازخورد از آنان دنبال چه چیزی هستیم؟»

۳- اثربخشی گسترده: پیمایشی که در فصل دهم مطرح شد، به چالشی اشاره داشت که در این‌جا نیز مطرح می‌شود: فرایندی که از طریق آن، اعضای هیئت‌های سازمان انتخاب می‌شوند. درست است که نمایندگی کردن منافع ذی‌نفعان مشروعیت‌بخش است، اما کافی نیست. اعضای این هیئت باید دارای مجموعه‌ای از تجربیات و مهارت‌های جمعی باشند که برای یک واحد نظارتی ضروری است.

۴- طراحی سازمانی و باورهای سرمایه‌گذاری: آیا در این سازمان، از لحاظ عملکرد مدیریتی، ارزش منابع هزینه‌شده به اندازه کافی هست؟ و آیا از لحاظ عملکرد سرمایه‌گذاری، ارزش منابع هزینه‌شده و ارزش ریسک تقبل‌شده پذیرفتنی هست؟ باورهای سرمایه‌گذاری در مورد این موضوعات چه هستند؟ آیا معقول و قابل پذیرش‌اند؟ برای نمونه، آیا باورهای سرمایه‌گذاری با یافته‌های مطالعه‌ای. س. همسویی دارند؟ آیا پیوند آشکاری میان باورهای سرمایه‌گذاری و طراحی سازمانی وجود دارد؟ و آیا جبران خدمات انگیزشی با اهداف سازمان همسویی دارد؟

۵- راهبردهای همکاری: در حوزه شرکت‌ها، پاول پالمن به این نکته اشاره می‌کند که بر سر راه سازمانی منفرد که می‌خواهد برای ذی‌نفعان خود خلق ارزش کند، محدودیت‌هایی وجود دارد.

گاهی نیاز است که راهبردهای جمعی وجود داشته باشد. این همکاری جمعی در حوزه بازنشستگی می‌تواند به معنی اقدام جمعی برای تغییر قوانین و مقرراتی باشد که مانع خلق ارزش بلندمدت هستند. همچنین می‌تواند به معنی اقدام جمعی برای هدایت کردن شرکت‌های سرمایه‌پذیر به سوی اتخاذ مدل خلق ارزش بلندمدت برای ذی‌نفعان باشد. یعنی جدای از این که طراحی سازمانی یکی از موضوعات مهم حکمرانی است، طراحی همکاری‌های بین‌سازمانی نیز به همان صورت اهمیت دارد.

یافته‌های مطالعه ا.ی.س. نشان می‌دهد که این پنج گام، قابلیت خلق ارزش برنامه سرمایه‌گذاری و نیز قابلیت خلق ارزش برنامه‌های مدیریتی سازمان بازنشستگی را بسیار افزایش می‌دهد. آیا هیئت‌گردانندگان سازمان شما، درگیر چالش برداشتن این پنج گام است؟

فصل بیست و پنجم

آفاها و بتاها بی معنی اند؟

«فقط شمار اندکی از نوشته‌های نظری و کاربردی اقتصادی به این پیش‌پنداشت پرداخته‌اند: قوانین اقتصادی در استنباطی قیاسی از مفروضاتی پیشینی به دست آمده‌اند که آن مفروضات، مستقل از هرگونه رفتار بشر، دارای دقت و اعتبارند. اما چند اقتصاددان هستند که به این مبحث پرداخته‌اند. اغلب اقتصاددانان از بیان قضیه‌های مهم اقتصادی بسیار خرسند می‌شوند، البته اگر اصلاً چنین قضایایی به ذهنشان خطور کند...»

پل ساموئلسون، برندهٔ جایزهٔ نوبل

قضایای نظری از لحاظ عملی مهم

در هنگام مرور مقاله‌ها و یادداشت‌های «علم» سرمایه‌گذاری، معمولاً نقد ویران‌کنندهٔ ساموئلسون بر حرفهٔ اقتصاد به ذهن می‌آید. ظاهراً ما دیگر فقط آلفا و بتا نداریم. دانشمندان علم سرمایه‌گذاری، اکنون باور دارند که بتاها می‌توانند «باهوش»، «عجیب و غریب»، «پویا» و حتی «علمی» باشند! احتمالاً این شرایط بتاها را از دیگرانی که دارای این ویژگی‌ها هستند، متمایز می‌کند: کندذهن، ساده، ساکن، و سرنوشت‌باور. با این هیاهوی سرمایه‌گذاری علمی دنبال چه چیزی هستیم؟ آیا سرمایه‌گذاری علمی به قضایا و راهنماهای

۱. در امور مالی، آلفا و بتا دو ضریب‌اند که به ترتیب میزان ریسک غیرنظام‌مند و نظام‌مند سبدسهم را محاسبه می‌کنند. در این خصوص به توضیحات سایت زیر بنگرید. - م.

در عمل پُراهمیتی برای تدوین خردمندانه‌تر سیاست‌های سرمایه‌گذاری منجر خواهد شد؟ و آیا به مدیریت ریسک و سرمایه‌گذاری‌های هوشمندانه‌تر منجر خواهد شد؟ این‌ها پرسش‌هایی هستند که این فصل به آن‌ها پاسخ خواهد داد.

من با بازگویی مختصر تجربه خودم در فضای آلفابتای دهه ۱۹۷۰ آغاز می‌کنم؛ جایی که به سرعت آموختم در ساختن قضایای نظری و اجرای آن‌ها، فهم رفتار انسان در هردو سطح خرد و کلان حیاتی است. در این فصل، از این‌جا به بعد به این مبحث می‌پردازیم که در ایجاد و اجرای نظام‌های بازنشتی قرن بیست‌ویکم، قضایای نظری مفید چه ویژگی‌هایی دارند. فصل با یک ارزیابی خاتمه می‌یابد: آیا پارادایم سرمایه‌گذاری علمی کنونی می‌تواند احتمال دستیابی مردم واقعی به مستمری پساشغال مناسب با حق بیمه‌ای به‌صرفه را افزایش دهد؟ چگونه می‌تواند؟

سودمند کردن نظریه سبد سهام

نخستین کار من در حیطه سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۶۹ این بود که دریابم آیا نظریه سبدسهم می‌تواند در عمل برای مدیریت سبدسهم مفید واقع شود؟ چگونه می‌تواند؟ حدود ۱۰ سال بعد، در دو مقاله جداگانه در مجله تحلیلگر مالی^۱ [به این سؤال] پاسخ مثبت دادم: در حقیقت چنین چیزی ممکن است اگر به هردو جنبه رفتار انسان در پویایی قیمت‌گذاری بازارهای سرمایه (جنبه کلان) و فرایندهای متوازن‌سازی مجدد سبدسهم^۲ و تحلیل سهام (جنبه خرد) توجه شود. در سطح کلان، پیشرفت این بود که افراد مطلع را تشویق کنیم تا «داستان‌ها»یی قابل قبول درباره آینده بازارهای سرمایه بگویند که مبتنی بر واقعیت‌های اجتماعی-سیاسی-اقتصادی جاری باشد. در سطح خرد، پیشرفت این بود که قبل از این که از پیش‌بینی‌های راجع به بازده اضافی ناخالص (یعنی آلفا) برای بهینه‌سازی سبدسهم استفاده کنیم، آن‌ها را بر اساس اطلاعات به‌دست‌آمده و هزینه‌های مبادله تعدیل کنیم. این دو مقاله، آخرین مقالات من در این حوزه بودند و در دهه ۱۹۸۰، طراحی و مدیریت نظام‌های بازنشتی به علاقه حرفه‌ای من بدل شد.^[۱۰۵]

آشکار کردن «انقلاب پنهان» پیتر دراگر

خواندن کتاب پیتر دراگر به نام انقلاب پنهان، موجب تغییر مسیر من شد. همان‌طور که در فصل‌های پیش آمد، دراگر پرسش‌هایی اساسی درباره شکل نظام‌های بازنشتی در آینده مطرح کرد که هنوز بی‌پاسخ مانده‌اند:

1. *Financial Analyst Journal*
2. portfolio rebalancing

- پس‌اندازهای مشترک بازنشستگی که مدام در حال افزایش‌اند، به نفع چه کسانی مدیریت خواهند شد؟
- ریسک‌های ذاتی نظام‌های بازنشستگی (مانند سرمایه‌گذاری، تورم، طول عمر) بر دوش چه کسانی خواهد بود؟ و به چه میزان؟
- بهترین نهادها برای تبدیل پس‌اندازهای بازنشستگی به تقاضای کالا و خدمات در آینده کدام‌اند؟ عوامل اصلی موفقیت نهاد‌های بازنشستگی کدام‌اند؟
- امروز و پس از ۴۰ سال، در این کتاب پاسخ‌های در حال ظهور به این پرسش‌ها را گردآوری کردیم:
- منافع مالی اعضای طرح‌های بازنشستگی هنوز آن‌قدر که باید، در اولویت نیست. هزینه‌های سازمانی گوناگون (مانند حکمرانی ضعیف، سیاست‌های سرمایه‌گذاری اشتباه، حق‌الزحمه‌های بالای مدیریت سرمایه‌گذاری) هنوز به همان شکل ادامه دارند. شناخت این هزینه‌های سازمانی و رسیدگی به آن‌ها رو به افزایش است.
- بالا بودن بازده سرمایه‌گذاری در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ این توهم را آفرید که نظام‌های بازنشستگی از پیش‌تأمین مالی شده، با ترکیب دارایی‌ها به شکل سهام ۶۰، اوراق ۴۰ درصد، بهترین نظام‌های پیشنهادی‌اند که برای تمام شرایط، کم‌ریسک و کم‌هزینه خواهند بود.
- دوره پس از سال ۲۰۰۰، با خود ترکیبی از تجربه‌های بسیار متفاوت به همراه داشت: سالمندی اعضای طرح‌های بازنشستگی، نوسان بالای بازده، و میانگین پایین بازده. قراردادهای بازنشستگی ناقص و ناکارآمد، فرمول‌های بردبرد را به فرمول‌های بردباخت تبدیل کردند و منجر به مرگ طرح‌های سنتی مزایای معین و حق‌بیمه معین، و پیدایش طرح‌های ترکیبی بلندپروازی معین و مزایای هدف شدند.
- شناخت به این امر روزبه‌روز بیش‌تر پذیرفته می‌شود که طرح‌های بلندپروازی معین و مزایای هدف، ابزارهای جداگانه‌ای برای بازده‌جویی و تضمین پرداخت‌ها دارند و پس‌اندازهای انباشته‌شده بازنشسته‌های بعدی را به بازنشسته‌های قبلی انتقال می‌دهند.
- ابزارهای بازده‌جویی و تضمین پرداخت‌ها با افق دید کاملاً متفاوتی عمل می‌کنند و تعریف کاملاً متفاوتی از ریسک و مدیریت ریسک دارند. ریسک اصلی برای کارگران جوان‌تر این است که نرخ حق‌بیمه‌ای که می‌توانند پرداخت کنند، به آن‌ها اجازه ندهد هنگامی که ۳۰ تا ۴۰ سال بعد دست

از کار بکشند، استانداردهای زندگی خود را حفظ کنند. بنابراین برای آن‌ها افق دید کوتاه مدت یک ریسک است. ریسک اصلی برای بازنشته‌ها این است که مستمری ماه بعد واریز نشود. بنابراین برای آن‌ها عدم توانایی مالی طرح در کوتاه‌مدت یک ریسک است.

- بهترین نهادها برای مدیریت طرح‌های بلندپروازی معین و مزایای هدف، بدون تضاد منافع، نهادهای غیرتجاری، دارای مدیریت و حکمرانی خوب هستند و از مدیران ماهر و متخصص بهره‌مندند و مقیاس مناسبی برای مدیریت به صرفه دارند.

پیامدهای این پاسخ‌ها برای عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در قرن بیست‌ویکم، ارزش بررسی مفصل‌تر را دارد.

ویژگی‌های اصلی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بازده‌جو و تضمین‌کننده پرداخت‌ها

در فصل نوزدهم آمد که دلیل اصلی موفقیت در هر برنامه سرمایه‌گذاری بلندمدت بازده‌جو، داشتن یک سبدسهم متنوع و دارای جریان‌های نقدی سالم (اما نه تضمین شده) و حفظ و ارتقای آن جریان‌های نقدی در دهه‌های بعدی است. برای نمونه اگر بازده به طور ثابت ۴ درصد باشد و باز سرمایه‌گذاری درآمدها ۱۰۰ درصد باشد، سیدی ۱۰۰ دلاری که امروز ۴ دلار بازده می‌دهد، در ۲۰ سال بعد، به سیدی ۴۰۰ دلاری تبدیل خواهد شد که ۱۶ دلار بازده می‌دهد. در مقابل، ۱۰۰ دلار اوراق قرضه دولتی مرغوب که ۲ درصد بهره^۱ می‌دهد، طی ۲۰ سال به ۱۵۰ دلار با ۳ دلار بهره تبدیل خواهد شد. تفاوت این دو، این است که کل و بهره ۲ درصدی اوراق تضمین شده‌اند، درحالی که سرمایه و درآمد سرمایه‌گذاری پُرسیکی که به ۴ درصد بازده خواهد انجامید، تضمین شده نیست.

بنابراین دلیل اصلی موفقیت برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت بازده‌جو، فهم دلیل نااطمینانی جریان‌های نقدی، فهم ریسکی که به همراه آن‌هاست و تنوع‌بخشی به ریسک‌ها در حد امکان است.

در این‌جا اصل عدم قطعیت‌هایزنگ با کاربردی شدن در امور مالی به میدان می‌آید: سرمایه‌گذاران بلندمدت دارای دغدغه خلق ثروت می‌توانند از طریق تعامل اثربخش با هیئت‌مدیره و دیگر مدیران سازمان‌های سرمایه‌پذیر که جریان‌های نقدی را می‌آفرینند، تأثیر مثبتی بر نتایج بگذارند. روح سرمایه‌داری پایدار همین تعامل مثبت بردبرد است.

در مقابل، برنامه‌های اثربخش تضمین پرداخت‌ها مستلزم وجود متخصصانی است که بتوانند دانشی ژرف

درباره درآمد ثابت در جهان و بازارهای جهانی اوراق مشتقه را با ریاضیات بسیار پیشرفته و تکنیک‌های پیچیده مدل‌سازی مدیریت دارایی‌بدهی ترکیب کنند. تمرکز آن‌ها بر این است که در طی زمان، توانایی پرداخت مستمری‌ها حفظ شود. همچنین سازمان‌های بازنشستگی اثربخش، برنامه‌ای برای اعضای طرح دارند که به طور گروهی مدیریت می‌شود و به دو ابزار سرمایه‌گذاری می‌پردازد که بر اساس ترکیبی از سن اعضای طرح، ترجیحات آن‌ها و تغییرات نسبی ریسک/پاداش پیش‌بینی شده، تنظیم می‌شود. این گروه خدمات‌ده به مشتریان، درباره طراحی و معرفی معیارهای موفقیت هریک از اعضای طرح و نیز معیارهای موفقیت جمعی در هردو برنامه بازده‌جویی و تضمین تعهدات به‌دقت می‌اندیشد.

این ماهیت اصلی پارادایم بازنشستگی در قرن بیست‌ویکم است.

ماهیت پارادایم سرمایه‌گذاری علمی

پارادایم سرمایه‌گذاری علمی در کجای این داستان قرار می‌گیرد؟ توصیفی منسجم از این امر در مقاله‌ای از موسسه^۱ AQR آمده است.^(۱۰۶) برداشت من از آن مقاله این بود:

- این پارادایم در بهترین حالت، توصیفی کمی و پویا از رفتارهای مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی و چگونگی تأثیر این رفتارها بر قیمت‌گذاری بازارهای مالی ارائه می‌دهد.
- برای نمونه، این پارادایم وجود صرف‌ریسک مثبت (اما متغیر) حقوق صاحبان سهام طی زمان را می‌پذیرد که منطقاً شرایط نوسان بالای بازده، به‌ویژه در سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت، را برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز جبران می‌کند.
- به نظر می‌رسد که صرف‌ریسک مثبت (اما متغیر) اضافی موجود در بازارهای سهام، مربوط به شرکت‌هایی است که اندازه و ارزش آن‌ها آشکار است و/یا ویژگی تدافعی دارند. اگر سرمایه‌گذاران درباره عایدی‌های دریافتی آینده از شرکت‌هایی که رشد بالایی خواهند داشت بسیار خوش‌بین باشند و برعکس، درباره شرکت‌های کوچک کم‌رشد بدبین باشند، این صرف‌ریسک‌ها نیز مبنای رفتاری خواهند داشت.
- نوع دیگری از صرف‌ریسک در دسترس سرمایه‌گذارانی است که مایل‌اند در بازارهای ارز و بازارهای بدهی به آریترائز بپردازند و بازده‌های دوره‌ای کسب کنند (یعنی قرض‌های کوتاه‌مدت بده و قرض‌های بلندمدت بگیر). تا هنگامی که صرف‌ریسک مثبت است، این سرمایه‌گذاران

1. AQR's Cliff Asness and Antti Ilmanen and their various co-authors

- معامله‌گر نرخ بهره^۱ نیز مشغول درآمدزایی‌اند.
- نوع دیگری از صرف‌ریسک وجود دارد که مربوط به دوام تکانه‌های قیمتی در بازارهای مالی است. این نوع صرف‌ریسک تا زمانی باقی می‌ماند که سرمایه‌گذاران آن در مقابل اطلاعات مثبت و منفی جدید، واکنش کمی نشان بدهند و غریزه گله‌ای دنباله‌روی از روند جاری را ادامه دهند.
 - اگر ریسک را نوسان‌های کوتاه‌مدت بازده کل تعریف کنیم، متنوع شدن ریسک در میان این مؤلفه‌های صرف‌ریسک باعث کاهش بسیار ریسک خواهد شد. برای نمونه، ایلمانن^۲ نشان می‌دهد که با حرکت از یک راهبرد معمولی تنوع‌بخش به دارایی‌ها، به سوی یک راهبرد تنوع‌بخش به مؤلفه‌های دارایی‌ها، نوسان بازده بیش از ۵۰ درصد کاهش می‌یابد (از ۱۱ درصد به ۵ درصد می‌رسد). چرا؟ زیرا به نظر می‌رسد مؤلفه‌های شناخته‌شده صرف‌ریسک، با یکدیگر و با بازار سهام همبستگی نداشته باشند.^[۱۰۷] تا زمانی که سرمایه‌گذاران به وجود آن تردید دارند، با سرمایه‌گذاری استقراضی (اهرم) و فروش عاریتی^۳ مخالف‌اند، از غرایز گله‌ای پیروی می‌کنند و به بیان کینز، ترجیح می‌دهند «به طور متعارفی شکست بخورند تا این که به طور نامتعارفی موفق شوند»، این رابطه تاریخی میان ریسک و پاداش وجود خواهد داشت.
- همخوانی یا ناهمخوانی پارادایم سرمایه‌گذاری علمی با پارادایم بازنشتی قرن بیست‌ویکم که به‌تازگی آن را مطرح کردیم، چگونه است؟ از نظر من، برخی از اجزای آن‌ها همخوان و برخی ناهمخوان‌اند.

همخوانی‌ها و ناهمخوانی‌ها

پارادایم سرمایه‌گذاری علمی، حاصل این فرضیه در نظریه متعارف سرمایه‌گذاری بود که تمام مشارکت‌کنندگان در یک فعالیت سرمایه‌گذاری پُرسیک، ریسک را نوسان‌های کوتاه‌مدت بازده تعریف می‌کنند و تاب‌آوری ریسک تمامی آن‌ها یکسان است. پارادایم بازنشتی قرن بیست‌ویکم، این فرضیه را از چند لحاظ به چالش می‌کشد. برای نمونه، ریسک نوسان کوتاه‌مدت بازده اصلاً برای بیمه‌پردازان جوان‌تر صندوق‌های بازنشتی موضوعیت ندارد. ریسک اصلی برای آن‌ها این است که حق بیمه‌ای که می‌توانند پرداخت کنند، برای حفظ استانداردهای زندگی دوره پس از اشتغال آن‌ها کافی باشد.

بنابراین راهبرد بهینه سرمایه‌گذاری برای آن‌ها، داشتن سبدسهمی متنوع از جریان‌های نقدی پایدار و

1. carry investors

2. Ilmanen

3. shorting

در حال رشد است (مانند اوراق مشتقه، اجاره، و اوراق قرضه عوارض^۱). این که بازار چگونه این جریان‌های نقدی را هفته‌به‌هفته، ماه‌به‌ماه، یا حتی سال‌به‌سال به سرمایه بدل می‌کند اهمیتی ندارد. بلکه تضمین پایداری و ارتقای این جریان‌های نقدی در طول زمان است که اهمیت بسیار زیادی دارد (یعنی روح اصل عدم قطعیت هاینبرگ که در عمل برای امور مالی کاربردی شده است).

به نحو مشابهی، از منظر تضمین پرداخت‌ها برای مستمری‌بگیران، آن‌ها بیش‌تر دل‌مشغول دریافت ماهانه مستمری خود هستند تا این که نگران نتیجه نهایی رابطه نوسانات بازده و انتظارات بازده باشند. بنابراین در چارچوب دو هدف/ دو ابزار پارادایم بازنشتی، این قضیه از پارادایم سرمایه‌گذاری علمی موضوعیت ندارد.

به رغم آنچه گفته شد، فرصت‌های خلق بازده‌هایی که نسبت به بازده‌های بخورونمیر^۲، رشد بالایی دارند و به دو برنامه سرمایه‌گذاری بازده‌جو و تضمین پرداخت‌ها در سازمان‌های بازنشتی مرتبطانند، نباید نادیده گرفته شوند. معیار این است که آیا این راهبردهای مبتنی بر رشد بازده، از میزان بازده برنامه‌های سرمایه‌گذاری بخورونمیر خواهند کاست، یا اجرای آن‌ها را متوقف خواهند کرد. برای نمونه، به نظر می‌رسد سوق دادن سبدسهم بازده‌جو به سوی شرکت‌های سودپردازی که ممکن است به دلیل جالب نبودن نوع فعالیت آن‌ها، و/ یا چشم‌انداز رشد بسیار پایین، به طور جذابی قیمت‌گذاری شده‌اند، پیوندی میان دو پارادایم یادشده باشد. استفاده از برخی سرمایه‌های پرریسک در قالب برنامه تضمین پرداخت‌ها، برای اجرای راهبردهای به‌نظر جذاب معامله بهره^۳، هنوز می‌تواند روش دیگری برای کسب بازده اضافی با کنترل ریسک باشد.

آل‌ها و بتاها بی‌معنی‌اند؟

در دهه ۱۹۷۰، آل‌ها و بتاها مفاهیم جذابی بودند. آن‌ها نمادهای شیوه جدید و ساختارمندتر اندیشیدن راجع به سرمایه‌گذاری بودند. اما با گذر زمان، پارادایم‌های سرمایه‌گذاری که به مسائل و چالش‌های اساسی آن دوره می‌پرداختند تغییر کردند. ساموئلسون حق داشت اصرار کند که ما در مورد قضایای نظری در عمل مهم، به شیوه‌های قابل فهم حرف می‌زنیم و می‌نویسیم. امروزه مسائل حیاتی سرمایه‌گذاری نهادی به خلق ثروت پایدار و امنیت درآمد پسااشتغال برای مردمی واقعی در جهانی رو به سالمندی و با رشد اقتصادی پایین‌تر برمی‌گردد. مفاهیم آل‌ها و بتا فقط تا حدی مفید خواهند بود که به حل این مسائل کمک کنند.

1. tolls

2. bread-and-butter returns

3. carry strategies

فصل بیست و ششم

بازنگری در مدیریت ریسک

«اندک‌اند کسانی که واقعاً باور دارند بحران مالی جهانی، کتاب
نظریه مدرن سبدسهم را بازنویسی کرد. اما شاید کمی ویرایش
لازم باشد...»

دستورکار اجلاس Commonfund 2011

آیا نظریه مدرن سبدسهم نیازمند ویرایش است... یا چگونه آن را به کار بندیم؟

برای گرفتن عصاره اندیشه‌های خلاقانه راجع به «نظریه مدرن سبدسهم»، چیزی به اندازه دعوت برای ویرایش این نظریه در حضور ۶۰۰ شرکت‌کننده مفید نیست. آنچه به عنوان سخنرانی آغازین در این رویداد ارائه شد، به یک فصل کامل بدل گردید. هرچه بیش‌تر به این موضوع فکر می‌کردم، بیش‌تر قانع می‌شدم که این نظریه مدرن سبدسهم نیست که نیازمند ویرایش است، بلکه تفسیر ما از آن و شیوه به کارگیری آن را باید ویرایش کرد.

مرور کوتاه بینش‌های اصلی این نظریه، این پرسش را پیش کشید که آیا بینش‌های یادشده، امروزه هنوز در پرتوی بحران مالی جهانی و درس‌هایی که راجع به ریسک و مدیریت ریسک به ما آموخت، موضوعیت دارند. این مباحث موجب شد به گسستی فزاینده میان نقدهای شدید بر نظریه مدرن سبدسهم و رویه‌های جاری بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی و وقف بیندیشم. در این‌جا این گسست با کمی تفصیل شرح داده شده است و سپس توضیح داده‌ایم که صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های وقف باید برای پیوند دادن دوباره رویه‌های خود با اصول همیشگی نظریه مدرن سبدسهم، سه مرحله را طی کنند.

بینش‌های نظریه مدرن سبدسهم

مقاله هری مارکوویتز در سال ۱۹۵۲ با نام «انتخاب سبدسهم»^۱ به موجی از تغییر و نوآوری در نظریه مالی و سرمایه‌گذاری انجامید که تا امروز ادامه دارد.^[۱۰۸] بینش بنیادی او این بود که اگر سرمایه‌گذاران بتوانند انتظارات خود درباره ریسک / پاداش یک سرمایه‌گذاری و میزان تاب‌آوری‌شان در مقابل ریسک را مشخص کنند، می‌توان سبدسهم «بهینه» و منحصر به فردی را تعیین کرد. مؤلفه اصلی این شیوه تفکر رادیکال درباره ساختن سبدسهم، این ایده بود که چگونه سرمایه‌گذاری‌های هم‌تغییر، قدرت تنوع‌بخشی را تعیین می‌کنند. اندیشمندان دانشگاهی دیگر (برای نمونه بلک^۲، مرتون، شارپ، شولز^۳، توپین و ترینر^۴) ایده اصلی مارکوویتز را بسط دادند. یکی از این موارد، «قضیه تفکیک» بود که ایده مرز کارآمدی دارایی‌های پرریسک مارکوویتز را با ایده دارایی بدون ریسک ترکیب کرد. در نتیجه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری گسترش می‌یابد و به سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر اجازه می‌دهد تا از اهرم استفاده کنند (یعنی استقراض و سرمایه‌گذاری کردن درآمد حاصل در سبدسهم پرریسک)، و به سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز بیش‌تری امکان می‌دهد تا ثروت خود را بین گزینه‌های سرمایه‌گذاری پرریسک و ایمن تقسیم کنند. بنابراین می‌توان تصمیم‌گیری بسیار مهم درباره ترکیب دارایی را در چارچوب تصمیم‌گیری ساختارمند پاداش / ریسک قرار داد.

بسط دیگری که در ایده بنیادی مارکوویتز رخ داد، از این پرسش ریشه گرفت که «چنانچه تمامی سرمایه‌گذاران تحلیل سرمایه‌گذاری را به یک شیوه و با استفاده از اطلاعات یکسان انجام دهند، چه اتفاقی می‌افتد؟» در این صورت، سبدسهم پرریسک بهینه، همان سبد سهام بازار خواهد بود که هر یک از سرمایه‌گذاران بخشی از آن را در اختیار دارند. بسته به تاب‌آوری مقابل ریسک، دارایی‌ها، دارایی‌های بدون ریسک کوتاه‌مدت یا بلندمدت هستند. این چنین بود که فرضیه بازار کارآمد (EMH)^۵ با این پیام شکل گرفت که برای اکثریت قریب به اتفاق سرمایه‌گذاران، بهترین ترکیب دارایی منفعل، ترکیبی از سبد بازار و دارایی بدون ریسک است. پیامد تجاری این است که بیش‌تر اوقات برای اکثر سرمایه‌گذاران استفاده از صندوق‌های مبتنی بر شاخص^۶ عاقلانه‌تر به نظر می‌رسد. در فصل سوم اشاره شد که می‌توان کشف قیمت را به گروه نسبتاً کوچکی از متخصصان سرمایه‌گذاری واگذار کرد که قادرند هزینه و فایده نهایی اطلاعات

1. Portfolio Selection

2. Black

3. Scholes

4. Treynor

5. efficient market hypothesis (EMH)

6. index funds

سرمایه‌گذاری را متعادل کنند و آن را به تصمیمات سرمایه‌گذاری بدل کنند. آخرین بسط ایده مارکوویتز، ورود مفهوم «اختیاری بودن»^۱ به سرمایه‌گذاری و امور مالی بود. فرهنگ لغت اختیاری بودن را به عنوان «پتانسیل انتخاب گزینه‌های بیش‌تر که فقط پس از انتخاب اولیه ممکن است» تعریف می‌کند. معروف‌ترین حالت اختیاری بودن در عرصه سرمایه‌گذاری و امور مالی، در تعریف و قیمت‌گذاری انواع اختیار معامله است. مثالی مناسب در حوزه مدیریت ریسک، «اختیار خرید کولار»^۲ است. این نوع اختیار معامله، دارنده سهام را در مقابل پیامدهای نامناسب کاهش بازده محافظت می‌کند؛ این محافظت به قیمت دست برداشتن از افزایش‌های احتمالی انجام می‌شود. آشکار است که این امر ابزار قدرتمندی را به جعبه‌ابزار مدیریت ریسک اضافه می‌کند.

از نظریه تا عمل: نظریه مدرن سبد سهام چقدر مفید است؟

بینش‌های نظریه مدرن سبدسهم در دنیای واقعی چقدر مفید است؟ بسیار زیاد، البته تا زمانی که به‌درستی درباره آن قضاوت کنیم:

۱- **تحمل ریسک** یکی از مؤلفه‌های مهم این نظریه و نیز مؤلفه‌ای مهم در دنیای واقعی است. چالش مداوم ما این است که ایده‌ها را به چیزی معنادار و عملی در یک ساختار نهادی تبدیل کنیم که معمولاً شامل افراد تأثیرگذار داخلی و خارجی است. در دنیای صندوق‌های بازنشتی و صندوق‌های وقف نیز با همین چالش روبه‌رو هستیم. ترس‌ها و آرزوهای ذی‌نفعان فعلی و آینده صندوق‌ها به‌آسانی در دنیای پیچیده‌ای از بیمه‌پردازان، هیئت‌های امنا، کمیته‌های سرمایه‌گذاری، رؤسای هیئت‌مدیره، مشاوران و چندین لایه از مدیران سرمایه‌گذاری گم می‌شود.

۲- **انتظارات پاداش/ریسک** یکی دیگر از مؤلفه‌های مهم این نظریه و نیز مؤلفه‌ای مهم در دنیای واقعی است. درحالی که از یک سو فرضیه «انتظارات یکسان» که در دل فرضیه بازارهای کارا حضور دارد، در دنیای واقعی محلی از اعراب ندارد، از سوی دیگر، بحث درباره امور قابل پیش‌بینی همچنان داغ است. به طور متناقضی، درحالی که شواهد قابل توجهی مبنی بر قابل پیش‌بینی بودن پاداش/ریسک سرمایه‌گذاری بلندمدت بسیاری از صندوق‌های بازنشتی و وقفی وجود دارد، عرف رایج همچنان بر آن است که گذشته بهترین پیش‌بینی‌کننده آینده است. در فصل نوزدهم

1. optionality
2. collar option

مشخص شد که حباب دات کام قبل از سال ۲۰۰۰ و حباب اهرم‌های مالی^۱ قبل از سال ۲۰۰۸، نمونه‌های تازه‌ی مجموعه‌ای طولانی از این حباب‌ها هستند که به دلیل تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر نگاه به گذشته پدید آمده‌اند.

۳- **کنشگران عقلانی و تصمیم‌گیری عقلانی** سومین مؤلفه اصلی این نظریه است. تمامی بینش‌های واضح این نظریه، بدون این فرضیه مبهم می‌شوند و احتمالات بسیار مبهم‌تری جایگزین آن‌ها می‌شود. برای نمونه، پویایی دوره‌ای حباب‌های دارایی به خوش‌بینی کور کورانه منجر می‌شود و ترکیدن آن‌ها به واکنش‌های وحشتناک منجر خواهد شد و همین مسئله به اشتباه‌های پرهزینه‌ای نیز خواهد انجامید. آیا درست است که نظریه مدرن سبدسهم را بابت این امر سرزنش کنیم که در دنیای واقعی، تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری با فرض کنشگران عقلانی و تصمیم‌گیری عقلانی سازگار نیست؟ البته که نه. اگر نتوانیم فرایندهای حکمرانی و تصمیم‌گیری را بر این اصل منطبق کنیم، باید خود را سرزنش کنیم، نه این نظریه را؛ البته این به معنای آن نیست که در دنیای واقعی تمام جزئیات نظریه مدرن سبدسهم را بدون کم‌وکاست باید رعایت کنیم. این مسئله دقیقاً به این معناست که توصیه اینشتین را در نظر بگیریم که می‌گفت: «همه چیز را تا حد امکان ساده کنید، اما نه خیلی ساده».

با این حال، توصیه اینشتین در عمل به چه شکل درمی‌آید؟

تا حد امکان ساده، اما نه خیلی ساده

در این باره سه مثال مهم به ذهن می‌آید. مثال نخست، محدودیت نظریه مدرن سبدسهم در فهمیدن تحمل ریسک سرمایه‌گذاران و رعایت این فهم در هنگام تدوین سیاست‌های ریسک صندوق است. با کشاندن این موضوع به حوزه صندوق‌های بازنشتی یا وقفی، به پرسش‌های چالش‌برانگیزی می‌رسیم که با این آغاز می‌شوند: «چه کسی در معرض ریسک است؟» پرسش‌های چالش‌برانگیزی در مورد عدالت بین‌نسلی، تضمین‌ها، ضربه‌گیرهای ریسک^۲، حقوق مالکیت، اختیار معامله، نقدینگی و غیره. بر اساس تجربیات من، بسیاری از هیئت‌های امنا و کمیته‌های سرمایه‌گذاری با زیرکی تمام این پرسش‌های دشوار را با شعارهایی مانند این پاسخ می‌دهند: «بدهی‌های ما بلندمدت است، بنابراین ما هم سراغ سرمایه‌گذاری

1. Financial leverage bubble

2. risk buffers

بلندمدت می‌رویم و نیازی به نگرانی درباره این مسائل نیست.» به نظر من، این‌ها پا را از قلمرو «تا حد امکان ساده» فراتر نهاده و وارد حیطه «خیلی ساده» شده‌اند.

مثال دوم مربوط به ساده‌انگاری مدیریت ریسک در دنیای واقعی است. آشکار است که قادر نیستیم فرمول مارکویتز را جزء به جزء در مورد هزاران دارایی پرریسک به کار بگیریم. بنابراین با ایجاد دسته‌بندی دارایی‌ها (مانند سهام داخلی، سهام خارجی، بازارهای درحال ظهور سهام خصوصی، املاک و مستغلات، اوراق قرضه با بازدهی بالا، صندوق‌های پوشش ریسک و غیره) و مؤلفه‌ها (مانند اندازه، ارزش، رشد، حرکت، نوسان، نقدینگی و غیره)، مسئله را به شکل دیگری بیان و بیش‌تر مدیریت‌پذیر می‌کنیم. سپس از طریق تعیین کف و سقف سرمایه‌گذاری و رساندن جزوه دستورالعمل سرمایه‌گذاری به تعدادی از مدیران برای بهبود بیش‌تر تنوع‌بخشی به ریسک، راه‌حل‌های ممکن را طرح می‌کنیم. این پرسش پیش می‌آید که آیا این رویکرد خلاصه‌سازی مدیریت ریسک، ساده‌سازی موجه یا ناموجه نظریه است. به باور من، این رویکرد صندوق‌ها را در قلمرو «خیلی ساده» وارد می‌کند (نک: فصل ۲۴).

مثال سوم به طراحی و شایستگی سازمانی برمی‌گردد. برای این که بتوان بین ساده‌سازی قابل قبول و ساده‌سازی بیش از حد مرزی ترسیم کرد، چه شایستگی‌ها و طراحی سازمانی‌ای نیاز است؟ بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های وقفی همچنان تعیین حداقل تجربه / مهارت درون سازمانی لازم برای مدیریت مؤلفه‌های حیاتی، مانند مأموریت سازمان، تحمل ریسک، باورهای سرمایه‌گذاری و پیامدهای پویایی سیاست‌های سرمایه‌گذاری طی زمان، را دست کم می‌گیرند. میزان و سرعت برون‌سپاری / درون‌سپاری، عاملی مهم در بهبود شرایط سازمان‌های بازنشستگی است (نک: فصل‌های ۱۶ و ۱۷).

از لحاظ منطقی، این سه مثال، مبنایی برای تدوین برنامه‌های عملیاتی توسط هیئت‌مدیره صندوق‌های بازنشستگی است که آماده رویارویی با این واقعیت‌اند که احتمال دارد چنان که باید و شاید به ذی‌نفعان خود خدمت‌رسانی نکنند. به ترتیب به این امور می‌پردازیم.

چه کسی در معرض ریسک است؟

بسیاری از هیئت‌های مدیره صندوق‌های بازنشستگی اگر بنشینند و به این پرسش فکر کنند که «چه کسی در معرض ریسک است»، خدمت بزرگی به سازمان خود کرده‌اند. فصل پیش بینش‌های مهمی به دست داد که به این بحث مرتبط‌اند. برای مثال اگر مجبور باشیم به طور بی‌طرفانه بین نسل‌های کنونی و آینده انتخاب کنیم، می‌توانیم استدلال کنیم که باید نیازهای کدام‌یک را برآورده کنیم؟ همین آزمایش فکری

نشان می‌دهد که این پرسش‌ها آن قدرها هم ساده نیستند. شواهد واقعی زیر را در نظر بگیرید.

وقف‌کننده‌ای با هدف تأمین مالی کمک‌هزینه‌های تحصیلی سالانه که از یک سال بعد آغاز خواهد شد، یک صندوق وقفی را با ۱ میلیون دلار راه‌اندازی می‌کند؛ صندوقی که قرار است علی‌الدوام [برای نسل‌های بعدی نیز] عمل کند. به هر روی، این بورس تحصیلی به همراه ارزش دلاری آن، باید هم‌اکنون اعلام شود. همچنین شخص وقف‌کننده اصرار دارد صندوق باید به گونه‌ای مدیریت شود که عدالت بین‌نسلی را رعایت کند. دو گزینه سرمایه‌گذاری وجود دارد: یکی سرمایه‌گذاری بدون ریسک که تا همیشه، سالانه ۲ درصد سود خواهد پرداخت و دیگری سرمایه‌گذاری پرریسک که انتظار می‌رود سالانه ۴ درصد بازده داشته باشد و انحراف معیار بازده آن ۱۰ درصد باشد. پرسش این است که ۱. هیئت‌امانی این صندوق باید کمک‌هزینه‌های تحصیلی را چند دلار در نظر بگیرند؟ ۲. این ۱ میلیون دلار چگونه باید سرمایه‌گذاری شود؟

پاسخ ساده این است که ارزش اسمی کمک‌هزینه‌ها باید به میزان سالانه ۲۰ هزار دلار تعیین شود و باید ۱ میلیون دلار را به طور بدون ریسک سرمایه‌گذاری کرد [که با ۲ درصد سود سالانه بتوان هر سال به یک نفر کمک‌هزینه داد]. چرا؟ زیرا تعیین ۴۰ هزار دلار کمک‌هزینه و سرمایه‌گذاری با راهبردهای پرریسک موجب انتقال ۲۰ هزار دلار ثروت از دریافت‌کنندگان آینده به نخستین دریافت‌کننده می‌شود. چرا چنین اتفاقی رخ می‌دهد؟ زیرا برای نخستین دریافت‌کننده، در جهانی که ۲ درصد بازده عادی بدون ریسک وجود دارد، ۴ درصد بازده تضمین می‌شود [ولی برای دریافت‌کنندگان بعدی چنین تضمینی وجود ندارد]. آیا شناس این که بازده پُرسیک در واقع کمتر از ۴ درصد یا بیش‌تر از آن بشود برابر نیست؟ چنین است، اما ارزش اقتصادی کاهش‌ها و افزایش‌ها برابر نیست. به‌ویژه در این مثال، ارزش پولی که صرف حفاظت در مقابل کاهش می‌شود ۵۰ هزار دلار است، درحالی که ارزش پولی که در هنگام افزایش، سرمایه‌گذاری می‌شود ۳۰ هزار دلار است.

آیا راهی وجود دارد که کمک‌هزینه ۴۰ هزار دلاری پرداخت و ۱ میلیون دلار را با راهبردهای پُرسیک سرمایه‌گذاری کرد و هم‌زمان عدالت بین‌نسلی را رعایت کرد؟ آری، چنین راهی وجود دارد. برای این کار نیازمند شخص ثالث تضمین‌کننده ریسک هستیم. برای مثال احتمال دارد وقف‌کننده اصلی بخواهد چنین نقشی را بازی کند، یا خود سازمان بتواند آن‌قدر منابع مالی‌اش را از محل هدایای پیش‌بینی‌ناشده افزایش دهد که خود چنین نقشی را بازی کند، یا این که سازمان دارای یک ذخیره احتیاطی تخصیص نیافته باشد که به عنوان محافظی علیه کاهش بازده عمل کند. نکته این است که در صندوق‌های وقفی (یا برنامه‌های بازنشتی)، تعیین سیاست‌های پرداخت و سرمایه‌گذاری که با هم سازگارند، نباید بر اساس روش‌های

من درآوری و ساده باشد. چنین تصمیم‌هایی باید بر اساس درکی روشن از این مهم باشد که ریسک را چه کسانی و چگونه تحمل خواهند کرد.

ریسک‌های پیش‌روی ما چیست؟

یکی از امور مستلزم تصمیم‌گیری، حداکثر ریسکی است که یک صندوق سرمایه‌گذار می‌تواند تجربه کند؛ این کاملاً با ارزیابی ریسکی که در واقع تجربه خواهد کرد تفاوت دارد. نظریه مدرن سبدسهم، راهنمایی برای ساده‌سازی این پرسش به دست می‌دهد. در فرمول‌بندی اصلی این نظریه، هر سرمایه‌گذاری پریسک دارای دو نوع ریسک است: ریسک بازار (بتا) و ریسک ویژه (آلفا). اغلب سرمایه‌گذاران فردی میزان زیادی از ریسک ویژه و میزان اندکی از ریسک بازار را تجربه می‌کنند. برای سبدهایی که تنوع دارایی‌ها در آن‌ها به‌خوبی رعایت شده است، قضیه برعکس است. در این خصوص، یافته‌های تجربی تازه‌ای به دست آمده است. مفهوم ریسک بازار به چند نوع ریسک بتا تقسیم می‌شود؛ به عواملی مانند رشد، ارزش، اندازه، دیرش، اعتبار، نقدینگی، تورم و نرخ ارز. همچنین به جای این که ریسک بتا فقط در مورد دارایی‌ها مطرح شود، در نگاهی جامع به ترازنامه مطرح می‌شود. تمامی این‌ها پیشرفت‌های مفیدی [در مفهوم ریسک بتا] هستند.

بحران مالی جهانی، بُعد جدیدی به چارچوب مدیریت ریسک افزود. نه تنها ریسک‌های شناخته‌شده، بلکه ریسک‌های کم‌تر شناخته‌شده و ناشناخته را باید بررسی و مدیریت کرد؛ به‌ویژه اگر پیامدهای آسیب‌زایی داشته باشند. فهمیدن این ریسک‌ها و پیامدهای اقتصادی آن‌ها بخشی از شیوه جدید هدایت خردمندان صندوق‌های بازنشستگی و وقف است؛ دست‌کم انواع بزرگ‌تر این صندوق‌ها. واقعیت دیگر این است که مدیریت ریسک باید به جای فرایندی ایستا، فرایندی پویا باشد. چنین فرایندی شامل فهم این مهم است که چگونه صندوق را نه تنها در برابر ریسک‌های عادی، بلکه در برابر ریسک‌های کم‌تر شناخته‌شده و ناشناخته محافظت کنیم.

توصیه‌های راهبردی برجسته و اجرای آن‌ها

این فصل را با پیوند دادن آن به فصل‌های اخیر مربوط به طراحی و شایستگی سازمانی به پایان می‌برم. دلیل این که بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی و وقف، همچنان با منسجم عمل کردن مشکل دارند، این است که همچنان اتکای بسیاری بر اشخاص و سازمان‌های بیرونی دارند. اشخاص و سازمان‌های بیرونی، ضرور نیستند، اما بیش‌تر پیگیر منافع تجاری خویش‌اند. این شرایط، بیش‌تر اوقات به کمبود منابع درونی

و زیادی مخارج بیرونی صندوق می‌انجامد. یکی از پیام‌های مهم کتاب حاضر این است که صندوق‌هایی که دارای هردو ویژگی مقیاس بزرگ و حکمرانی خوب باشند، نسبت به همتایانی که از این ویژگی‌ها بهره‌مند نیستند، دارای مزیت رقابتی آشکارند. چرا؟ زیرا دارای قابلیت فهم واضح مأموریت خود هستند و آنچه را برای دستیابی به این مأموریت لازم است انجام شود، در اختیار دارند. درحالی که بسیاری از سازمان‌ها همچنان به برون‌سپاری برخی فعالیت‌ها ادامه می‌دهند، مهم‌ترین آن‌ها- شامل مدیریت ریسک- را درون‌سپاری می‌کنند.^[۱۰۹]

صندوق‌های کوچک‌تر چنین امکانی ندارند. آن‌ها قطعاً این امکان را دارند که تهیه بسته‌ای جامع از توصیه‌های راهبردی و خدمات اجرایی را به مدیرانی با تعهدات امانی بسپارند. احتمالاً آن‌ها بهتر از مدل «کمبود منابع درونی و زیادی مخارج بیرونی» می‌توانند به ذی‌نفعان این سازمان‌ها خدمت‌رسانی کنند.

فصل بیست و هفتم

از یک ناشناخته به یک شناخته

مدیریت ریسک تغییرات اقلیمی

«... چیزهایی که می‌دانیم، چیزهایی هستند که از وجودشان باخبریم و آن‌ها را می‌شناسیم»^۱ ... چیزهایی هم هستند که از وجودشان باخبریم اما آن‌ها را نمی‌شناسیم^۲ ... اما چیزهایی هم هستند که نه از وجودشان باخبریم و نه آن‌ها را می‌شناسیم^۳ ...

دونالد رامسفلد^۴، وزیر دفاع سابق ایالات متحده «مصرف، اتلاف و تغییرات زیست‌محیطی فزاینده، چنان ظرفیت‌های این سیاره را نابود کرده است که سبک‌زندگی ناپایدار ما فقط می‌تواند تشدیدکننده فاجعه‌ها باشد...»

پاپ فرانسیس

مقوله‌بندی ریسک‌ها

اظهارات رامسفلد راجع به سلاح‌های کشتار جمعی در عراق که در بالا به آن اشاره شد، به رغم داشتن زبانی دشوار و تا حدی عذاب‌آور، نکته‌ای مهم در خود دارد. تمامی ریسک‌ها (یا نااطمینانی‌ها) یکسان نیستند.

-
1. known knowns
 2. known unknowns
 3. unknown unknowns
 4. Donald Rumsfeld

خطرناک‌ترین آن‌ها، در مقوله ناشناخته قرار می‌گیرند، یا ریسک‌هایی که نسیم طالب^۱ آن‌ها را «قوهای سیاه» می‌نامد و در ذهن ما، بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ هنوز مثالی روشن از آن است. فصل حاضر این پرسش را پیش می‌کشد که تغییرات اقلیمی در کجای طیف ریسک‌های شناخته‌شده/ناشناخته قرار می‌گیرند. اظهار نظر پاپ فرانسیس نشان می‌دهد که ما به سرعت از ریسک‌های ناشناخته زیست‌محیطی به سوی ریسک‌های شناخته‌شده در آن سوی طیف حرکت می‌کنیم.

روانکاوان اشاره می‌کنند که فراتر از آنچه رامسفلد برمی‌شمرد، حتی مقوله چهارمی از ریسک نیز وجود دارد: «ریسک‌هایی که [اظهار می‌کنیم] از وجود آن‌ها باخبر نیستیم اما آن‌ها را می‌شناسیم.»^۲ این نوع ریسک به موقعیت‌هایی اشاره دارد که از یک واقعیت آگاهیم، اما تظاهر می‌کنیم که نیستیم. در پژوهش مرسر^۳ با نام «سرمایه‌گذاری در زمانه تغییرات اقلیمی»^۴ از این چهار مقوله برای ذهن خوانی^۴ استفاده شده است. این مقاله نه تنها برای سرمایه‌گذاری مفید است که تغییرات اقلیمی را به عنوان ریسکی دسته‌بندی می‌کند که از وجودش باخبریم اما آن را نمی‌شناسیم، بلکه احتمالاً بر سرمایه‌گذاری که تظاهر می‌کند چنین ریسکی وجود ندارد هم تأثیر گذار است. از دید ما، ساختار این مقاله و تحلیل‌های مفصل آن، موجب می‌شود به سختی بتوان از انکار این ریسک دفاع کرد.

هدف فصل حاضر این است که برداشت خود درباره پیامدهای عملی مطالعه مرسر را از منظر مدیریت هردو نوع ریسک (ریسک‌هایی که از وجودشان باخبریم اما آن‌ها را نمی‌شناسیم، و ریسک‌هایی که تظاهر می‌کنیم وجود ندارند) ارائه کنم.

ریسک و مدیریت صندوق‌های بازنشتی

فصل پیش‌مروری بر مدیریت ریسک در دوره پس از بحران مالی جهانی داشت و پس از پرداختن مختصر به سبد سهام و نظریه بازارهای سرمایه، به چهار نکته اصلی رسید:

۱- در مورد این که در حال مدیریت ریسک چه کسانی هستید، شفاف باشید: هنگامی که با مسئله

کارفرما-کارگزار مواجهیم، این مسئله‌ای جدی است. در حوزه صندوق‌های بازنشتی، باید به جای ریسک‌های مدیران بر ریسک‌های ذی‌نفعان طرح تمرکز شود. از میان ریسک‌های ذی‌نفعان،

1. Nassim Taleb
2. unknown known
3. Mercer
4. mind reading

توزیع ریسک بین نسلی موضوعی ویژه و چالش برانگیز است که باید به آن رسیدگی شود؛ به‌ویژه این که آیا منافع ذی‌نفعان آینده، به طور منصفانه‌ای در تصمیم‌گیری‌های جاری بازتاب دارد؟

۲- **مشخص کنید که از «نگاه به امر واقع‌شده» پیروی می‌کنید یا از «نگاه به آینده»:** فرض این که گذشته همواره راهنمای خوبی برای آینده خواهد بود، نشانه‌ای از تنبلی ذهنی است. اگرچه آینده گاه گذشته را بازتاب می‌دهد، اما آن را تکرار نمی‌کند. به تصویر کشیدن آینده احتمالی دشوار است، اما ضروری است.

۳- **مسئله افق دید:** این که در سبدهای شما تغییرات کوتاه‌مدت چقدر اهمیت دارند، مسئله مهمی است. سرمایه‌گذارانی که پاسخ می‌دهند «برای ما اهمیتی ندارد»، با توانایی تمرکز بر تولید جریان‌های نقدی و تولید ثروت در آینده بلندمدت، دارای مزیتی رقابتی‌اند.

۴- **مسئله حکمرانی خوب:** سازمان‌های بازنشستگی اثربخش، باورهای سرمایه‌گذاری خود را به طور شفاف بیان و بر اساس آن عمل می‌کنند. این امر در جای خود مستلزم فرایندهای قوی حکمرانی است که تحقق آن را تضمین کند.

فصل یازدهم از منظر تعهدات امانی و همین‌طور فصل بیست‌ویکم در موضوع اجرای برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت به نکات مشابهی رسیدند.

در اجلاس مرکز بین‌المللی مدیریت بازنشستگی راتمن، در ژوئن ۲۰۱۵، لوئیس ویرا^۱ از دانشگاه هاروارد، یافته‌های اولیه پژوهش خود را راجع به تأثیر افق دید بر مزایای تنوع‌بخشی به سبدهای سرمایه‌گذاری مطرح کرد. کار او از این ایده پشتیبانی می‌کند که درحالی که از دوره ۲۰۰۸-۲۰۰۹ بحران مالی جهانی، همبستگی‌های بازده کوتاه‌مدت افزایش زیادی داشته است، همبستگی‌های بازده بلندمدت افزایش نیافته است. چرا؟ زیرا همبستگی‌های بازده کوتاه‌مدت تا حد زیادی تحت تأثیر تغییرات ارزش سرمایه‌گذاری است، درحالی که همبستگی‌های بازده بلندمدت تا حد زیادی تحت تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری (برای نمونه بهره‌اوراق قرضه، سود تقسیمی، و اجاره پرداختی) است. شواهدی وجود ندارد که همبستگی این جریان‌های نقدی افزایش یافته باشد.

مطالعه مرسر راجع به تغییرات اقلیمی

این تمایز مهم میان ریسک‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت در چینه مناسبی برای ورود به بحث مرسر است. مقاله

او درباره امکان تبدیل اقتصاد مبتنی بر سوخت فسیلی کنونی به اقتصادی است که در آن میزان خالص انتشار کربن بسیار کم‌تر باشد. این مقاله همچنین به ریسک‌های محیط‌زیستی و فرصت‌هایی که طی این تبدیل حاصل خواهد شد می‌پردازد. در بررسی این مسئله، سه سناریوی ممکن برای سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۵۰ مطرح می‌شود:

- ۱- **دگرگونی:** کاهش شدید تغییرات اقلیمی که ما را در مسیر محدود کردن گرمایش جهانی تا حد ۲ درجه سانتیگراد بیش از دمای دوره پیشاصنعتی قرار می‌دهد.^[۱۱۱]
 - ۲- **هماهنگی:** کاهش قابل توجه تغییرات اقلیمی که گرمایش جهانی را در حد ۳ درجه سانتیگراد بیش از دمای دوره پیشاصنعتی محدود می‌کند.
 - ۳- **چندپارگی:** اقدامات محدودی برای کاهش تغییرات اقلیمی انجام می‌شود و هماهنگی پایینی وجود دارد، در نتیجه گرمایش ۴ درجه یا بیش‌تر افزایش می‌یابد. این سناریو خود به دو زیرسناریوی آسیب‌های اقتصادی کم‌تر و آسیب‌های اقتصادی بیش‌تر تقسیم می‌شود.
- مقاله پس از مطرح کردن این سناریوها، به سراغ مجموعه‌ای از مدل‌های ارزیابی یکپارچه می‌رود تا رابطه متقابل علم اقلیم‌شناسی^۱، اقتصاد، هزینه‌ها و راهبردهای تخفیف/ سازگاری را روشن کند. در این فرایند، سه مؤلفه ریسک سرمایه‌گذاری مشخص می‌شود:
- ۱- **فناوری:** تأثیر متقابل فناوری و مسیر تبدیل شدن به اقتصاد کم‌کربن. سرعت، اندازه و موفقیت فناوری‌های کم‌کربن به همراه میزان توقف/ دگرگونی بخش‌های موجود [منتشرکننده کربن] یا توسعه بخش‌های جدید [کم‌کربن]، سنجه‌های اصلی این مؤلفه‌اند.
 - ۲- **در دسترس بودن منابع/ تأثیرات:** تأثیرات آب‌وهوا بر ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها. این تأثیر می‌تواند مزمن (مانند تغییرات دما و بارش) یا حاد (مانند رویدادهای شدید یا فاجعه‌آمیز) باشد.
 - ۳- **سیاست:** ابزارهای بین‌المللی، ملی و محلی (مانند قوانین، مقررات، هدف‌گذاری‌ها، دستورالعمل‌ها) به قصد کاهش ریسک تغییرات اقلیمی از طریق افزایش هزینه استفاده از کربن و/ یا تشویق استفاده از جایگزین‌های کم‌کربن.

سپس از ساختار این مقاله، سناریو به سناریو، برای ارزیابی تأثیر تغییرات اقلیمی بر سرمایه‌گذاری، انواع دارایی‌ها و بخش‌های صنعت استفاده شد. تفسیرهای انجام‌شده موضوع محور و سناریو محور بود. خلاصه‌ای از یافته‌ها به این شرح‌اند:

- به طور کلی، تأثیر تغییرات اقلیمی بر بازده بلندمدت سهام عمومی و خصوصی در نهایت منفی است.
 - انتظار می‌رود مؤلفه‌های سیاست و فناوری بر املاک و مستغلات، زیرساخت‌ها، و بازارهای سهام نوظهور تأثیر مثبت بگذارند.
 - انرژی (به‌ویژه زغال سنگ و نفت) و صنایع خدمات شهری (به‌ویژه برق) به مؤلفه سیاست و مؤلفه در دسترس بودن منابع/تأثیرات واکنش منفی نشان خواهد داد.
 - صنایع هسته‌ای و تجدیدپذیر به مؤلفه سیاست و مؤلفه در دسترس بودن منابع/تأثیرات واکنش مثبت نشان خواهد داد.
- در بخش بعدی، این مطالعه به دلالت‌های این یافته‌های کلیدی می‌پردازد.

اکنون چه کنیم؟

دلالت‌های عملی یافته‌ها پنج بخش دارد:

- ۱- ریسک تغییرات اقلیمی ناگزیر است، اما آماده بودن می‌تواند پیامدهای آن برای سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد: نااطمینانی درباره آینده نباید مانع اقدام باشد. در این موضوع، حکمرانی خوب اهمیت دارد. من با باورهای واقع‌گرای سرمایه‌گذاری آغاز می‌کنم که ریسک تغییرات اقلیمی را در نظر می‌گیرند. این مطالعه، آشکارا بر تأثیرات تغییرات اقلیمی بر سیاست سرمایه‌گذاری در سطح دارایی‌ها و سطح صنعت اشاره می‌کند.
- ۲- در مورد این که چه کسی درباره فرایندهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری‌ها پاسخگوست، شفاف باشید: باید از طریق زنجیره ارزش سرمایه‌گذاری‌ها، رشته‌ای از مسئولیت و پاسخگویی پدید آید که در رأس آن هیئت‌امنا قرار دارد. در مورد دلالت‌های این امر برای تخصیص بودجه‌های مبتنی بر ریسک و چگونگی محک‌زنی نتایج سرمایه‌گذاری‌ها باید تصمیم‌گیری شود.
- ۳- توجه ویژه به برخی دارایی‌های خاص: این مطالعه به املاک و مستغلات، زیرساخت‌ها، بازارهای سهام نوظهور، صنایع هسته‌ای و تجدیدپذیر، کشاورزی، چوب، انرژی، و خدمات شهری به عنوان حوزه‌های شایسته توجه ویژه می‌پردازد. سناریوهای مطرح‌شده توجه را به قضاوت درباره احتمال رخ دادن آن‌ها و تأثیرات هریک بر تصمیمات سرمایه‌گذاری معطوف می‌کند.
- ۴- دستیابی به سناریوی دگرگونی، در مقایسه با سناریوی چندپارگی، پیامدهای مثبت بیش‌تری برای سرمایه‌گذاری به دنبال دارد: تلاش هماهنگ برای دگرگونی، بازدهی بالقوه بالایی در پی

خواهد داشت. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهند که چنین تلاش‌هایی شبیه به اقدامات لازم در راستای وظایف امانی‌اند.^[۱۱۲]

۵- ریسک اقلیمی، پیچیده‌تر و بلندمدت‌تر از اغلب ریسک‌های دیگر سرمایه‌گذاری است: ریسک‌های اقتصادی و مالی سنتی مربوط به تورم، چرخه‌های تجاری، نرخ‌های بهره و... معمولاً در چارچوب دوره‌های زمانی سه تا چهارپنج‌ساله بررسی و تحلیل می‌شوند. ریسک‌های بلندمدت‌تر مربوط به تغییرات اقلیمی (مانند بالا آمدن سطح دریاها، دسترسی به آب، افزایش قیمت سوخت کربنی) معمولاً به کلی فراتر از این چارچوب‌اند. تلاش آگاهانه‌ای لازم است تا به منظور مدیریت ریسک و تخفیف این مجموعه متنوع ریسک سرمایه‌گذاری، چارچوب‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت را به هم پیوند دهد.

این مطالعه نتیجه می‌گیرد که یافته‌هایش، «سازندگان آینده»^۱ را قانع می‌کند اقدامات مؤثری انجام دهند و هشدار برای «تحويل گیرندگان آینده»^۲ است.

مدیریت ریسک بازنگری شده

میان چهار نکته کلیدی فصل پیش درباره مدیریت ریسک و مطالعه مرسر راجع به تغییرات اقلیمی و پیامدهای آن برای مدیریت ریسک، همسویی مهم و جالب توجهی وجود دارد. برای نمونه:

- در خصوص ریسک‌هایی که مدیریت می‌کنید شفاف باشید: به‌ویژه این که باید بر ریسک‌های ذی‌نفعان تمرکز شود، نه ریسک‌های مدیران. مطالعه مرسر نمونه‌ای قانع‌کننده ارائه می‌کند که ریسک تغییرات اقلیمی به طور مستقیم به ریسک ذی‌نفعان طرح بدل می‌شود. به معنای کلان، کاملاً ارزش دارد که طی همکاری با سرمایه‌گذاران هم‌نظر، از سناریوی دگرگونی پشتیبانی کرد. در معنای خرد، راهبرد عاری کردن سرمایه‌گذاری‌ها از انتشار بالای کربن، نیازی به توجیه اخلاقی ندارد. توجیه بسیار ساده‌تری وجود دارد: «احتمال ریسک بالا/ بازده پایین».

- مشخص کنید از «نگاه به امر واقع‌شده» پیروی می‌کنید یا از «نگاه به آینده»: کار خود من طی بیش از سه دهه اخیر، درباره انتظارات بازده سرمایه‌گذاری، بر این قضیه صریح مبتنی بوده است که گذشته راهنمای خوبی برای آینده نیست و به تصویر کشیدن آینده ممکن، دشوار اما ضروری

- است. مطالعهٔ مرسر نیز با در نظر داشتن همین واقعیت‌ها انجام شد. زمان و تلاش بسیاری برای تدوین سناریوها، مدل‌های ارزیابی یکپارچه و شناسایی مؤلفه‌های مرتبط ریسک/بازده صرف شد.
- **مسئلهٔ افق دید:** سرمایه‌گذاری که می‌تواند نوسانات کوتاه‌مدت ارزش سرمایه را نادیده بگیرند، با توانایی تمرکز بر تولید جریان‌های نقدی و تولید ثروت در آیندهٔ بلندمدت، دارای مزیتی رقابتی‌اند. برای آن‌ها ملاحظات مربوط به محیط‌زیست-جامعه-حکمرانی اهمیت ویژه دارد. مطالعهٔ مرسر ابعاد تازه‌ای از این مسئولیت‌های اجتماعی را نمایان کرد.
- **مسئلهٔ حکمرانی خوب:** سازمان‌های بازنشستگی اثربخش، باورهای سرمایه‌گذاری شفاف دارند، این در جای خود مستلزم فرایندهای قوی حکمرانی است. مطالعهٔ مرسر نمونه‌های متعددی از این واقعیت را روایت می‌کند. برای نمونه در بخش «خب، که چی/حالا چی؟»^۱ اشاره می‌کند که اعضای هیئت‌مدیره و مدیران ارشد سازمان‌های بازنشستگی در تبدیل کردن یافته‌های این مطالعه به مسئولیت‌ها و اقدامات سازمانی نقش بسیار مهمی ایفا می‌کنند.
- مطالعهٔ مرسر، در بخش نتیجه‌گیری، نکاتی دارد که دانش سرمایه‌گذاران را راجع به پیامدهای تغییرات اقلیمی برای ریسک‌وبازده افزایش می‌دهد. من دیگر به این مسئله ناآگاه نیستم. انکارکنندگان تغییرات اقلیمی و تأثیرات آن بر بازده سرمایه‌گذاری در آینده، به‌دشواری می‌توانند بر سر موضع خود بمانند.

نتیجه‌گیری

کتاب سال ۲۰۰۷ من با عنوان انقلاب بازنشستگی با «فراخوان» برای کامل کردن این انقلاب پایان یافت؛ انقلابی که نخست پیتر دراگر در کتاب انقلاب پنهان مطرح کرده بود. پیام کتاب حاضر این است که انقلاب بازنشستگی هیچ‌گاه تکمیل نمی‌شود. بهترین امید ما، حرکت مستمر در مسیر درست است. حرکت مستمر در مسیر درست نیازمند دو چیز است. نخست، نیازمند ایده‌هایی بی‌نقص راجع به مقصدی است که با طراحی طرح بازنشستگی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری می‌خواهیم به آن برسیم. هدف این کتاب به‌روزرسانی این ایده‌ها و ارائه بهترین اندیشه‌ها و یافته‌های پژوهشی معاصر در هر سه حیطة فوق بود. دوم، نیازمند رهبری مصمم ده‌ها هزار نفر است که در طراحی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری نظام‌های بازنشستگی سراسر جهان فعال‌اند. به بیان جرج برنارد شاو، این امر نیازمند شجاعت و عزم غیرمعقول بسیاری است. تمامی پیشرفت‌ها به همین بستگی دارد.

فهرست منابع

فصل اول

1. See William Bernstein's article, "The Paradox of Wealth," in *the Financial Analysts Journal* (Sept–Oct 2013) for greater detail on the evolution of capitalism.
2. Jensen and Meckling "solved" this problem theoretically in "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* (July 1976). They predicted that the market system would naturally lead to monitoring and control activities carried out by institutions and individuals "who possess comparative advantages in these activities." Observation suggests such monitoring and control activities don't come about "naturally." They must consciously be put in place through deliberate collective action by investors.
3. Chapter 12 of Keynes' *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (Macmillan, 1936) may still be the best-ever essay on sensible investment beliefs, their implications, and their consequences.
4. Full disclosure: I am a CEM Benchmarking Inc. co-founder and co-owner. Visit its website to access its research papers on the drivers of good investment and pension administration performance by using its extensive databases.
5. See "Effective Pension Governance: The Ontario Teachers' Story" by Claude Lamoureux in the *Rotman International Journal of Pension Management* (Fall 2008). There may be a dozen or so "5 success drivers" pension organizations in the world today. Another dozen or so have publicly declared their aspiration to join this elite club.

فصل دوم

6. Bradford (2014), “Harkin’s Universal Retirement Plan Called Good Start Despite Some Hurdles,” *Pensions & Investments*, Feb 3.
7. Ambachtsheer (2008), “The Canada Supplementary Pension Plan: Towards an Adequate, Affordable Pension for All Canadians,” C.D. Howe Institute.
8. At this time of writing, some of the important specifics of the ORPP remain unresolved. For example, whether its design is to have a target benefit orientation, the role of guarantees, the income range to be covered by the plan, and what constitutes a “comparable” pension plan that exempts an employer from having to participate in the ORPP.
9. See Sandbrook and Gosling (2014), “Pension Reform in the United Kingdom,” *Rotman International Journal of Pension Management*, Spring, for a full exposition of the UK pension reform story
10. Reported by former NEST CEO Tim Jones to the author in a 2015 conversation.

فصل سوم

11. Akerlof’s most famous article on the topic was “The Market for Lemons,” *Quarterly Journal of Economics*, August 1970. See also the books by Akerlof and Shiller, *Animal Spirits*, Princeton University Press, 2010, and “*Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*,” Princeton University Press, 2015.
12. French (2008), “The Cost of Active Investing,” National Bureau of Economic Research.
13. Ambachtsheer (2005), “Beyond Portfolio Theory: The Next Frontier,” *Financial Analysts Journal*, Jan–Feb
14. See for example, Bauer and Kicken (2008), “The Pension Fund Advantage: Are Canadians Overpaying Their Mutual Funds?,” *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall.
15. See, for example, Ambachtsheer, Capelle, and Lum (2008), “The Pension Governance Deficit: Still with Us,” *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall.

16. Visit the CEM Benchmarking Inc. website for research supporting these findings.
17. Lamoureux (2008), "Effective Pension Governance: The Ontario Teachers' Story," *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall.
18. Bertram and Zvan (2009), "Pension Funds and Incentive Compensation: A Story Based on OTPP Experience," *Rotman International Journal of Pension Management*, Spring.
19. Data obtained by the author from OTPP Annual Reports and from CEM Benchmarking Inc.

فصل چهارم

20. Towers Watson (2015), "Global Pension Assets Study."
21. From Piketty (2014), *Capital in the 21st Century*, Belknap Harvard
22. Drucker (1976), *The Unseen Revolution*, Harper & Row.

فصل پنجم

23. Ambachtsheer (2013), "The Third Rail: Teachers' Jim Leech and *The Globe's* Jacquie McNish Make Pension Reform Simple," *Globe & Mail*, November 8, 2013.
24. Leech and McNish (2013), *The Third Rail: Confronting Our Pension Failures*, McClelland Stewart. Notes 211
25. While TIAA-CREF doesn't match up perfectly against the "five features" test set out before, it comes close.

فصل ششم

26. See Brock, "SED Client Memo" dated August 2013.
27. The PERS case study can be accessed through the website of the Rotman International Centre for Pension Management (ICPM).
28. For more on the financial economics of DB plans, see Bader (2014), "How Does Investment Return Affect Pension Cost?," *Financial Analysts Journal*, Sept/Oct., and Andonov, Bauer, and Cremers (2015), "Pension Fund Asset Allocation and Liability Discount Rates," SSRN.

فصل هفتم

29. The World Bank (1994), "Averting the Old Age Crisis."
30. See the article by Jaap van Dam (2014), "Rethinking Investing from the Ground Up: How PFZW and PGGM Are Meeting This Challenge," *Rotman International Journal of Pension Management* (Spring), for more on this project.

فصل هشتم

31. I have contributed a recent study to this debate titled "Taking the Dutch Pension System to the Next Level: A View from the Outside." It can be accessed via the KPA Advisory Services website.
32. NEST recently announced that it is making progress on the design of an "income-for-life" for the decumulation phase of its investment program.

فصل نهم

33. For more detail on these ideas, google MERCER LIFETIMEPLUS. Also see Bovenberg and Nijman (2015), "Personal Pensions with Risk Sharing," NETSPAR.

فصل دهم

34. The complete study is titled "How Effective Is Pension Fund Governance Today? And Do Pension Funds Invest for the Long-Term? Findings from a New Survey," January 2015. It can be accessed via the KPA Advisory Services website.
35. O'Barr and Conley (1992), *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, Irwin Books.
36. Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Chapter 12, Palgrave Macmillan.
37. Ambachtsheer, Boice, Ezra, and McLaughlin (1995), "Excellence Shortfall in Pension Fund Management: Anatomy of a Problem," unpublished working paper available from the author
38. The studies by Clarke et al. are summarized in (2008), "Best-Practice Pension Fund Governance," *Journal of Asset Management*. See also Clapman (2007), "Model Governance Provisions to Support Pension Fund BestPractice Principles," Stanford University Law School.

39. Clark and Urwin (2008), "Making Pension Boards Work: The Critical Role of Leadership," *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall.
40. Ambachtsheer, Capelle, and Lum (2008), "The Pension Governance Deficit: Still With Us," *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall.
41. Visit <https://www.rotman.utoronto.ca/ProfessionalDevelopment/ExecutivePrograms/CoursesWorkshops/Programs/Pension-Management.aspx> for more information.
42. The "Other" category in Table 10.4 was a mix of multi-employer pension plans, union pension plans, fiduciary managers, and special-purpose organizations such as workers compensation insurers.

فصل یازدهم

43. The two articles are required reading for participants in the Rotman-ICPM Board Effectiveness Program (BEP). The articles as well as information on BEP can be accessed through the Rotman-ICPM website.
44. Collaboration theory and practices is another unique area where Rotman ICPM has invested research monies. See Danyelle Guyatt's *RJPM* articles, "Pension Collaboration: Strength in Numbers" (Fall 2008) and "Effective Investor Collaborations: Enhancing the Shadow of the Future" (Fall 2013).
45. See the FCLT website for more information on this initiative.

فصل دوازدهم

46. International Integrated Reporting Council (IIRC). *The International <IR> Framework*. December 2013. Available at www.integratedreporting.org.
47. *The Australian* (2014), "Superfunds Enthusiastic about New Reporting Regime," July 15.
48. Sentinel Retirement Fund Integrated Annual Report, 2014. Full report available at <http://www.1.sentinel.za.com/Annual%20Reports/Sentinel%20Retirement%20Fund%202014.pdf>.
49. Ibid., p. 1.
50. Ibid., pp. 2–7.
51. Ibid., pp. 8–15.
52. Ibid., pp. 16–25.

53. Ibid., pp. 26–60.
54. Ibid., pp. 61–81.
55. Drucker (2006), “Classic Drucker: From the Pages of the Harvard Business Review.” *Harvard Business Review*, March.

فصل چهاردهم

56. Morgenson (2015), “Hidden Fees Take a Big Bite out of Pension Savings,” *New York Times*, May 4.
57. Phalippou and Gottschalg (2009), “The Performance of Private Equity Funds,” *Review of Financial Studies*.
58. Dang, Dupont, and Heale (2015), “The Time Has Come for Standardized Total Cost Disclosure for Private Equity,” CEM Benchmarking Inc. position paper.
59. CEM’s customized private equity benchmarks are based on lagged, small-cap equity indexes.
60. Note that the total reported Dutch costs for 2012/2013 are lower than the pre-2009 costs calculated by Phalippou-Gottschlag. It is not clear at this point whether this is due to Dutch underreporting, whether costs have come down over the course of the last decade, or some combination of the two.
61. A related issue here is “materiality.” Given the complexity of some of the fee structures in the PE space, there is a limit beyond which it is not worth going to achieve decimal place accuracy.

فصل پانزدهم

62. The study could not have been completed without the outstanding support of KPA colleagues Virginia Atkin and Kalia German, and of John McLaughlin of Treasury Technologies International. All data collected for the study were checked for completeness and consistency. In many cases, specific issues were discussed with the respondents. However, KPA cannot guarantee 100 percent accuracy of the resulting database.
63. Dyck and Pomorski (2011), “Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Plan Management,” working paper, Rotman School of Management, University of Toronto.

فصل شانزدهم

64. Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan.
65. See del Rio and Howlett (2013), "Beyond the 'Tinbergen Rule' in Policy Design: Matching Tools and Goals in Policy Portfolios," *Annual Review of Policy Design*.
66. See Bernstein (2009), *Capital Ideas Evolving*, John Wiley & Sons.

فصل هفدهم

67. Vasan (2012), "Norway vs. Yale Models: Who Wins?," *aiCIO Magazine*, Feb. 14.
68. Chambers, Dimson, Ilmanen (2011), "The Norway Model," October, SSRN.
69. For example, see "Maple Revolutionaries," *The Economist*, March 3, 2012.
70. I thank Gordon Clark and Ashby Monk for this insight. See their article, "The Norwegian Government Pension Fund: Ethics Over Efficiency" in the *Rotman International Journal for Pension Management* (Spring 2010).
71. The report was produced by the Rowan Task Force, to which I was a principal advisor. The report was titled "In Whose Interest?" and was released in 1987.
72. The two organizations report their returns and management costs somewhat differently. In Norway's case, the "Return of Fund" is a gross return and the "Average Management Cost" includes both external fees and internal investment management expenses. In the case of Ontario Teachers', the "Return of Fund" is net of external fees, and the "Average Management Costs" only represent internal management expenses. However, this different treatment of returns and expenses has no impact on the two "Net Excess Return" calculations, which remain comparable.

فصل هجدهم

73. O'Reilly and Chatman (1996), *Culture as Social Control: Corporations, Culture, and Commitment*, JAI Press, and Schein, (2004) *Organizational Culture and Leadership*, Jossey-Bass.
74. Lo (2015), "The Gordon Gekko Effect: The Role of Culture in the Financial Industry," prepared for the Federal Reserve Bank of New York.
75. Lewis, Michael, *Liar's Poker*, Norton: 1989.

76. Lewis, Michael, *Flash Boys*, Norton: 2015.
77. See Andonov, Bauer, and Cremers (2015), “Pension Fund Asset Allocation and Liability Discount Rates,” SSRN.

فصل نوزدهم

78. Brock (2013), “The Logical Basis for Outperforming the Market,” SED Inc.
79. Akerlof (1970), “The Market for Lemons,” *The Quarterly Journal of Economics*, August.
80. Dyck and Pomorski (2011), “Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Fund Management,” SSRN.
81. Ambachtsheer and Farrell (1979), “Can Active Management Add Value?,” *Financial Analysts Journal*.
82. Ambachtsheer (1977), “U.S. Stock Prices and Interest Rates: A Three- to Five-Year View,” *Financial Analysts Journal*.

فصل بیستم

83. From Chapter 4 of this book. Return to that chapter to learn more about Piketty and the historical background addressed here.
84. Look for a new film titled *Boom Bust Boom* on Hyman Minsky and his Financial Instability Hypothesis. Contact Marja Koolschijn at Cardano for more information (m.koolschijn@cardano.com).
85. Based on research published by GMO LLC.
86. Bernstein (2013), “The Paradox of Wealth,” *Financial Analysts Journal*.
87. For more detail, see Lazonick (2014), “Profits Without Prosperity,” *Harvard Business Review*, September.

فصل بیست و یکم

88. Ambachtsheer (2014), “The Case for Long-Termism,” *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall.
89. Ambachtsheer and McLaughlin (2015), “How Effective Is Pension Fund Governance Today? and Do Pension Funds Invest for the Long-Term? Findings from a New Survey.” The study can be accessed through kpa-advisory.com.

فصل بیست و دوم

90. Ambachtsheer and McLaughlin (2015), "How Effective Is Pension Fund Governance Today? and Do Pension Funds Invest for the Long-Term? Findings from a New Survey." The study can be accessed through kpa-advisory.com.
91. Focusing Capital on the Long Term (FCLT). "Long-Term Portfolio Guide," March 2015. The complete document can be accessed through fclt.org.
92. Ibid.
93. See, for example, Dyck and Pomorski (2011), "Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Fund Management," SSRN.
94. The Guide referenced the article, "Reclaiming Fiduciary Duty Balance," by Hawley, Johnson, and Waitzer, *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall 2011.

فصل بیست و سوم

95. Burgman and Van Clieaf (2012), "Total Shareholder Returns and Management Performance," *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall.
96. Mauboussin and Rappaport (2015), "Transparent Corporate Objectives," *Journal of Applied Corporate Finance*, July.
97. Van der Velden and van Buul (2012), "Really Investing for the Long Term: A Case Study," *Rotman International Journal of Pension Management*, Spring.
98. I have been a member of the Jeffrey Company's Board of Directors for 23 years.
99. The Jeffrey Company itself stands out as a singular example. See also Ambachtsheer (2014), "The Case for Long-Termism," *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall; and Eccles, Ioannis, and Serafeim (2012), "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance," NBER working paper.

فصل بیست و چهارم

100. Eccles, Ioannou, and Serafeim (2012), "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance," NBER working paper.
101. EIS use the term "Team Production Model" in the paper, in deference to the authors

of another paper who first used this term. I converted it to “Long-term Stakeholder Value-Creation Model” to fit the terminology used in prior chapters.

102. Quantitative analysts call this the “low-volatility” effect, which they attribute to the systematic overestimation of earnings growth in “sexier” high-volatility stocks.
103. See the previously cited article, “The Case for Long-Termism,” for more on this idea.
104. *Rotman Management*, Winter 2015. The interviewer was Karen Christensen. Used with permission.

فصل بیست و پنجم

105. The two FAJ articles are (1977) “U.S. Stock Prices and Interest Rates: A Three, to Five-Year View”; and (1979) “Can Active Management Add Value?” (with Jim Farrell).
106. For example, see Ilmanen, Asness (foreword by) (2011), *Expected Returns: An Investor’s Guide to Harvesting Market Returns*, Wiley.
107. See Ilmanen (2012), “The Death of Diversification Has Been Greatly Exaggerated,” *Journal of Portfolio Management*, Spring.

فصل بیست و ششم

108. Markowitz (1952), “Portfolio Selection,” *Journal of Finance*.
109. For example, *Ontario Teachers’ Pension Plan* employs 50 people in its risk management group

فصل بیست و هفتم

110. The Mercer Study can be accessed by just googling its title on the Internet. The study was supported by 16 institutional investors managing a collective 1.5\$ trillion
111. Participants in the Paris COP21 Climate Change Conference in December 2015 agreed to target to keep global warming below 2C through country-specific five-year plans that would be peer-reviewed by an independent body. A hopeful agreement, but much remains to be done.

112. A powerful new example of collective action is the case of 886 Dutch citizens suing the Dutch Government for insufficient action on climate change. They demanded new standards requiring a 25 percent reduction in carbon emissions in five years. The judge decided in favor of the plaintiffs. Similar actions are being contemplated in other countries. The other notable target for collective action is COP21, the UN conference on climate change held in December 2015 in Paris

The Future of Pension Management

Integrating Design, Governance, and Investing

انقلاب بازنشستگی تابع حرکت مستمر در مسیر درست است و انتخاب این مسیر و پیمودن آن به دو چیز وابستگی دارد: نخست، داشتن ایده‌هایی بی‌نقص راجع به مقصدی که با ترسیم طرح بازنشستگی، حکمرانی و سرمایه‌گذاری به آن برسیم. دوم، رهبری مصمم هزاران نفر که در نظام‌های بازنشستگی سراسر جهان فعال اند. هدف این کتاب به روزرسانی ایده‌ها و ارائه بهترین اندیشه‌ها و یافته‌های پژوهشی معاصر در ابعاد مختلف این مسیر است.

قیمت: ۳۰۰۰۰۰ تومان