

سند سیاست‌های سرمایه‌گذاری یک صندوق بازنشستگی

فلسفه وجودی، چارچوب مفهومی، اجزاء و الزامات

مجری طرح: علی فلاح زیارانی



اجزا و الزام‌های تهیه سند سیاست سرمایه‌گذاری یک صندوق بازنشستگی
با ارائه موارد نمونه از این سند در سایر صندوق‌ها

تهیه و تدوین:
علی فلاح زیبارانی

موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا
«نهاد پژوهشی صندوق بازنشستگی کشوری»

۱۳۹۶



مؤسسه‌های
بازنشستگی صبا

اجزا و الزام‌های تهیه سند سیاست سرمایه‌گذاری یک صندوق بازنشستگی

تهیه و تدوین: علی فلاح زیارانی

شمارگان: ۵۰۰ نسخه

نوبت چاپ: اول ۱۳۹۶

صفحه آرایی: سروش آفتاب فردا

طراح جلد: علی اکبر محمدخانی، گروه طراحان سُلُو

چاپ و صحافی: رفاه

تاریخ انتشار: ۱۳۹۶/۳/۲۸

کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر برای مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا محفوظ است.



نشانی: تهران، خیابان شهید بهشتی، خیابان اندیشه، خیابان یکم، پلاک ۲۹، واحد ۳ و ۴

کد پستی: ۱۵۶۹۷۵۵۶۱۵

دورنگار: ۰۲۱-۸۸۴۶۰۰۶۸

تلفن: ۰۲۱-۸۸۴۵۸۶۱۵

پست الکترونیک: info@saba-psi.ir

تارنما: www.saba-psi.ir

فهرست

- مقدمه..... ۱۱
- فصل یکم: تقسیم‌بندی طرح‌های بازنشستگی..... ۱۵
- از منظر روش پرداخت مستمری..... ۱۵
- از منظر روش تأمین مالی..... ۱۸
- نوع طرح‌های بازنشستگی در ایران..... ۲۱
- فصل دوم: سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی..... ۲۳
- ویژگی‌ها، محدودیت‌ها و الزام‌ها..... ۲۳
- ترکیب سرمایه‌گذاری‌های طرح‌های بازنشستگی در حوزه کشورهای
- OECD و گروه منتخب..... ۲۷
- نقش تعیین سبد دارایی‌ها (در سطح کلان) در نرخ بازدهی بلندمدت
- سرمایه‌گذاران نهادی از جمله طرح‌های بازنشستگی..... ۳۱

فصل سوم: گزارش سیاست سرمایه گذاری یک طرح باز نشستگی..... ۳۷

اهمیت: چرا تدوین گزارش سیاست های سرمایه گذاری مهم است؟ ۳۷

اجزاء و نکات مهم که در یک گزارش سیاست های سرمایه گذاری باید به آن پرداخت ۳۹

گزارش اهداف ۳۹

بحث نقد پذیری دارایی ها..... ۴۹

فصل چهارم: ترجمه و تلخیص گزارش سیاست های سرمایه گذاری منتخب..... ۵۳

مقدمه ۵۳

ترجمه و تلخیص ۵۶

اداره PPF ۵۶

اهداف ذخیره گذاری ۵۸

اندازه گیری ریسک و مدیریت آن ۵۹

ریسک عدم انطباق تعهد ها و دارایی ها ۵۹

سایر ریسک ها ۶۱

استراتژی سرمایه گذاری ها ۶۲

مدیریت سرمایه گذاری ۶۵

مدیریت روزانه دارایی ها ۶۵

شاخص های اندازه گیری عملکرد سرمایه گذاری ۶۶

نحوه اقدام بر اساس این گزارش ۶۷

گذاری طرح باز نشستگی ملی کانادا..... ۶۹

اهداف سرمایه گذاری ۷۰

عواملی اثر گذار بر توانمندی CPP برای انجام تعهداتش..... ۷۰

| | | |
|----|------------------------------|--|
| ۷۲ |CPP Reference Portfolio | سبدمرمايه گذاري مرجع |
| ۷۳ | | تنوع و تركيب دارايي ها با عنايت به پرتفوي مرجع |
| ۷۴ | | همچنين به لحاظ جغرافيايي |
| ۷۴ | | مديريت بازار، اعتبارات و ساير ريسك ها |
| ۷۸ | | نقدينگي |
| ۷۸ | | پرداخت وام |
| ۷۸ | (Related Party) | نقل و انتقالات مالي به شركاء مرتبط (Related Party) |
| ۷۹ | | استفاده از اوراق مشتقه |
| ۸۱ | | جمع بندي و نتيجه گيري |
| ۸۴ | | منابع و مأخذ |

مقدمه

صندوق‌های بازنشستگی به عنوان یکی از مهم‌ترین سرمایه‌گذاران نهادی، دارای حجم عظیمی از منابع مالی هستند که به ناگزیر باید جهت تأمین تعهدات از قبل تعیین شده براساس قانون، سرمایه‌گذاری شوند. حجم عظیم این منابع در کنار نوع تعهداتی که این طرح‌ها مکلف پاسخگویی به آن‌ها هستند، ویژگی‌های منحصر به فردی برای سرمایه‌گذاری این طرح می‌دهد. از این رو در بسیاری از مواقع قوانین کشورها و یا قوانین بالادستی این طرح‌ها به آنها الزام می‌کنند که سیاست‌های سرمایه‌گذاری و اقدامات مرتبط با آن را در قالب گزارش‌های سیاست مالی سرمایه‌گذاری مکتوب و بعضاً در اختیار ذینفعان طرح قرار دهند. این گزارش مکتوب عموماً تحت عنوان سیاست‌های سرمایه‌گذاری و اقدامات اجرایی^۱ قلمداد می‌شود.

البته نام‌های متعددی بر این گزارش می‌توان نهاد. همچنین در صندوق‌های متفاوت نام‌های متفاوتی انتخاب شده است؛ ولیکن مهم‌ترین مأموریت و نقش چنین گزارشی، تدوین چارچوب‌های کلی سرمایه‌گذاری از جمله سبد دارایی‌ها، تدوین فرآیندهای

تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها، تدوین اهداف سرمایه‌گذاری‌ها، مشخص نمودن نرخ بازده انتظاری سرمایه‌گذاری و بالاخره اقدامات اجرایی مرتبط با مسائل سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی است.

در ایران علیرغم آنکه طرح‌های بازنشستگی از نوع طرح‌های اندوخته‌گذاری قلمداد می‌شوند و بعضاً نقش و سهم قابل ملاحظه‌ای از فعالیت‌های مالی کشور را به خود اختصاص می‌دهند، چنین گزارش مکتوبی با ویژگی‌های استانداردهای مطلوب (که در این گزارش به آن اشاره خواهد شد) وجود نداشته است. از این رو در بسیاری از مواقع امکان ارزیابی منصفانه از عملکرد سرمایه‌گذاری وجود ندارد؛ زیرا متن مکتوب و صریح در خصوص چگونگی تعیین سبد دارایی‌ها، فرآیندهای تصمیم‌گیری، نرخ بازدهی و شیوه ارزیابی عملکرد وجود نداشته است. البته در سال‌های متعدد دستورالعمل‌ها و تبصره‌هایی در قالب بودجه‌های سالیانه در این خصوص ارائه شده است؛ لیکن مانند بسیاری از طرح‌های بازنشستگی دنیا سندی تحت عنوان سند سیاست‌های سرمایه‌گذاری با ملاحظه جزئیات انجام نشده است.

هدف اصلی گزارش حاضر، ارائه چارچوبی نظری برای پاسخ به چرایی نیاز به این گزارش و چگونگی محتوای این گزارش، با توجه به مباحث و نمونه‌های عملی است. بی‌شک تدوین هر گزارش سیاست سرمایه‌گذاری برای یک صندوق خاص، نیازمند مطالعه‌ها و محاسبه‌های احتمالی برای آن صندوق است. گزارش پیش رو یک چارچوب کلی برای هدایت و راهنمایی به منظور مطالعه‌ها و محاسبه‌های احتمالی در راستای تدوین سند سیاست‌های سرمایه‌گذاری است.

به این منظور، در ادامه طی نگاهی اجمالی به ویژگی‌های طرح‌های بازنشستگی از منظر تأمین مالی و جایگاه سرمایه‌گذاری در طرح‌های بازنشستگی مبتنی بر

اندوخته‌گذاری، مطالب ارائه شده است. پس از آن، گزارش عملکردی از ساختار پرتفوی سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی در کشورهای حوزه OECD در سال ۲۰۱۶ قابل مشاهده است. سپس بحث تئوری در خصوص چرایی اهمیت تعیین سبد سرمایه‌گذاری و نقش آن در نرخ بازده کلی سرمایه‌گذاران نهادی ارائه شده است. این بحث به خوبی نشان می‌دهد که چرا در همه گزارش‌های مربوط به سیاست‌های سرمایه‌گذاران طرح‌های بازنشستگی، بحث تعیین سبد سرمایه‌گذاری‌ها از اهمیت خاص برخوردار است. بالاخره اهمیت ویژگی‌ها و اجزاء اصلی یک گزارش، سیاست‌ها و اقدام‌های ارائه شده و در نهایت دو نمونه از گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری و اقدام‌های در دو طرح بازنشستگی با ویژگی‌های متفاوت ترجمه و خلاصه شده است. این دو نمونه عبارتند از: گزارش اهداف سرمایه‌گذاری، سیاست‌ها، نرخ بازده انتظاری و مدیریت ریسک برای سرمایه‌گذاری‌های طرح بازنشستگی ملی کانادا^۱ و گزارش اصول سرمایه‌گذاری برای صندوق حمایت بازنشستگی انگلستان^۲. دلیل انتخاب این دو نمونه این است که CPP دارای شرایط مالی خوبی است و سبد سرمایه‌گذاری پیشنهادی آن کاملاً متفاوت از صندوق حمایت بازنشستگی انگلستان هست. همچنین نحوه ورود به جزئیات در این دو گزارش در تقویت فهم از میزان ورود به جزئیات در یک گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری، کمک‌کننده است.

مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا

-
1. Canadian Pension Plan, CPP
 2. Pension Protection Fund

فصل یکم: تقسیم‌بندی طرح‌های بازنشستگی

صندوق‌های بازنشستگی از منظر آنکه چگونه و با چه مکانیسمی می‌خواهند به تعهدات خود در طول زمان پاسخ بدهند، به روش‌های مختلف تأمین مالی قابل تقسیم‌بندی هستند. اگر بخواهیم به یک چارچوب کلی جهت تقسیم‌بندی طرح‌های بازنشستگی بپردازیم، شاید بتوان تقسیم‌بندی به صورت زیر ارائه کرد:

از منظر روش پرداخت مستمری:

طرح‌های مبتنی بر مزایای تعیین شده^۱ این طرح‌ها عمدتاً فرمولی را برای تعیین مزایای متعلق به کارگران تعیین می‌کنند. از آنجا که این فرمول بخش‌های ثابتی دارد، (نرخ تعلق) لذا بسته بر آنکه دستمزدهای بر مبنای محاسبه مستمری چگونه باشد، آن مستمری قابل پیش بینی است. به طور کلی در این نوع روش پرداخت از چند مبنا استفاده می‌شود. از جمله مزایای ثابت^۲ که در این روش مستمری تابعی از میزان دستمزدها نیست؛ بلکه فقط تابعی از سال‌های مشارکت است.

-
1. Defined Benefit Plan
 2. flat benefit

روش دیگر، روش دستمزد کل دوران اشتغال^۱ است که دستمزد مبنای حق بیمه هر سال، برای محاسبه مستمری نهایی استفاده می‌شود.

روش بعدی روش دریافتی‌های پایان دوران اشتغال^۲ است که مثلاً دستمزد آخر یا میانگین دو سال آخر و ... مبنای محاسبه است.

و بالاخره مستمری منعطف^۳ هست به این معنا که کارفرما یک سطح پایه‌ای از مستمری را ارائه می‌دهد و مابقی آن توسط مشارکت کارگران تأمین مالی می‌شود.

نکته مهم بحث این است که روش پرداخت مستمری به شدت بر نحوه تعیین سبد سرمایه‌گذاری موثر است. مثلاً وقتی روش پرداخت مستمری آخرین دستمزدها است لاجرم سبد سرمایه‌گذاری باید منطبق بر عواملی باشد که اثرات رشد دستمزدها و تورم به خوبی بر آن منطبق بشود. در ادامه که بحث روش‌های تعیین پرتفوی ملقب به تعهدات و دارایی‌ها^۴ را بیان کنیم، به خوبی ارتباط این مباحث روشن می‌شود. همچنین اگر طرح، مبتنی بر تعهدهای از قبل تعیین شده عمل می‌کند فارغ از نوع محاسبه مستمری، اهمیت سرمایه‌گذاری‌ها در آن دو چندان می‌شود زیرا نمی‌توان به علت کمبود منابع از پرداخت مزایا شانه خالی کرد.

در روش‌های مبتنی بر مزایای معین، دو موضوع بسیار مهم در ارتباط باهم عمل می‌کنند؛ نخست نیازمند داشتن محاسبه‌های ادواری آکچوئری و دوم ارتباط نتایج این محاسبه‌ها با سیاست‌های سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی است. در نمونه ارائه شده در این گزارش، به خوبی این ارتباط به تصویر کشیده شده است.

-
1. Career Average
 2. Final Earning
 3. Flexible pension
 4. Asset /Liability

نوع دیگری از طرح‌های بازنشستگی عبارتند از: طرح‌های مبتنی بر مشارکت مشخص^۱ در این طرح‌ها فقط سهم مشارکت کارفرما و کارگر در طرح تعیین می‌شود ولیکن هیچ‌گونه تعهد از پیش تعیین شده‌ای، وجود ندارد. در روش‌های DC مزایا تابعی از مشارکت و میزان بازده سرمایه‌گذاری‌هاست. از این رو در این طرح، بحث محاسبه‌های آکچوئری به معنایی که برای طرح‌های DB مهم هستند، وجود ندارد زیرا تعهد تضمین نشده است.

این طرح‌ها به دو گروه طرح‌های مربوط به مشارکت پولی کارفرمایان و کارگران^۲ و طرح‌های بازنشستگی مشارکت در سود^۳ قابل تقسیم است.

در روش مشارکت در سود، مشارکت کارفرما در طرح به سود کمپانی مرتبط است؛ که البته بر اساس قوانین هر کشور، نحوه مشارکت به نسبت سود، تعیین می‌شود. مثلاً در کانادا اداره مالیات الزام می‌کند حتی اگر کمپانی سود ندارد، حداقل به اندازه یک درصد از درآمد کارگران در سال، باید مشارکت توسط کارفرما صورت پذیرد.

همان‌گونه که در ادامه می‌بینیم، سبد سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی، خود نیز تابعی از نوع پرداخت مزایا، به ویژه در کشورهای OECD بوده است. نکات اصلی ارتباط بین نحوه پرداخت مزایا و نوع پرتفوی طرح‌های بازنشستگی، در بخش گزارش عملکرد سال ۲۰۱۶-۲۰۱۵ کشورهای منتخب آمده است.

و بالاخره نوع دیگری از طرح‌های بازنشستگی از منظر پرداخت مزایا که البته بسیار نادرند، عبارت است از طرح‌های بازنشستگی ترکیبی^۴ در این نوع طرح‌ها،

-
1. Defined Contribution Plan
 2. Money Purchase Pension plan
 3. Profit Sharing pension plan
 4. Hybrid plans

فرمول تعیین مزایا به گونه‌ای عمل می‌کند که در هنگام بازنشستگی مستمری کارگر عبارت است از پرداخت روش DB یا به روش DC که هر کدام مزایای متعلق بیشتر دارند. مثلاً اگر کارفرما و کارگر ۱۰ درصد در طرح به روش DC، مشارکت کرده‌اند و بر اساس روش DB تعهد شده است تا ۱/۵ درصد آخرین دستمزد به ازاء هر سال سابقه به کارگر پرداخت شود، در هنگام بازنشستگی مجموع مشارکت کارفرما و کارگر در طرح DC، به اضافه سود مالی سرمایه‌گذاران محاسبه می‌شود و اگر این مقدار کمتر از روش تعهد شده در طرح DB باشد، طرح DB پرداخت می‌شود و اگر بیشتر از طرح DB باشد، طرح DC مبنای پرداخت قرار می‌گیرد.

این نوع طرح‌ها بخش مهمی از عدم ثبات طرح‌های DC را از بین می‌برد، زیرا حداقلی بر اساس طرح DB تضمین شده است. البته در این طرح‌ها به دلیل وجود چنین حداقل تضمینی بحث محاسبات آکچوئری بسیار مهم است. طرح‌های مختلط روش‌های دیگری نیز دارد. از جمله طرح ترکیبی^۱ که در این طرح جمع کل مزایا در هر دو طرح DB و DC که از قبل تعریف شده و به بازنشسته پرداخت می‌شود.

از منظر روش تأمین مالی

طرح‌های بازنشستگی از منظر چگونگی تأمین مالی نیز قابل تقسیم بندی هستند. شاید مهم‌ترین روش تقسیم بندی از منظر مالی را بتوان با سطح انعطاف پذیری نرخ مشارکت حق بیمه کارفرما و کارگر تعریف کرد. هنگامی که بر اساس قانون و روش محاسبه‌های آکچوئری دوره‌های تعادلی طرح، بسیار کوتاه‌مدت تعریف می‌شود و نرخ حق بیمه برای تضمین تعادل این دوره‌های بسیار کوتاه از جمله سالیانه و

1. Combination plans

حداکثر ۵ ساله در نظر گرفته می‌شود و پس از این دوره‌ها به منظور رسیدن به تعادل دیگر نیاز به افزایش نرخ حق بیمه هست و نرخ بازده سرمایه‌گذاریها نقش قابل توجه‌ایی ندارد، روش تأمین مالی مبتنی بر pay As you Go است. ناگزیر در این نوع روش تأمین مالی، منابع مازادی زیادی برای سرمایه‌گذاری وجود ندارد و اندک منابعی که با عنوان منابع مازاد موجود است، برای شرایط اضطراری در نظر گرفته می‌شود که به صورت پول نقد و یا به صورت اوراق قرضه کوتاه مدت، به طور عمومی یک ساله نگهداری می‌شود. به تناسبی که بر اساس محاسبه‌های آکچوئری و یا قوانین بالادستی دوره‌های تعادلی طرح بازنشستگی، به صورت طولانی‌تری تعیین می‌شود و تضمین نظام تأمین مالی طرح به چند و چون سرمایه‌گذاری‌ها و نرخ‌های بازدهی بیشتر متکی می‌شود، طرح بازنشستگی به سمت اندوخته‌گذاری حرکت می‌کند. از جمله این طرح‌ها، طرح‌های مبتنی بر روش تعیین حق بیمه تدریجی است. وزنه تعادلی طرح در طول مثلاً ۱۰ تا ۱۵ سال بر سبب سرمایه‌گذاری استوار است. لاجرم نقش و ماهیت و نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها بسیار مهم می‌شوند؛ و بالاخره در برخی از طرح‌ها که به طرح‌های نرخ حق بیمه متوسط معروف هستند؛ نرخ مشارکت به گونه‌ای تعیین می‌شود که نه بر اساس قانون و نه بر اساس مؤلفه‌های اقتصادی امکان تغییر آن در کوتاه‌مدت فراهم است. در این نوع طرح‌ها در شروع کار نرخ‌های حق بیمه در سطح بالایی تعیین شده اند که حجم عظیمی از مازاد منابع به وجود می‌آید. وزنه تعادلی طرح در بلند مدت به شدت به روش‌های پرتفوی و بازده سرمایه‌گذاری متکی است. در این طرح‌ها به طور کلی در یک دوره ۵۰ ساله و در بعضی موارد ۷۵ ساله نرخ حق بیمه با فرض تحقق بازده مورد نیاز، سرمایه‌گذاری تغییر نمی‌کند. ناگزیر بحث سیاست‌های سرمایه‌گذاری نقش کلیدی را ایفا می‌کنند.

در تئوری‌های روش‌های تأمین مالی و مباحث آکچوئری، وقتی تعهدهای طرح پیش‌بینی و محاسبه می‌شود و نرخ حق بیمه برای تعیین آن تعهدات از قبل مشخص و ثابت فرض می‌شود، (برای یک دوره زمانی) (روش Level cost) عامل قابل کنترل برای حفظ تعادل در دوره پیش‌بینی شده، سرمایه‌گذاری‌ها در نظر گرفته می‌شود. هر چه دوره تعادل طولانی‌تر و یا هرچه انعطاف‌پذیری تغییر نرخ حق بیمه کمتر باشد، سهم و اهمیت سرمایه‌گذاری افزون‌تر است.

در حقیقت این سیاست ذخیره‌گذاری یک طرح بازنشستگی است (Funding policy) که نقش و اهمیت سرمایه‌گذاری‌ها را مشخص می‌کند. سیاست ذخیره‌گذاری، نحوه تخصیص دارایی‌ها برای تأمین مزایا تعهد شده را تعیین می‌کند. همان‌گونه که گفته شد، بحث انعطاف‌پذیری نرخ حق بیمه مرکز ثقل این سیاست ذخیره‌گذاری است در برخی مواقع سیاست ذخیره‌گذاری به روش Advance Funding عمل می‌کند که این روش عبارت است از ایجاد یک صندوق ذخیره و یا سرمایه‌گذاری در یک گروه بیرونی (شخص حقوقی سوم) که این گروه می‌تواند یک گروه امین سرمایه‌گذاری یا یک شرکت بیمه‌ای برای تضمین پرداخت مستمری از قبل تعهد شده، باشد.

با این اوصاف بدون آنکه بخواهیم وارد جزئیات بیشتری از روش‌های تأمین مالی شویم، به راحتی می‌توان یک طرح بازنشستگی مبتنی بر سرمایه‌گذاری را از طرح غیرمبتنی بر سرمایه‌گذاری متمایز نمود و آن‌میزه این است که آیا تعهدها به روش مزایای از قبل تعیین شده پرداخت می‌شود یا نه و اگر جواب مثبت است آیا برای تضمین پرداخت آن مزایا، طرح بازنشستگی به راحتی می‌تواند نرخ حق بیمه را بر اساس محاسبه‌های آکچوئری، اسناد بالادستی و الزام‌های اقتصادی یک جامعه تغییر دهد یا نه. اگر جواب بخش دوم منفی باشد ناگزیر باید مرکز توجه‌های سیاست

سرمایه‌گذاری باشد. از اینجاست که بحث تدوین گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک سند مکتوب اهمیت پیدا می‌کند.

نوع طرح‌های بازنشستگی در ایران

اگر بخواهیم این بحث را با نگاهی اجمالی به طرح‌های بازنشستگی در ایران به پایان ببریم، می‌توان گفت به طور قطع تمام طرح‌های بازنشستگی در ایران مبتنی بر مزایای تعیین شده بر اساس آخرین دستمزدها هستند.

از منظر انعطاف‌پذیری نرخ حق بیمه، اگرچه محاسبه‌های آکچوئری مکتوبی از چگونگی تأسیس طرح‌های بازنشستگی در ایران در دسترس نیست اما بر اساس نرخ حق بیمه حدود ۱۱ تا ۱۸ درصد برای تعهدهای بلندمدت و تعیین نرخ‌های بالا در هنگام شروع صندوق‌ها (یعنی وقتی نرخ پشتیبانی حدود ۲۰ نفر به ازای هر مستمری بوده است) نظر گرفته شده است) این طرح‌ها به طور کلی مبتنی بر طرح‌های با نرخ حق بیمه متوسط^۱ طراحی شده‌اند.

بنابراین اگرچه طرح‌های بازنشستگی در ایران از نوع اندوخته‌گذاری جزئی هستند اما به علت عدم انعطاف در تغییر نرخ حق بیمه، از جمله طرح‌ها هستند که مرکز ثقل تعادل بلندمدت آنها بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری استوار است. البته این گزارش بنا ندارد تا به نقد و بررسی این نوع روش مالی بپردازد و فقط مبتنی بر واقعیت‌های قانونی و عملکردی بحث ارائه شده است. اما به خوبی مشخص است که با ظرفیت‌های بالقوه و بالفعل بازار مالی ایران، این روش تأمین مالی از بنیان اشتباه است. فارغ از این نقد و به لحاظ وجود چنین روش مالی در سال‌های پیش رو، اهمیت راهنمایی‌های دقیق در حوزه سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی روزافزون است.

1. Average Premium

فصل دوم: سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی

با توجه به مباحث از پیش گفته شده، طرح‌های بازنشستگی مبتنی بر اندوخته‌گذاری ناگزیر از به کارگیری مازاد منابع خود برای تأمین تعهدهای از پیش تعیین شده، بر اساس فرمول مزایا (به ویژه در طرح‌های DB) هستند و در این باره چند نکته حائز اهمیت است که سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی را نسبت به سایر سرمایه‌گذاران حتی سرمایه‌گذاران نهادی دیگر مانند شرکت‌های بیمه به عنوان مثال، متفاوت می‌کند. در ادامه این نکات ارائه شده است. بیان این موارد مهم روشن می‌کند که چرا داشتن سند سیاست‌های سرمایه‌گذاری از ملزومات یک طرح بازنشستگی است.

ویژگی‌ها، محدودیت‌ها و الزام‌ها

• اولین و مهم‌ترین نکته کلیدی در خصوص سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی این است که این سرمایه‌گذاری برای پاسخ به تعهدهایی انجام می‌شود که بر اساس فرمول مزایا¹ قابل پیش بینی هستند؛ و حتی در برخی

1. Predictable liability

از طرح‌های بازنشستگی که مزایای فوت و از کار افتادگی هم ارائه می‌دهد، در مجموع احتمال پرداخت مزایا به بیمه‌شده عدد یک است. زیرا در طول دوره بیمه‌پردازی یکی از سه رویداد بازنشستگی، فوت یا کارافتادگی رخ می‌دهد و صندوق مکلف به پرداخت است. برای روشن شدن این بحث مثال زیر گویا است.

یک شرکت بیمه تجاری که بیمه آتش‌سوزی می‌فروشد نیز یک سرمایه‌گذار نهادی است اما تعهد یک متغیر تصادفی است که احتمال آن بین صفر تا یک است و اگر آتش‌سوزی اتفاق نیفتد، این شرکت سود خود را می‌برد؛ اما در یک طرح بازنشستگی چنین امری محقق نمی‌شود چون احتمال دریافت مزایا عدد یک است و تنها زمان سررسید می‌تواند متفاوت باشد. از این رو طرح‌ها بازنشستگی غیرانتفاعی محسوب می‌شوند و در هیچ کجای دنیا یک طرح بازنشستگی در صورت‌های مالی خود سود شناسایی نمی‌کند و یا به سهام‌داران سود توزیع نمی‌کند. اما این موضوع در خصوص بسیاری از سرمایه‌گذاران نهادی دیگر مانند شرکت‌های بیمه تجاری، بیمه عمر و... اتفاق می‌افتد. از همین رو روش تعیین پرتفوی مبتنی بر دارایی و تعهدها^۱ برای یک طرح بازنشستگی بسیار مهم است.

● نکته دوم عبارت است از حجم ذخایر در اختیار طرح‌های بازنشستگی است. که در شرح آن باید گفت به علت ماهیت بلندمدت فعالیت‌های طرح‌های بازنشستگی و ناگزیر امکان انباشت دارایی مالی این طرح‌ها در بازار مالی، به طور کلی طرح‌های بازنشستگی به عنوان یکی از فعالان اصلی بازارهای مالی مطرح می‌شوند. حجم زیاد منابع در اختیار، روش مدیریت پرتفوی طرح‌های بازنشستگی را کاملاً از بسیاری از سرمایه‌گذاران بازار مالی متمایز می‌کند. قدرت انعطاف و جابه‌جایی در

1. Asset/ liability portfolio

بازار مالی برای به دست آوردن سودهای کوتاه‌مدت ناشی از تغییرات بازار، تقریباً برای صندوق‌های بازنشستگی غیرممکن است. چون به علت حجم منابع در بسیاری از مواقع، سرمایه‌گذاری‌های این طرح‌ها از طبیعت مبادله سریع در بازار برخوردار نیستند. ناگزیر سیاست‌های سرمایه‌گذاری این طرح‌ها نمی‌تواند مانند یک سرمایه‌گذار خرد بازار مالی مدیریت شود؛ از این روست که در بسیاری از مواقع روش مدیریت سرمایه‌گذاری‌های طرح‌های بازنشستگی، روش غیر فعال^۱ است. علاوه بر این که اگر یک سرمایه‌گذار مالی نتواند به علت حجم بالای منابع در بازار تحرک کافی داشته باشد، بحث تخصیص سبد دارایی بسیار مهم است. لذا شگفت‌انگیز نیست اگر در ادامه می‌بینیم که از مهم‌ترین کارکردهای گزارش سیاست مالی، تعیین سبد کلان دارایی‌هاست.

• سومین نکته این است که طرح‌های بازنشستگی تعطیل نمی‌شوند. طرح‌های بازنشستگی ممکن است ادغام شوند یا تعهدهای آن‌ها تسویه شود، اما چیزی به نام ورشکستگی برای آن‌ها وجود ندارد. به تعبیر دیگر تعهدهای طرح‌های بازنشستگی، در هر شرایطی باید پرداخت شود و این‌ها به عنوان یک سری مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و یا حتی عمومی انتفاعی عمل نمی‌کنند؛ این موضوع منجر به این امر می‌شود که در بعضی موارد الزام‌های قانونی و محدودیت مالی برای نحوه سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی اعمال شود. از جمله مَثلاً ممکن است اسناد بالادستی سقف خرید سهام مدیریتی را محدود کند یا سهم مناسبی که باید در بازار خارج از کشور سرمایه‌گذاری شود در محدودیت قرار گیرد. تعیین این محدودیت در راستای اعمال وظایف تضامنی دولت است.

1. passive

● مفهوم مدیریت ریسک در سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی، تفاوت بنیادی با همین مفهوم در سرمایه‌گذاری بسیاری از مؤسسه‌های مالی است. ریسک سرمایه‌گذاری‌ها به طور کلی به عنوان انحراف معیار از بازدهی شناخته می‌شود و معمولاً مدیریت آن متمرکز به کسب بازدهی هدف با حداقل رساندن این نوع ریسک‌ها است. اما در یک طرح بازنشستگی، مهم‌ترین ریسک، ریسک عدم تطابق پرتقوی با تعهدهای سررسید شده صندوق است. از این منظر حتی اگر مفهوم متداول مدیریت ریسک به خوبی اعمال شده باشد، اما باز هم عدم تطابق بین تعهدها و دارایی‌ها وجود داشته باشد، سرمایه‌گذاری یک طرح بازنشستگی با بحران مواجه است.

● بحث مطلوبیت اجتماعی و اقتصادی سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی از عوامل متمایز کننده دیگری در خصوص این نوع سرمایه‌گذاری‌ها و ستیز سرمایه‌گذاران بازار مالی است.

اعمال طرح‌های بازنشستگی توسط طراحان به عنوان یکی از مهم‌ترین فعالان بازار مالی نمی‌توانند و نباید خلاف منابع بلندمدت ذینفعان خود سرمایه‌گذاری کنند. این طرح‌ها به طور کلی نمی‌توانند فقط برای کسب بازدهی در حوزه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که محل محیط زیست است. یا اینکه حوزه‌های فعالیت آن‌ها اثرهای مخربی بر شاخص‌های مالی از جمله تورم دارد. زیرا تعهدهای آن‌ها خود می‌تواند بسیار تحت تاثیر تورم افزایش یابد. و یا این که در حوزه سرمایه‌گذاری کنند که ضد اشتغال باشد.

● تعهدهای یک طرح بازنشستگی بسیار بلند مدت است. ارتباط یک بیمه شده با یک طرح بازنشستگی در بعضی موارد به بیش از ۵۰ سال می‌رسد. تضمین و پایداری پرداخت این تعهد در یک افق بسیار بلندمدت باید اتفاق بیفتد. از این رو

فرآیند ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری‌های یک طرح بازنشستگی باید با توجه به این افق بلندمدت صورت پذیرد. ارزیابی و مقایسه عملکرد مدیران سرمایه‌گذاری با مدیران سرمایه‌گذاری خصوصی با توجه به شاخص‌های عملکردی کوتاه‌مدت، می‌تواند گمراه‌کننده باشد. از این روست که در گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری به طور کلی عملکرد مدیران سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی در چارچوب سیاست‌های سرمایه‌گذاری تعیین شده و نه اتفاق‌های زودگذر که در بازار صورت می‌گیرد.

بخشی از فلسفه داشتن یک گزارش مکتوب سیاست‌های سرمایه‌گذاری در یک طرح بازنشستگی، اعمال ملاحظه‌های فوق از جمله انطباق سبب سرمایه‌گذاری به تعهدها، مدیریت ریسک و نحوه ارزیابی عملکرد مدیران این بخش است. ردپای چگونگی اعمال این ملاحظه‌ها در مباحث پیش‌رو به خوبی قابل پیگیری است.

ترکیب سرمایه‌گذاری‌های طرح‌های بازنشستگی در حوزه کشورهای OECD و گروه منتخب

گزارش Global Pension Asset Study در سال‌های ۲۰۱۶-۲۰۱۵ به بررسی دارایی‌های صندوق بازنشستگی در ۱۹ کشور از جمله استرالیا، هلند، کانادا، آفریقای جنوبی، شیلی، کره جنوبی، فرانسه، اسپانیا، آلمان، سوئد، آمریکا، ایرلند، ژاپن و مالزی پرداخته است. همچنین این گزارش ۷ کشور از این ۱۹ کشور را به عنوان گروه P7 که شامل استرالیا، کانادا، ژاپن، هلند، سوئد، انگلیس و آمریکا می‌شود را نیز در یک مجموعه جداگانه بررسی کرده است و در ادامه خلاصه‌ای از این گزارش با تاکید بر چگونگی سبب دارایی‌های طرح‌های بازنشستگی ارائه شده است.

مجموع دارایی‌ها بازار بازنشستگی ۱۹ کشور مذکور در پایان سال ۲۰۱۵، ۳۵۳۱۶ میلیارد دلار بوده است که از کاهش ۰/۹ درصد در مقایسه با سال ۲۰۱۴ برخوردار بوده است. این رقم حدود ۸۰ درصد از تولید ناخالص داخلی این اقتصادهای ۱۹ گانه را تشکیل می‌دهد (P19). سهم گروه P7 از این مقدار ۲۹/۹ درصد است. در گروه P7 بزرگترین بازار بازنشستگی به ترتیب برای آمریکا، انگلستان و ژاپن است. سهم آمریکا حدود ۶۱/۵ درصد سهم انگلستان ۹ درصد و سهم ژاپن ۷/۷ درصد است.

نکات کلیدی گزارش مذکور در خصوص سبد دارایی‌ها به شرح زیر خلاصه شده است

در پایان سال ۲۰۱۵ ترکیب سبد دارایی‌ها که به گروه P7 اختصاص یافته، به این صورت بوده است:

- سهم بازار سهام ۴۴ درصد، سهم اوراق قرضه ۲۹ درصد و سایر سرمایه‌گذاری‌ها شامل املاک و دیگر شقوق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری ۲۴ درصد و سهم وجوه نقد حدود ۳ درصد بوده است.

- نتیجه بررسی‌های نشان داده است که الگوی تخصیص دارایی‌ها از سال ۱۹۹۶ تغییر کرده است. به این معنا که سهم سایر دارایی‌ها افزایش یافته ولی سهم و اوراق قرضه کاهش داشته است.

- در گروه P7 سهم بازار سهام در آمریکا، استرالیا و انگلستان بالاتر از سایر اعضا است. سوئید، ژاپن و هلند نسبتاً استراتژی محافظه کارانه‌ای داشته‌اند.

بررسی‌ها نشان داده است که در طول ده سال گذشته سهم دارایی‌های طرح DC از رشد ۷،۱ درصدی برخوردار بوده است، در صورتی سهم طرح‌های DB از حدود

۳,۴ درصدی است.

• دارایی‌های مربوطه به طرح‌های DC حدود ۴۸/۴ درصد از کل درصد دارایی‌های بازنشتگی اختصاص یافته در گروه‌های P7 را شامل می‌شود و مابقی آن مربوط به طرح‌های DB است.

• طرح‌های DC نقش قالبی در استرالیا و آمریکا داشته‌اند. ژاپن و کانادا به طور عمده دارای طرح‌های DB هستند. اگرچه نشانه حرکت به سمت طرح‌های DC در این کشورهای هم دیده می‌شود.

نمودار زیر خلاصه‌ای از سهم DC و DB و همچنین چگونگی اختصاص دارایی‌ها

در گروه P7 برای پایان سال ۲۰۱۵ را نشان می‌دهد:

| کشور | سهم | اوراق قرضه | سهم دارایی‌ها از جمله املاک | وجوه نقد | سهم DB | سهم DC |
|-----------|-----------|------------|-----------------------------|----------|-----------|-----------|
| استرالیا | ۴۸ | ۱۴ | ۲۱ | ۱۷ | ۱۳ | ۷ |
| کانادا | ۳۹ | ۲۱ | ۲۷ | ۲ | ۹۵ | ۵ |
| ژاپن | ۳۱ | ۵۷ | ۹ | ۳ | ۹۶ | ۴ |
| هلند | ۳۳ | ۵۲ | ۱۵ | - | ۹۵ | ۵ |
| سوئد | ۲۹ | ۳۵ | ۲۹ | ۷ | - | - |
| انگلستان | ۴۳ | ۳۷ | ۱۸ | ۳ | ۶۸ | ۳۲ |
| امریکا | ۴۷ | ۲۳ | ۲۷ | ۲ | ۴۵ | ۶۰ |
| P7 | ۴۴ | ۲۹ | ۲۴ | ۳ | ۵۲ | ۴۸ |

همان‌گونه که خلاصه ارائه شده نشان می‌دهد، سهم سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشتگی رقم قابل توجهی از GDP کشورها را به خود اختصاص می‌دهد. این سهم عمده نقش و ویژگی‌های خاص به این نوع سرمایه‌گذاری‌ها می‌بخشد که در

قسمت قبل به آن اشاره شد.

نکته دیگر در رابطه بین سبد دارایی‌های اختصاص یافته و نوع طرح از لحاظ DB و DC بودن است. جدول ارائه شده به خوبی نشان می‌دهد که هر چقدر کشورهایی که دارای سهم بیشتری از طرح‌های DC هستند، همانند امریکا و استرالیا، برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام هم سهم بیشتری دارند. شاید دلیل آن را بتوان این گونه تفسیر کرد که در طرح‌های DC مفهومی به نام تعهد از قبل تعیین شده معنا ندارد و ناگزیر طرح‌های بازنشستگی می‌توانند روش‌های پر خطری برای سرمایه‌گذاری خود انتخاب کنند. بر عکس هر چقدر سهم طرح‌های DB بیشتر باشد، رویکرد سرمایه‌گذاری‌ها محافظه‌کارانه‌تر می‌شود. از جمله می‌توان به نمونه ژاپن، هلند و تا حدودی کانادا اشاره کرد، در این میان کشور انگلستان یک حد میانه‌ای از رویکرد محافظه‌کارانه و حرکت به سمت سرمایه‌گذاری در بازار سهام را با توجه به ترکیب DB و DC انتخاب کرده است. نکته دیگر که باید به یافته‌های فوق افزود این است که علاوه بر ماهیت طرح DB یا DC، شرایط بلوغ طرح‌ها نیز در نوع سبد سرمایه‌گذاری‌ها باید تعیین‌کننده باشد. به عنوان مثال وضعیت طرح بازنشستگی ملی کانادا به لحاظ ثبات مالی خوب است از این رو اگرچه این طرح DB است اما هنوز می‌تواند رویکرد جسورانه‌تری در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها انتخاب کند. معمولاً در گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های طرح در کنار شرایط مالی آن و زمان سررسید تعهدها، کلیات سبد سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کند. با توجه به نگاه آماری فوق و با توجه به بیان کلیات مرتبط به سرمایه‌گذاری‌های طرح‌های بازنشستگی، در ادامه چرایی اهمیت تعیین سبد دارایی‌ها و نقش آن در بازده بلندمدت یک سرمایه‌گذاری نهادی به عنوان مدخل تئوریک فهم گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری ارائه شده است.

نقش تعیین سبد دارایی‌ها (در سطح کلان) در نرخ بازدهی بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی از جمله طرح‌های بازنشستگی

همانگونه که قبلاً اشاره شده یکی از مهم‌ترین وظایف گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری، تعیین سبد اصلی دارایی است که طرح بازنشستگی باید در این خصوص سرمایه‌گذاری کند. در این قسمت تلاش شده است تا بنیان نظری این نقش اصلی یک گزارش سیاست سرمایه‌گذاری تبیین شود.^۱

با عنایت به مطالعه‌های متعدد، بسیاری از سرمایه‌گذاران باور دارند که به طور طبیعی سیاست تخصیص دارایی، سهم اصلی در نرخ بازدهی یک پرتفوی سرمایه‌گذاری را دارد و زمان ورود به بازار و نوع وثیقه یا سرمایه‌گذاری انتخاب شده در درجه دوم است. این موضوع به طور عمده در خصوص سرمایه‌گذاران نهادی مصداق دارد زیرا پرتفوی سرمایه‌گذاران نهادی به طور عمومی شامل تعداد زیادی از سهام و انواع دیگر سرمایه‌گذاری‌ها است، که به ندرت می‌تواند از استراتژی دادوستد روزانه پیروی کند. در مقابل این نوع سرمایه‌گذاران، سبد گسترده‌ایی از دارایی‌ها را نگهداری می‌کنند که نمی‌توانند مثل سرمایه‌گذاران خرد به دادوستد روزانه بپردازند تا سود به دست آورند. در نتیجه نحوه تخصیص دارایی‌ها در سبد سرمایه‌گذاری مهم‌ترین علت اصلی نتیجه یا نرخ بازده دارایی‌ها است.

به طور خلاصه در ادبیات نظری، یک پرتفوی سرمایه‌گذاری، با عنایت به سه موضوع می‌تواند نرخ بازدهی مورد نظر را کسب کند و یا به حداکثرسازی نرخ بازدهی بپردازد.

۱. مطالب این بخشی برگرفته از کتاب:

بحث نخست و یا نقطه شروع تشکیل پرتفوی مسأله تخصیص دارایی‌ها است که شامل تعریف طبقه‌ها یا گروه‌هایی از دارایی‌هاست^۱ و همچنین تعیین میزان وجوهی که باید به هرگروه اختصاص یابد. به طور نمونه یک سبد در دسترس برای سرمایه‌گذاران نهادی شامل سهام داخلی، سهام خارجی، دارایی‌ها با درآمد ثابت، املاک و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خصوصی است. استراتژی تعیین سبد سرمایه‌گذاری، سهم هر گروه که باید در آن سرمایه‌گذاری صورت پذیر را، مشخص می‌کند.

بحث دوم تطبیق زمانی پرتفوی بر اساس شرایط بازار^۲ است. این بحث عبارت است از انحراف کوتاه‌مدت از اهداف بلندمدت تعیین شده برای پرتفوی به منظور کسب سود. به عنوان مثال اگر یک سبد سرمایه‌گذاری مشخص کرده است باید ۵۰ درصد در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری شود، یک مدیر سرمایه‌گذاری وقتی احساس کند که اوراق قرضه گران و سهام ارزان است ممکن است این سهم را به ۴۰ و ۶۰ درصد تغییر دهد. به بازدهی که نصیب پرتفوی از این سیاست می‌شود سود ناشی از انطباق زمانی پرتفوی در بازار اطلاق می‌شود.

و بالاخره بحث سوم انتخاب نوع وثیقه است. به عنوان مثال اگرچه ۵۰ درصد از دارایی‌ها باید در سهام سرمایه‌گذاری شود، اما چه نوع سهامی خریداری شود نیز می‌تواند در نرخ بازدهی اثرگذار باشد و این بحث همچنین به بحث مدیریت فعال^۳ و یا غیر فعال^۴ قابل ارائه است. اگر مدیریت، پرتفوی سبد سرمایه‌گذاری را طوری طراحی

-
1. Asset Allocation
 2. Market Timing
 3. Active
 4. Passive

کند که منعکس کننده عملکرد کلی بازار است^۱، مدیریت در عمل نقش فعالی در آن ندارد. در حقیقت، زمانی به مدیریت فعال نیاز است که بخواهیم پرتفوی از ترکیب کلی بازار متفاوت باشد. در مدیریت فعال نوع و سهام انتخاب شده مدام تغییر می‌کند تا بتواند بازدهی را افزایش داد.

این که هر کدام از سه بحث فوق تا چه اندازه می‌تواند در بازدهی سرمایه‌گذاری نهادی از جمله یک طرح بازنشستگی مؤثر باشد، موضوعی است که در ادامه تبیین شده است.

در خصوص تطبیق زمانی بازار برخی از مطالعات بیان می‌کند که این منعکس‌کننده یک استراتژی بد برای سرمایه‌گذاران نهادی است.

هیچ مشاهده عملی برای هر یک از مؤسسه‌های نهادی بزرگ وجود ندارد که نشان دهد آن‌ها دارای این توانایی هستند که بتوانند در زمانی که قیمت‌ها پایین است وارد بازار شوند و وقتی قیمت‌ها بالا است بتوانند دارایی خود را بفروشند و از بازار خارج شوند (David.P:55) تلاش برای تغییر سبد سرمایه‌گذاری‌ها بین سهام و اوراق قرضه یا بین سهام و دارایی‌های نقد، با پیش‌بینی‌های تغییر بازار بیش از آن که موفق باشد، به سوی شکست متمایل است.

همچنین مشکل تطبیق بر اساس شرایط بازار، این است که می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری را با افزایش سرمایه‌گذاری‌های ریسکی افزایش دهد.

در خصوص اثر انتخاب نوع وثیقه یا به عنوان مثال سهامی که باید خریداری شود، موضوع به کارآمدی بازارها مرتبط است. مدیریت فعال مانند تطبیق پرتفوی براساس شرایط بازار در یک بازار مالی کارآمد می‌تواند مخرب باشد. چون در بازار کارآمد

امکان کسب سود اضافی با جابه‌جایی مدام سرمایه‌گذاری‌ها صفر است اما اگر بازار کارآمد نباشد، بسته به حجم ذخایر سرمایه‌گذار نهادی، امکان استفاده از مدیریت فعال نیز متغیر است. یک سرمایه‌گذار با سهم کوچک از بازار سهام یک کشور که کارآمد نیست، می‌تواند از مدیریت فعال به‌رمند شود اما اگر سهم سرمایه‌گذاری‌ها عمده باشد این امکان چندان قابل تصور نیست؛ چون قابلیت مبادله‌داری بدون اثرگذاری بر قیمت‌ها وجود ندارد.

نتیجه کلی این است که در طراحی یک سبد سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران چه به صورت شفاف و چه به صورت ضمنی، انتخاب می‌کنند که چه نقشی برای کسب بازدهی به هر یک از سه موضوع اشاره شده، خواهند داد. یک سیاست پرتفوی قوی در یک طرح نهادی، تمرکز خود را به تعیین سبد سرمایه‌گذاری در بلندمدت به همراه یک تنوع قابل ملاحظه اختصاص می‌دهد و سهم ناچیزی برای کسب بازدهی از طریق مدیریت فعال و یا تطبیق زمانی بر اساس شرایط بازار در نظر می‌گیرد. البته پیروی از چنین سیاست پرتفوی قوی، در یک سرمایه‌گذار نهادی به علت وجود چالش‌هایی که در ادامه آمده است آسان نیست.

از مهم‌ترین چالش‌های پیش روی سرمایه‌گذاران نهادی، این است که اگرچه معمولاً مدیریت موفق، در یک نهاد مالی بزرگ سرمایه‌گذاری بلندمدت را تشویق می‌کند، اما در خلاف ادعای آنها مبنی بر این که تمرکزشان روی مسائل بلندمدت است، به طور حیرت‌انگیزی تفکرهای کوتاه‌مدت، باعث خلق تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. شاید ویژگی طبیعی آدمی است که پیامدهای کوتاه‌مدت بر ملاحظه‌های بلندمدت غلبه می‌کنند؛ کوتاه کردن افق زمانی برای به دست آوردن یک منفعت فوری ترجیح داده می‌شود. افراد تمایل دارند که یک مشارکت قابل مشاهده را بسازند که اغلب در

افق‌های زمانی کوتاه‌مدت قابل توجه باشد.

این مشکل زمانی روشن‌تر می‌شود که طول خدمت کارمندان بخش سرمایه‌گذاری و امانت‌داران این بخش‌ها اغلب کوتاه‌تر از افق زمانی سرمایه‌گذار است. در خصوص مدیریت سبد دارایی‌هایی که عمر بسیار طولانی دارند (perpetual life) تمایز روشن میان افق زمانی دوران فعالیت افراد و محدوده زمانی فعالیت نهادهای مالی مربوطه است که مدیریت و نظارت کافی تنها پاسخ عملی برای حل این مشکل است. نکته قابل تأمل این است که سرمایه‌گذارانی که به موفقیت‌های کوتاه‌مدت دل‌خوش هستند، احتمالاً خسته می‌شوند از آن جایی که بعضی مواقع بازارها آنقدر کارآمد هستند که به آسانی سود نرسانند. حتی مدیرانی که فرصت کوتاه‌مدتی برای کسب سود پیدا می‌کنند، خود را در معرض یک چالش بی‌پایانی قرار می‌دهند. زیرا مدام باید دنبال فرصت‌های جدید باشند، ولی سرمایه‌گذارانی که در بلندمدت متمرکز هستند، می‌توانند از فرصت‌هایی که توسط بازیگران ناآگاه در کوتاه‌مدت ایجاد شده است، منفعت ببرند.

چالش اصلی دیگر این است که اغلب در معیارهای اندازه‌گیری، عملکرد نهادهای بلندمدت براساس عملکرد سالیانه قضاوت می‌شود. واضح است که قضاوت سبد دارایی بلندمدت براساس شاخص‌های عملکردی سالیانه، یک تفکر خطا، با تأکید بر رفتار کوتاه‌مدت و تمرکز شدید بر مقایسه درون گروهی است. نکته قابل ملاحظه این است که سرمایه‌گذاران نهادی دارای اهداف متفاوت، میزان دارایی متفاوت، و سررسیدهای متفاوتی برای تأمین تعهدهای احتمالی خود هستند و این‌ها شامل گروه‌های متعددی می‌شوند. عدم تمرکز بیش از حد به مقایسه درون گروهی باهم، به جای آن تمرکز کافی بر سبد سرمایه‌گذاری‌ها و نحوه عملکرد بر اساس سبد

سرمایه‌گذاری که خاص هر مؤسسه نهادی است می‌تواند راهگشا باشد (p:۳۲۸). لذا این نکته اساسی است که سیاست کلی سرمایه‌گذاری در یک سرمایه‌گذاری نهادی باید در اولویت باشد تا پرداختن به این که چه کسی آن را مدیریت کند. به عنوان جمع‌بندی این بخش، مجدد تأکید می‌شود که در بسیاری از موارد تعیین سبد اصلی سرمایه‌گذاری یک مؤسسه نهادی در بلندمدت، به عنوان هسته اصلی فرآیندهای سرمایه‌گذاری در مؤسسه‌های نهادی است؛ که هیچ یک از موضوع‌های دیگر مدیریت سرمایه‌گذاری این نقش را ایفا نمی‌کنند. به طور معمول این اهداف باید سالی یک بار مرور شوند. بنابراین تعیین سبد سرمایه‌گذاری با تأکید بر پیامدهای بلندمدت سیاست اصلی قلمداد می‌شود. تصمیم‌های استراتژیک به عنوان حرکت‌های میانی قلمداد می‌شوند تا بتوانند سیاست بلندمدت را با تغییرهای فوری بازارها و یا قوانین تطبیق دهند و تصمیم‌های تاکتیکی و تجاری شامل افق‌های زمانی کوتاه‌مدت می‌شوند که باعث تحقق سیاست‌ها و استراتژی‌ها است. مرکز ثقل فرآیند تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها تعیین سبد سرمایه‌گذاری برای بلندمدت در یک مؤسسه نهادی است و سایر فعالیت‌ها برای تحقق آن هدف باید انجام گیرد. با بیان این چارچوب کلی، به خوبی روشن می‌شود چرا در ادامه مباحث می‌بینیم که از مهم‌ترین دغدغه‌ها و نقش‌های یک گزارش سیاست سرمایه‌گذاری برای طرح‌های بازنشستگی، موضوع تعیین سبد سرمایه‌گذاری بلندمدت، براساس نیاز مالی طرح است.

فصل سوم: گزارش سیاست سرمایه‌گذاری یک طرح بازنشستگی (منابع شماره ۳ و ۴ و ۵)

به طور کلی گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری که به گزارش سیاست‌ها، اهداف و اقدام‌ها معروف است، نقشه راهی است برای سرمایه‌گذاری‌های طرح‌های بازنشستگی. این گزارش اهداف را تبیین می‌کند، بیان می‌کند که طرح بازنشستگی باید کجا سرمایه‌گذاری کنند، تبیین می‌کند که عملکرد باید چگونه اندازه‌گیری شود و همچنین چه نوع ریسک‌هایی قابل پذیرش است. و علاوه بر این، این گزارش اداره سرمایه‌گذاری‌ها و نحوه پاسخ‌گویی افراد را تعریف می‌کند. همچنین بیان‌کننده نحوه افشاء اطلاعات برای شرکاء طرح و تداوم آن است.

اهمیت: چرا تدوین گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری مهم است؟

- سیاست سرمایه‌گذاری اولین قدم از مسیر طولانی در جهت سرمایه‌گذاری موفق است. فقدان یک سند سیاست رسمی می‌تواند منتهی به مسیری شود که سرمایه‌گذاری به روز نباشد و یا عملکرد سرمایه‌گذاری‌ها نامناسب باشد.

● سیستم‌های بازنشستگی به طور معمول، سرمایه‌گذاران بلند مدت هستند که در صدد پاسخ به تعهداتی که در طول دهه‌ها شکل گرفته، هستند. از طرف دیگر از آن جایی که طرح‌های بازنشستگی به ندرت منحل می‌شوند، تعهدها به طور طبیعی دائمی هستند. از این رو است که توسعه و داشتن یک سیاست سرمایه‌گذاری برای تأمین این تعهدها در یک فرآیند بلندمدت حیاتی است.

● سیاست سرمایه‌گذاری مکتوب مهم‌ترین بنیان تدوین کنترل‌های درونی سیستم است و همچنین به عنوان یک ابزار ارتباطی برای آموزش و راهنمایی کارمندان داخلی و شرکاء بیرونی است. به عنوان مثال، یک سیاست سرمایه‌گذاری که به خوبی مکتوب شده است، به مدیران سرمایه‌گذاری کمک می‌کند که اهداف طرح‌های بازنشستگی را به خوبی تشخیص دهند، بدانند چه ریسک‌هایی قابل قبول و چه ریسک‌هایی غیرقابل قبول است و بالاخره چه محدودیت‌هایی متوجه فعالیت‌های آن‌ها است.

● این سند اگر به خوبی تنظیم شود، به عنوان یک سند واحد عمل می‌کند که همه متخصصان سرمایه‌گذاری می‌توانند آن را ادراک نموده، بدون این که نیاز داشته باشند در خصوص سرمایه‌گذاری سیستم بازنشستگی از سایر منابع رسمی و غیر رسمی اطلاعات کسب کنند، عامل به آن باشند.

● مؤسسه APPFA^۱ از کانادا و آمریکا متوجه شده است که ریسک کلیدی در خصوص برنامه‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از تغییرهای ناگهانی و در بعضی موارد معکوس در خصوص مقررات داخلی برای سرمایه‌گذاری. مهم‌ترین ابزار مدیریت این ریسک تدوین سیاست‌های سرمایه‌گذاری مکتوب است. گزارش APPFA بیان می‌کند که، یک سیاست سرمایه‌گذاری خوب و مستند که مورد تصویب هیئت

1. Association of Public Pension Fund Auditor

اداره کننده طرح باشد، مهم‌ترین گام برای پرهیز از تغییرهای ناگهانی و بازنگری در برنامه‌های سرمایه‌گذاری توسط سیاسیون انجام می‌شود، است.

اجزاء و نکات مهم که در یک گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید به آن پرداخت

گزارش اهداف طرح‌های بازنشستگی اغلب هدف زیر را در گزارش‌های خود برای سرمایه‌گذاری بیان می‌کنند

ایجاد یک ذخیره سرمایه‌گذاری جدا از حساب‌های مالی کارفرما یا حامیان طرح بازنشستگی، به منظور پاسخ‌گویی به تعهدهای طرح به اعضاء، مدیریت کارآمد نخایر به منظور بهترین منافع برای ذینفعان و به دست آوردن نرخ بازده تعیین شده (براساس گزارش‌های آکچوئری که تضمین کننده تعهدها است) بدون پذیرش ریسک‌های غیرقابل تحمل. این هدف آخر بسیار کلیدی است چون تمرکز خود را بر این محور قرار داده که بتواند بهترین راه مصالحه را با به دست آوردن بالاترین بازدهی ممکن یافته و ناپایداری‌های کوتاه مدت طرح را نیز مدیریت کند. نکته مهم این است که این دو هدف افق‌های زمانی متفاوت دارند و در واقع هدف، حداکثر بازدهی یک برنامه ریزی بلندمدت است اما هدف مدیریت ناپایداری‌های مقطعی، در افق زمانی کوتاه‌مدت رخ می‌دهد. بنابراین باید در عین دنبال کردن حداکثر بازدهی بلندمدت، به نیازهای مالی کوتاه‌مدت طرح نیز توجه داشت.

● گزارش مسئولیت‌ها

گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری واجد گزارش مسئولیت‌ها است. این گزارش وظایف و مسئولیت‌های هیأت مدیره، گروه‌های سرمایه‌گذاری زیر مجموعه مانند

کمیته سرمایه‌گذاری، مدیریت، کارمندان، گروه‌های کلیدی بیرونی مانند مشاوران و یا امضاء طرح را بیان می‌کند. مسئولیت اصلی متوجه هیأت مدیره و مدیریت است. این نوع گزارش‌ها معمولاً مسئولیت سیاست‌گذاری را در حیطه وظیفه هیأت مدیره می‌داند و مسئولیت کنترل و اجرا را به مدیریت اجرایی اختصاص می‌دهد. همچنین گزارش مسئولیت‌ها راهنمای شفاهی است برای برآوردن نیاز انعطاف‌پذیری جهت اقدام در زمان مناسب برای مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها.

همانگونه که بیان شد مطالعه‌ها نشان داده که فقدان شفافیت در تعریف وظایف میان مدیران ارشد و هیأت مدیره، در یک طرح بازنشستگی، مهم‌ترین چالش اداره طرح بازنشستگی است و گزارش مسئولیت‌ها برای تبیین بهتر این نوع شرح وظایف است. همچنین این گزارش، نقش‌ها و مسئولیت‌های دیگر فعالان مرتبط با طرح‌های بازنشستگی، از جمله مدیران بیرونی سرمایه‌گذاری، امضاء طرح، مراکز تولید گزارش‌های آماری و ... را نیز تشریح می‌کند.

همچنین دارایی‌های یک طرح بازنشستگی برای پاسخ به تعهدهای طرح، جمع‌آوری می‌شوند. بنابراین گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید اطلاعاتی در خصوص طبیعت طرح بازنشستگی و تعهدهای آن مانند نوع طرح، فرمول مزایا و نحوه تعدیل مزایا ارائه دهد.

علاوه بر تبیین اهداف و مسئولیت در قالب یک گزارش زیرمجموعه و یا در بستر یک گزارش کلی، گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید دارای اجزاء زیر نیز باشد:

● تخمین عددی نرخ بازدهی

گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید تخمین عددی از نرخ بازدهی واقعی برای تأمین تعهدهای طرح بازنشتگی را ارائه دهد. این نرخ به طور معمول حداقلی نرخ است که از مجموع دارایی‌های طرح به دست می‌آید و به منظور تأمین تعهدها ضروری است. این نرخ به طور کلی از محاسبه‌های آکچوئری صندوق‌ها به دست می‌آید و داشتن آن بسیار ضروری است. از جمله نرخ بازده کل پرتفوی، انحرافهای قابل انتظار از نرخ بازده، بازدهی انتظاری، افق زمانی بازدهی قابل انتظار. همچنین یک طرح بازنشتگی باید به این سؤال که این نرخ‌ها چگونه محاسبه شوند تا بتوان عملکرد مدیران را کنترل کرد نیز پاسخ بگوید.

● طبقه بندی دارایی ها

گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید یک طبقه‌بندی گسترده از دارایی‌های قابل قبول برای سرمایه‌گذاری ارائه دهد و اجازه سرمایه‌گذاری در این دارایی‌ها را فراهم آورد. این سبد گسترده می‌تواند سهام داخلی، سهام خارجی، اوراق با درآمد ثابت، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی، میزان پول نقد که باید نگهداری شود و همچنین سایر سرمایه‌گذاری‌های ممکن را شامل می‌شود. پس از تبیین انواع سرمایه‌گذاری بالقوه، گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید ترکیب سبد مورد قبول سرمایه‌گذاری طرح بازنشتگی را ارائه دهد. ترکیب سبد سرمایه‌گذاری در واقع تعیین درصدی از کل سبد سرمایه‌گذاری است که باید در هر گروه از دارایی‌ها اختصاص داده شود. ترکیب سبد دارایی‌ها منعکس‌کننده انتظارات از طرح، میزان پذیرش ریسک و ویژگی‌های تعهدهای طرح است. از آنجایی که هر سه این موضوع برای هر طرح بازنشتگی متفاوت است، ناگزیر سیاست ترکیب دارایی‌ها نیز برای طرح‌های مختلف

فرق می‌کند. علاوه بر سهم و طبقه‌بندی دارایی‌های قابل قبول برای سرمایه‌گذاری‌ها، گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید محدوده حداقلی و حداکثری تخصیص دارایی به هر گروه را به منظور برآوردن انعطاف‌پذیری در سرمایه‌گذاری‌ها مشخص کند. در راستای طبقه‌بندی دارایی‌های بالقوه موجود برای سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی، نیاز است که به موضوع انواع دیگر سرمایه‌گذاری (به جزء سهام عمومی و یا اوراق قرضه) بیشتر بپردازیم. دیگر انواع سرمایه‌گذاری از جمله سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی، در پروژه‌های زیربنایی و معادن دو قلم از سرمایه‌گذاری‌هایی است که دهه‌های اخیر مورد توجه طرح‌های بازنشستگی بوده است.

در خصوص سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی نیاز به توضیح است که در این حوزه دو نوع سرمایه‌گذاری مطرح است که عبارتند از:

- سرمایه‌گذاری ماجراجویانه یا ریسکی^۱ و سرمایه‌گذاری برای خرید یا کنترل شرکت^۲ سرمایه‌گذاری ریسکی می‌تواند شامل توسعه محصول جدید و یا سرمایه‌گذاری در تکنولوژی باشد.

- سرمایه‌گذاری برای کنترل یک شرکت می‌تواند شامل خرید یک کسب و کار خصوصی شود.

در خصوص سرمایه‌گذاری در معادن و فلزها نیز نیاز به توضیح است که ذخایر یک طرح بازنشستگی می‌تواند یک محدوده‌ی گسترده‌ای از این گونه سرمایه‌گذاری‌ها شامل انرژی (نفت و گاز) کشاورزی، فلزهای معدنی و فلزهای گران قیمت را شامل شود.

1. venture capital

2. buy out

و بالاخره بحث سرمایه‌گذاری در امور زیربنایی است. امور زیربنایی گسترده گسترده‌ای از شبکه توزیع آب و گاز، بزرگراه‌ها، ساختن فرودگاه‌ها و بنادر و ... را شامل می‌شود. در خصوص امور زیربنایی این نکته قابل توجه است که در پایان سال ۲۰۱۱، ۹ میلیارد دلار از دارایی یا طرح بازنشستگی معلمان انتاریو در امور زیربنایی سرمایه‌گذاری شده بود.

مزایای سایر گروه سرمایه‌گذاری که در پیش گفته شد در سه دسته کامل ارائه شده است.

(۱) نرخ بازده بالاتر

(۲) انطباق بهتر با تعهدات (زیرا به طور کلی این ها سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت محسوب می‌شود و از فضای کلی اقتصاد متاثر هستند)

(۳) امکان تنوع بیشتر در سبد دارایی‌ها با ورود به این نوع سرمایه‌گذاری‌ها.

مسئله انطباق بیشتر و بهتر از دو طریق حاصل می‌شود: نخست این که می‌تواند به عنوان یک روش مناسب برای پوشش ریسک تورم در خصوص تعهدات باشد، چون، در فضای تورمی، قیمت بسیاری از فلزها و دارایی‌های زیربنایی افزایش پیدا می‌کند و دوم این که این نوع سرمایه‌گذاری می‌تواند به طور طولانی مدت و مستمر دارای بازدهی باشد.

و بالاخره این نوع سرمایه‌گذاری‌ها می‌توانند موجب کاهش ریسک پرتفوی شوند چون ضریب همبستگی کمتری با سهام و اوراق قرضه دارند.

البته این نوع سرمایه‌گذاری‌ها دارای چالش‌ها و معایبی هستند که در ادامه به آن اشاره می‌شود:

● ارزیابی و اندازه‌گیری عملکرد این نوع سرمایه‌گذاری‌ها اغلب دشوار است زیرا

تشخیص ارزش منصفانه در امور زیربنایی یا در سهام خصوصی واجد قضاوت‌های موردی است. به علاوه معیارهای استاندارد و قابل پذیرش برای همه به عنوان شاخص نیز، وجود ندارد. مشکل بعدی مسأله استفاده از اهرم بدهی در این نوع سرمایه‌گذاری‌ها است که در برخی موارد منجر به زیان‌های گسترده می‌شوند و بالاخره ریسک استراتژی بازارهای نوظهور باید مورد توجه قرار گیرد.

● سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور و یا محصولات جدید دارای عملکرد بسیار کوتاه‌مدت است و واجد داده‌های دقیق برای ارزیابی آن‌ها نیستند. حتی ممکن است فقدان همین داده‌های طولانی مدت این تصور را به وجود آورده باشد که همبستگی این نوع سرمایه‌گذاری‌ها و دارایی‌های سنتی کم است و حال آن که ممکن است این امر بر خلاف واقعیت باشد.

● همچنین سیاست سرمایه‌گذاری باید در خصوص سرمایه‌گذاری خارجی که می‌تواند فرصتی برای تنوع بخشیدن به سبد دارایی‌ها و بهبود بخشیدن به ریسک و بازدهی بالقوه باشد ارائه دهد. البته ریسک در معرض بازارهای خارجی مختلف باید مورد توجه قرار گیرد و این که چگونه طرح بازنشستگی می‌تواند از این فرصت‌ها استفاده کند، به عوامل متعددی بستگی دارد. در این خصوص توجه به مسائل مالیاتی، ریسک‌های سیاسی، تحریم، تغییرهای نرخ ارز، میزان اطلاعات در اختیار و میزان قابل اعتماد بودن آن‌ها، باید مورد بررسی واقع شود.

● مدیریت ریسک:

گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید ریسک‌های کلیدی طرح و برنامه مدیریت ریسک خود را بیان کند. دو نوع ریسک کلی در یک طرح بازنشستگی عبارت است

از: ریسک مربوط به دارایی‌ها^۱ و ریسک مربوط به تعهدها در مقابل دارایی‌ها^۲. در این خصوص باید گفت که در اغلب مواقع مدیریت ریسک، تمرکز خود را بر ریسک بازدهی قرار می‌دهد که عبارت است از انحراف معیار بازدهی چه برای یک دارایی خاص و چه برای کل سبد دارایی. اما در یک طرح بازنشستگی، ریسک بزرگتری است و آن عبارت است از این که طرح بازنشستگی در راستای رسیدن به اهداف ذخیره‌گذاری خود شکست بخورد و این شکست زمانی محقق می‌شود که تعادل بین دارایی‌ها و تعهدها به هم بخورد. به این معنا که اگرچه دارایی‌ها رشد کندولی رشد تعهدها سریعتر است؛ این عدم انطباق بین دارایی‌ها و تعهدها تمام مباحث مربوط به انحراف بازدهی را بلا موضوع می‌کند. نظریه سرمایه‌گذاری برای تأمین تعهدها به این معناست که سیاست سرمایه‌گذاری، تعهدهای بازنشستگی را تأمین کند و نتیجه نهایی زمانی به دست می‌آید که تعهدها در فرآیند سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گیرند.

یک گزارش سیاست سرمایه‌گذاری باید به تبیین شفافی در خصوص این دو گونه مدیریت ریسک ارائه دهد و تنها تمرکز بر بحث انحراف بازده بدون توجه به موضوع تعهدها، نشان دهنده مدیریت ریسک کارآمد نیست.

در چارچوب توجه به ریسک عدم انطباق دارایی‌ها و تعهدها، از روش‌های مختلفی می‌توان برای مدیریت آن استفاده کرد.

قدم اول در وارد نمودن موضوع تعهدها در سرمایه‌گذاری‌ها عبارت است از تبیین کمی تعهدهای طرح. به طور بنیادی تمام سرمایه‌گذاری‌ها و تعهدها می‌توانند در قالب جریان نقدی مورد انتظار آتی مورد توجه قرار گیرند. وقتی جریان نقدی تعهدها

-
1. Asset – Based Risk
 2. Asset/ Liability Risk

پیش‌بینی شد، روش‌های متعددی برای تطبیق وجود دارد که یک روش، تطبیق سالیانه است. روش دیگر تطبیق براساس میانگین جریان نقدی مورد نیاز در یک دوره است. روش دیگر به مدیریت با ریسک پایین معروف است. این روش چگونگی تغییر تعهدها براساس تغییر در نرخ‌های بهره اسمی و واقعی را تعقیب می‌کند. با داشتن این اطلاعات سبب اوراق، در پرتفوی می‌تواند در بلندمدت به گونه‌ای تغییر کند که پاسخ‌گوی این تحول پررنگ باشد. به عنوان مثال افزایش دارایی‌هایی که به تورم مرتبط است (Inflation – linked Asset). البته بحث سرمایه‌گذاری در راستای تعهدها دارای محدودیت‌های بیشتر است. زمانی که قرار است سرمایه‌گذاری در راستای تعهدها باشد، در بهترین حالت که باید تعهدها صد در صد تضمین شوند (Immunization)، عدم انطباق باید صفر باشد. اما وقتی طرح‌ها می‌خواهند نرخ‌های انتظاری بالاتر به دست آورند، بحث انطباق رنگ می‌بازد. هنگامی که تعهدها از دارایی‌ها پیشی می‌گیرند، دارایی‌هایی که با موضوع ایمن سازی^۱ به کار گرفته شده‌اند، ممکن است هرگز قادر به جبران این خلأ نباشند (شرایط طرح‌های بازنشستگی در ایران دقیقاً اینگونه است). از طرف دیگر اگر سیاست ایمن‌سازی دنبال شود نرخ بازدهی دارایی‌ها هرگز نمی‌تواند منافی به منظور افزایش مزایا و یا نرخ حق بیمه پایین‌تر ایجاد کند.

برای غلبه بر این محدودیت‌ها، استراتژی به کار گرفته می‌شود که گاهی به عنوان استراتژی سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها برای کسب بازدهی^۲ و سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها به منظور تضمین تعهدها^۳ شناخته می‌شود؛ که البته بیشتر اوقات قابل استفاده است. به

1. Immunization
2. Return – Seeking Asset
3. Liability – Hedging Asset

عنوان مثال، در این روش نمونه، با ۶۰ درصد در سهام با بازدهی بالا و ۴۰ درصد در دارایی‌ها با درآمد ثابت که با نرخ بهره در ارتباط است، صورت می‌گیرد.

علاوه بر موضوع بسیار مهم مدیریت ریسک که در پیش گفته شد، یک گزارش

سیاست سرمایه‌گذاری همچنین سایر موضوعات مرتبط به ریسک از جمله:

- ریسک اعتباری (credit risk)
- ریسک نرخ ارز
- ریسک تورم
- ریسک نرخ بهره

باید به درستی تبیین و نحوه مدیریت آن‌ها را تشریح کند. مثلاً سیاست سرمایه‌گذاری باید در خصوص نحوه ارائه وام از طرف طرح بازنشستگی (برای مدیریت credit risk) تشریح شفافی عرضه کند و از جمله باید بیان کند در چه شرایطی اجازه پرداخت وام وجود دارد، چه کسی حق تصمیم‌گیری در خصوص پرداخت وام دارد، حداکثر میزان ارائه وام چقدر می‌تواند باشد و بالاخره چه نوع وثیقه باید در ازای ارائه وام دریافت شود و با چه سودی باید پرداخت شود.

نحوه ارزیابی دارایی‌ها، نقل و انتقال آن و استفاده از حق رای سهام مدیریتی یک سیاست سرمایه‌گذاری باید راجع به حق رأی که در ازای سرمایه‌گذاری به دست می‌آید، اظهار نظر مشخص کند. فقدان تشریح شفاف در خصوص حق رأی می‌تواند باعث غفلت از نحوه استفاده از این حق و یا سوء استفاده شخصی شود. اگر حق رأی به مدیران سرمایه‌گذاری از طرف طرح واگذار شده است، مدیران سرمایه‌گذاری باید در راستای سیاست سرمایه‌گذاری عمل کنند. همچنین مجریان طرح می‌بایست گزارش حق رأی را دریافت کنند و پس از بررسی مشخص کنند که آیا در راستای منافع طرح بوده است یا خیر؟

همچنین یک سیاست سرمایه‌گذاری باید روش ارزیابی و تعداد مراتب ارزیابی سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی که در بازار سهام و مبادله عمومی سرمایه‌گذاری نشده است را مشخص کند. این روش‌ها به طور عمده براساس اصول حسابداری که به لحاظ قانونی نیز مورد قبول هستند بنا گذاشته می‌شود.

و بلاخره سیاست سرمایه‌گذاری باید نحوه، نقل و انتقال دارایی‌ها میان گروه‌های مرتبط با طرح بازنشستگی را مشخص کند؛ که با این اوصاف این نوع نقل و انتقال باید ممنوع باشد. اما وقتی آن‌ها در زمره بخشی از اموال طرح بازنشستگی قرار نگیرند، قدرت معافاز این قاعده را دارا هستند. سیاست سرمایه‌گذاری باید یک معیار معقولی برای این نوع نقل و انتقال‌ها تعریف کند. سیاست سرمایه‌گذاری باید محدودیت برای هر نقل و انتقال و همچنین کل نقل و انتقال ممکن ارائه دهد. به طور معمول نقل و انتقال‌هایی معاف هستند که برای اداره طرح بازنشستگی ضروری است و دارای ویژگی‌هایی در جهت منافع طرح بازنشستگی است.

• تشریح مدیریت پرتفوی:

سیاست سرمایه‌گذاری باید در خصوص انتخاب مجریان طرح سرمایه‌گذاری، از جمله اتخاذ استراتژی مدیریت فعال^۱ و یا غیرفعال^۲ و منطق عقلانی این انتخاب، توضیح شفاف‌ی ارائه دهد. برای انتخاب میان مدیریت فعال و غیرفعال مجریان طرح، می‌بایست بحث عملکرد کلی و با ثبات در بلندمدت و تمام هزینه‌های مرتبط را در نظر بگیرند. چون بعضی مواقع نرخ بازدهی ممکن است چندان مطلوب نباشد. وقتی هزینه‌های مدیریت فعال وارد محاسبه شود، برای بررسی عملکرد مدیران طرح، نیاز

1. Active Management
2. Passive Management

به متخصصانی است که خود ذینفع نیستند.

بحث نقدپذیری دارایی‌ها:

پرداخت‌های طرح بازنشستگی براساس قانون مشخص می‌شود و زمان سررسید آن‌ها نیز بسته به تصمیم اعضاء طرح و شرایط مستمری‌ها است. سیاست سرمایه‌گذاری باید نیاز به وجوه نقد در سال پیش رو را مشخص کند و بیان نماید چگونه این نیاز را برآورده خواهد کرد وقتی که:

الف) دارایی یا قدرت نقدپذیری ندارند و یا در قیمت‌های مطلوب قابل نقد شدن نیستند.

ب) سبد دارایی‌ها میزان قابل ملاحظه‌ای وجوه نقد و یا دارایی با نقدپذیری بالا را داراست اما در شرایط بازدهی پایین قرار دارد.

- داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز برای تدوین یک سیاست سرمایه‌گذاری دقیق
 - برای ملاحظه همه مواردی که بیان شد و تدوین یک سیاست سرمایه‌گذاری دقیق،
- مجریان طرح بازنشستگی باید داده‌های زیر را در نظر بگیرند:

- سرمایه‌گذاری موجود
- نرخ مشارکت آتی
- میزان وقوع تعهدهای فعلی و تعهدهای پذیرفته شده که در آینده سر رسید می‌شوند.

- چگونه این تعهدها و سرمایه‌گذاری‌ها می‌توانند در چشم‌انداز متفاوت از اتفاقات اقتصادی عمل کنند و سناریوهای مختلف چیست.

- شرایط ایده‌آل طرح چه می‌تواند باشد.

● میزان ریسک قابل قبول طرح

● میزان بلوغ صندوق

● تخمینی از میزان وجوه نقد مورد نیاز

● ریسک مالی حامیان طرح برای انجام مشارکت و تعهدهای آنها

بررسی و تعیین این معیارها نیازمند افراد متخصص است. از این رو افرادی که انتخاب می‌شوند، برای تدوین سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید دارای تخصص گسترده باشد. به عنوان مثال، در یک طرح بازنشستگی DB آکچوئر برای تبیین تعهدهای فعلی و آتی، دارایی توانمندی خوبی است اما ممکن است درک عمیقی از سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی نداشته باشد. مدیران سرمایه‌گذاری ممکن است فقط درخصوص یک گروه خاص از دارایی‌ها، تخصص داشته باشند و نه همه آنها. همچنین مدیران سرمایه‌گذاری ممکن است فقط روی بازدهی یک گروه از دارایی‌ها تمرکز کنند و به اهمیت تعهدهای آتی و چگونگی ایمن بودن طرح، برای پاسخ به آنها وقوف نداشته باشند.

از این رو مجریان طرح برای تدوین سیاست سرمایه‌گذاری، به افرادی با تخصص‌های گسترده و یا گروهی دارای این تخصص نیازمند هستند.

همچنین در تدوین سیاست سرمایه‌گذاری توجه به شرایط قانونی طرح بسیار مهم است. در یک طرح DB به عنوان مثال توجه به نکات زیر بسیار کارگشاست.

● آیا مستمری‌ها در یک طرح بازنشستگی در طول زمان به همراه تورم افزایش پیدا می‌کنند؟ این افزایش‌ها می‌توانند به طور شفاف در متن قانون طرح بازنشستگی ارائه شده و یا به طور ضمنی در میان اعضا پذیرفته شده باشد که به صورت ادواری افزایش پیدا می‌کند.

- آیا فرمول مزایا براساس افزایش حقوق‌ها، در طول زمان تعدیل می‌شوند یا این که مجریان طرح تضمین کرده‌اند که با نگهداری فرمول فعلی افزایش‌ها را اعمال کنند؟
- آیا تغییر الگوی اشتغال منجر به تغییر در الگوی تعهدها می‌شود؟
- آیا مزایای قانونی مهمی در مورد افراد در هنگام نقل و انتقال جزئی و کلی وجود دارد؟

• آیا هر نوع تغییر احتمالی در طرح پیش‌بینی شده است؟

این نکات از این حیث حائز اهمیت است که می‌تواند رؤس کلی لازم برای تدوین یک گزارش سیاست سرمایه‌گذاری کارآمد را فراهم آورد؛ و همچنین نتیجه اغلب این ملاحظه‌ها در نهایت در شاخص پایداری طرح بازنشستگی نمود پیدا می‌کند.

در یک طرح بازنشستگی با نرخ پایداری یک یا کمتر از یک، مدیریت بسیار محتاطانه عمل می‌کند. و دلیل این نوع عملکرد، احتمال ناکافی بودن دارایی‌های طرح برای پرداخت تعهدها است.

فصل چهارم:

ترجمه و تلخیص گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری منتخب

مقدمه

با توجه به مجموعه مباحث از پیش گفته، در ادامه خلاصه‌ای از دو گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری برای دو صندوق مختلف در دو کشور کانادا و انگلستان آمده است. این دو گزارش به خوبی نشان می‌دهد که چگونه می‌توان بخش اعظمی از مباحث از پیش گفته را در گزارش‌های سرمایه‌گذاری مشاهده کرد.

دو صندوق یا دو طرح بازنشستگی انتخاب شده، دارای ویژگی‌های متفاوتی است. از جمله طرح بازنشستگی کانادا به لحاظ ثبات مالی و بازار منابع، از موقعیت خوبی برخوردار است و بنابراین چارچوب گزارش سیاست سرمایه‌گذاران آن به ویژه ترکیب پرتفوی طرح، تا حد قابل توجهی متفاوت از صندوق حمایت بازنشستگی طرح‌های DB در انگلستان است. صندوق حمایت بازنشستگی در انگلستان بیشتر مسئول پرداخت تعهدهای بازنشستگی به اعضا

DB طرح‌های بازنشستگی است که به این صندوق منتقل می‌شوند. از این منظر این صندوق تفاوت‌هایی با یک طرح بازنشستگی مستقل دارد؛ چون همان گونه که از نام آن پیداست، صندوق حمایت از طرح‌های DB است. اما ساز و کار این حمایت مبتنی بر دریافت منابع از اعضا و سرمایه‌گذاری است. ناگزیر گزارش سیاست سرمایه‌گذاری آن می‌تواند راهنمای خوبی باشد. از طرف دیگر شرایط مالی این طرح تا حد زیادی شبیه به شرایط مالی بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی در ایران است که در عمل از نقطه سربه سری گذشته‌اند و باید به پرداخت تعهدها سررسید شده بپردازند. نگاه محافظه‌کارانه در تدوین گزارش سیاست سرمایه‌گذاری صندوق حمایت بازنشستگی انگلستان از این حیث قابل پیگیری و الگوبرداری است. در ادامه ترجمه و تلخیص این دو گزارش آمده است.

● صندوق حمایت بازنشستگی انگلستان^۱

قبل از ورود به ترجمه و تلخیص گزارش بهتر است نگاهی به این صندوق داشته باشیم.

هدف اصلی PPF در انگلستان، ارائه مزایا به اعضای طرح‌های بازنشستگی DB در زمان نامساعد بودن نرخ پایداری و عدم برخورداری از دارایی کافی طرح بازنشستگی برای ارائه خدمات است. این صندوق از طریق هیأت مدیره اداره می‌شود و براساس قانون بازنشستگی سال ۲۰۰۴ شکل گرفته است. سرمایه‌گذاری دارایی‌های PPF به صورت مؤثر یکی از وظایف کلیدی این صندوق است.

این صندوق براساس گزارش‌های سال ۲۰۱۶، حدود ۱۱ میلیون نفر در سراسر انگلستان که متعلق به طرح‌های DB بوده‌اند را، تحت پوشش داشته است که مستمری

1. Pension Protection Fund-PPF UK

این افراد براساس آخرین حقوق محاسبه می‌شود (Final salary). در حقیقت این صندوق یک صندوق حمایت از طرح‌های بازنشستگی DB کارفرمایی است آن هم زمانی که کارفرما توان حمایت از کارکنان خود را ندارند.

منابع درآمدی این صندوق از طریق سهم طرح‌های بازنشستگی، دارایی‌های منتقل شده طرح‌های بازنشستگی و سرمایه‌گذاری انجام شده از طرف صندوق، به دست می‌آید.

براساس گزارش عملکرد سال ۲۰۱۶، نرخ ذخیره‌گذاری^۱ این صندوق براساس محاسبه‌های آکچوئری در ۳۱ مارچ ۲۰۱۶، ۱۱۶/۳ درصد بوده است. همچنین تعهدهای آکچوئری متعلق به اعضای صندوق ۱۸/۳ میلیارد پوند بوده و میزان پرداختی طرح در تاریخ ۳۱ مارچ ۲۰۱۶ حدود ۲۰/۴ میلیارد پوند گزارش شده است.

براساس مطالعه‌های آکچوئری، احتمال این که این صندوق در سال ۲۰۳۰ بتواند به لحاظ مالی پایدار باشد و فقط بر مبنای خود تکیه کند، حدود ۹۳ درصد است. همچنین نرخ بازده سرمایه‌گذاری در دوره بین آوریل ۲۰۱۵ تا مارچ ۲۰۱۶، حدود ۱/۷ درصد بوده است.

در ادامه آخرین گزارش اصول سرمایه‌گذاری این صندوق که در دسامبر ۲۰۱۶ منتشر شده، به صورت ترجمه و تلخیص آمده است.

1. Funding Ratio

ترجمه و تلخیص

هیأت مدیره صندوق، این گزارش را به استناد بخش ۱۱۴ قانون بازنشستگی مصوب سال ۲۰۰۴ و همچنین مقررات مربوط به نحوه تهیه گزارش اصول سرمایه‌گذاری سال ۲۰۰۵، تهیه کرده است.

این گزارش که به صورت مکتوب آماده شده، اصول و سیاست‌های اداره سرمایه‌گذاری‌ها که توسط مدیران بخش ذخایر به نمایندگی هیأت مدیره انجام می‌گیرد را برجسته می‌کند. این گزارش منعکس‌کننده اصول Myners برای فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری نهادی نیز هست (اصول Myners اصولی است که در انگلستان توسط Paul Myners در سال ۲۰۰۱ معرفی شد. این اصول تأکید دارد که سرمایه‌گذاران نهادی باید در راستای بهترین منافع ذینفعان خود عمل کنند. همچنین توجه خاص به نحوه انتخاب امناء طرح‌های بازنشستگی و مدیریت ذخایر آن‌ها را مد نظر قرار داده است.) این گزارش به طور مشخص بر روی سرمایه‌گذاری متمرکز شده است.

- ۱) وجوه انباشتی که به صندوق پرداخت می‌شود.
 - ۲) دارایی‌هایی که توسط طرح‌های بازنشستگی مشمول به صندوق منتقل می‌شود.
- این گزارش در صورت درخواست می‌تواند در اختیار افراد قرار گیرد.

اداره FPP

براساس بخش ۱۱۳ قانون بازنشستگی هیأت مدیره می‌تواند در راستای مدیریت بی‌عیب و نقص طرح، سرمایه‌گذاری کند. سرمایه‌گذاری هیأت مدیره باید در راستای منافع جاری و بالقوه مستمری بگیران صندوق و همچنین شرکایی که در طرح مشارکت می‌کنند، باشد.

همچنین هیأت مدیره مسئول اداره سرمایه‌گذاری‌های طرح است که می‌بایست از تخصص کافی، منابع و اطلاعات مناسب برای انجام وظایف خود به طور مؤثر برخوردار باشند. علاوه بر این، این هیأت یک مشاور سرمایه‌گذاری مستقل در کمیته سرمایه‌گذاری^۱ منتصب کرده و به مشاورین داخلی هم دسترسی دارد. برای آماده سازی این گزارش هیأت مدیره از مشورت مکتوب مشاور سرمایه‌گذاری ذخایر کمپانی مرسر^۲ استفاده نموده است. (کمپانی Mercer از شرکت‌های بزرگ مشاوره در زمینه طرح‌های بازنشستگی در سطح دنیا است. این کمپانی از جمله کمپانی‌های فعال در اروپا و آمریکای شمالی است.)

Mercer به عنوان شرکتی که از دانش و تجربه کافی برخوردار است، در تدوین این گزارش مشورت داده است. همچنین برای تدوین این گزارش، از مشورت آکچوئری برای تخمین موضوع‌های مربوط به دارایی‌ها و تعهدهای صندوق استفاده شده است. این نکته قابل ذکر است که مسئولیت تعیین اهداف و ریسک سرمایه‌گذاری متوجه هیأت مدیره است.

همچنین هیأت مدیره یک کمیته سرمایه‌گذاری ایجاد کرده که ترکیب دارایی‌ها در راستای اهداف ذخیره‌گذاری طرح و همچنین ملاحظه‌های مربوط به ریسک سرمایه‌گذاری را تعیین کند. نظارت عالی بر این فرآیند بر عهده همین هیأت است و کمیته سرمایه‌گذاری می‌بایست پاسخگو به این اعضا باشد.

مدیر اجرایی طرح^۳ یک کمیته اجرایی با عنوان کمیته تعهدها و دارایی‌ها^۴ به منظور

-
1. Investment Committee
 2. Mercer Limite
 3. The chief Executive
 4. The Asset and Liability Committee - ALCO

نظارت روزانه بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد کرده است.

مدیریت روزانه دارایی‌ها هم از طریق مدیران حرفه‌ای بیرونی که هر کدام از آن‌ها باید اجازه فعالیت براساس قانون (Financial Conduct Authority) داشته باشند و هم از طریق اداره سرمایه‌گذاری که براساس مقررات بخش ۱۱۳ این اختیار به او داده شده است، انجام می‌گیرد.

کمیته سرمایه‌گذاری برای کنترل و نظارت بر فرآیند سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین نظارت بر عملکرد مدیران حرفه‌ای و نحوه اتمام قرار داد آن‌ها ایجاد شده است. ALCO مسئول انتخاب، انعقاد قرار داد مدیران سرمایه‌گذاری و همچنین کنترل عملکرد آن‌ها است.

اهداف ذخیره‌گذاری

هدف اصلی سرمایه‌گذاری، داشتن منابع کافی برای پرداخت به اعضای طرح‌های بازنشستگی شغلی DB و یا مختلط، در صورت انتقال افراد به PPF است.

هدف هیأت مدیره رسیدن به یک سطح مناسبی از ذخایر است که این هدف از طریق ایجاد یک استراتژی سرمایه‌گذاری کم‌ریسک، همچنین تنظیم نرخ مشارکت اعضاء و مدیریت بی‌عیب و نقص ذخایر به دست می‌آید.

رسیدن به توازنی که قادر به پرداخت تعهدهای فعلی باشد و همچنین نرخ مشارکت منصفانه‌ای برای آن‌ها فراهم آورد، از دیگر اهداف هیأت مدیره است.

به طور مشخص سیاست سرمایه‌گذاری به گونه‌ای طراحی شده است که ریسک عدم انطباق دارایی به تعهدها^۱ را مدیریت کند و همچنین بتواند در حد امکان عملکردی

1. Asset/Liability Mismatch

بالتر از تعهدها داشته باشد.

هر عملکرد بیشتر از میزان تعهدها باید به ثبات مالی طرح در بلندمدت کمک کند و بنابراین بتواند باری از دوش مشارکت‌کنندگان از طریق کاهش نرخ مشارکت آنها بردارد. هدف بلند مدت نرخ بازده سرمایه‌گذاری $1/8$ درصد بیش از میزان تعهدها است. از آنجایی که طبیعت و زمان تعهدهای بالقوه و فعلی قابل تغییر هستند، دارایی‌ها به گونه‌ای تعدیل می‌شوند تا براساس پیش‌بینی‌های فعلی از تعهدها هماهنگ شوند و از آنجایی که الگوی تعهدها در طول زمان تغییر می‌کند، ممکن است نرخ بازدهی و ترکیب دارایی‌ها دوباره بازنگری شوند.

اندازه‌گیری ریسک و مدیریت آن

هدف هیأت مدیره از ریسک قابل قبول برای سرمایه‌گذاری انحراف معیار خالی، معادل $3-4/5$ درصد در مقابل عدم نقدپذیری دارایی برای پرداخت تعهدها است. مفروض‌های مدل‌سازی مقررات و دارایی‌ها که منجر به ارائه این ارقام شده، توسط کمیته سرمایه‌گذاری ارائه شده است. همچنین هیأت مدیره ریسک‌های زیر را نیز به طور مستمر مورد ارزیابی قرار می‌دهد:

ریسک عدم انطباق تعهدها و دارایی‌ها

• ریسک پایه یا اصلی^۱ این ریسک زمانی به وجود می‌آید که تعهدهای صندوق از نظر هماهنگی وضعیت مناسبی ندارد. هیأت مدیره این ریسک را از طریق تعریف یک پرتفوی که منعکس کننده نیاز تعهدها براساس سررسید باشد، مدیریت می‌کند. بنابراین هیأت مدیره به طور ویژه نگاه به دارایی‌هایی دارد که با نیازهای پرتفوی هماهنگ هست.

1. Basic risk

● ریسک سرمایه‌گذاری استراتژیک^۱ این ریسک زمانی شکل می‌گیرد که انتخاب سرمایه‌گذاری بلندمدت که بتواند نرخ بازده انتظاری یا عوامل تحقق اهداف را برآورده سازد، با شکست مواجه شود. هیأت مدیره این ریسک را از طریق ایجاد معیارهای بلندمدت و کوتاه‌مدت و همچنین ایجاد محدودیت برای ترکیب پرتفوی مدیریت می‌کند. این موضوع‌ها به طور مستمر کنترل می‌شوند و اگر ریسک قابل مشاهده و یا تحقق یافته در راستای محدودیت‌های تعیین شده نباشد، استراتژی سرمایه‌گذاری مورد بازرگری واقع می‌شود.

● ریسک عدم نقدینگی^۲ مواجهه با ریسک زمانی است که قادر نباشیم دارایی‌ها را زود و یا به قیمت منصفانه بازار بفروشیم. هیأت مدیره برای مدیریت این ریسک یک محدوده مناسب تعریف کرده و مدام آن را کنترل می‌کند.

● ریسک سرمایه‌گذاری تاکتیکی^۳ این ریسک زمانی به وجود می‌آید که سیاست تخصیص دارایی به طور عمدی از ترکیبی که گزارش سیاست سرمایه‌گذاری تعیین کرده است، فاصله بگیرد. این نوع فاصله‌گیری زمانی رخ می‌دهد که به عنوان مثال، یک نوع جدید از تخصیص دارایی در کوتاه مدت می‌تواند نرخ تعدیلی براساس ریسک را بهبود بخشد. اما از طرف دیگر این امکان وجود دارد که این نوع تخصیص کوتاه‌مدت منجر به زیان‌های بزرگ و یا انحراف از سرمایه‌گذاری استراتژیک شود. هیأت مدیره این ریسک را از طریق طبقه‌بندی دارایی‌های قابل قبول و ابزارهای سرمایه‌گذاری قابل قبول و تعیین محدودیت برای آن‌ها مدیریت می‌کند.

-
1. Strategic investment Risk
 2. Illiquidity Risk
 3. Tactical Investment Risk

سایر ریسک‌ها

ریسک ارزش پولی^۱ هیأت مدیره از طریق تعیین نسبت حمایت ارزی^۲ این ریسک را مدیریت می‌کند.

ریسک طول عمر^۳: این ریسک زمانی رخ می‌دهد که اعضا طرح، عمر طولانی‌تری از مفروض‌های پیشین محاسباتی داشته باشند. هیأت مدیره نرخ مرگ و میر اعضا را به طور مداوم بررسی خواهد کرد و مفروض‌های مربوط به مرگ و میر را با تحلیل حساسیت، مورد بازبینی قرار می‌دهد.

ریسک اعتباری^۴: زمانی است که می‌تواند ارزش دارایی‌ها در نتیجه مشکل مالی انتشار دهنده دارایی، از بین برود. هیأت مدیره این ریسک را از طریق ایجاد محدودیت بر میزان و نوع دارایی که صندوق می‌تواند نگهداری کند را، مدیریت می‌کند.

ریسک تمرکز در یک حوزه^۵: وقتی به وجود می‌آید که صندوق در یک صنعت خاص سرمایه‌گذاری انجام دهد. هیأت مدیره این ریسک را از طریق توزیع سرمایه‌گذاری‌ها مدیریت می‌کند.

ریسک مدیریت صندوق^۶: این ریسک زمانی به وجود می‌آید که مدیریت نخبه نتواند به اهداف تعیین شده دسترسی پیدا کند. هیأت مدیره این ریسک را از طریق ایجاد یک فرآیند دقیق انتخاب مدیران و نحوه کنترل آن‌ها مدیریت می‌کند.

ریسک ارزیابی: این ریسک زمانی شکل می‌گیرد که دارایی‌ها به اشتباه ارزیابی

-
1. Currency Risk
 2. Currency Hedge Ratio
 3. Longevity Risk
 4. Credit Risk
 5. Concentration Risk
 6. Fund Management Risk

شوند و از طریق سیستم نظارت بر ارزیابی دارایی‌ها که مبتنی بر اصول قیمت‌گذاری، کنترل و تحلیل حساسیت هر گروه از دارایی‌هاست، کنترل می‌شود. ریسک بازار: ریسک بازار زمانی رخ می‌دهد که کل بازار مالی دچار رکود شود. این ریسک از طریق تنوع بخشیدن به سرمایه‌گذاری‌ها به لحاظ جغرافیایی، نوع دارایی‌ها و سایر بخش‌های مختلف بازار، مدیریت می‌شود. تمامی ریسک‌های بیان شده می‌توانند از جمله عوامل ایجاد اختلال دسترسی به اهداف باشند. این ریسک‌ها توسط ALCO مانیتور می‌شوند و توسط کمیته سرمایه‌گذاری مورد بازرنگری واقع می‌شوند.

استراتژی سرمایه‌گذاری‌ها

تخصیص سرمایه‌گذاری استراتژیک با ملاحظه‌های مربوط به مقررات فعلی و آتی که متأثر از نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ مرگ و میر و دیگر مؤلفه‌های مالی است در نظر گرفته شده است و همچنین در راستای اهداف بلندمدت هیأت مدیره و نحوه مدیریت ریسک - که پیش از این بیان شده - است. نرخ بازده سرمایه‌گذاری بلند مدت ۱/۸ درصد مازاد بر تعهدهای تعیین شده است. سطح ریسک استراتژیک سرمایه‌گذاری معادل انحراف معیار خالی ۴/۵-۳ درصدی، براساس عدم نقدپذیری به ازای تعهدها تدوین شده است که تخصیص دارایی‌ها به صورت زیر است:

الف- دارایی‌های مربوط به تأمین تعهدات^۱

این دارایی‌ها شامل دارایی‌های با نرخ بهره و مشتقات است که به طور جدی

1. Liability Hedging Asset

با تعهدهای منطبق هستند و بیشتر از عواملی مانند نرخ بهره اسمی و نرخ بهره واقعی تأثیر می‌گیرند. همچنین انطباق مناسب به گونه‌ای صورت می‌گیرد تا ضریب همبستگی میان دارایی‌ها با صندوق و تعهدها را کاهش دهد. به صورتی که در انگلستان طرح بازنشستگی DB به طور کلی تحت تأثیر ریسک نرخ‌های بهره بلندمدت و افزایش انتظارات تورمی هستند.

ب- دارایی‌های پر بازده^۱

این سبد دارایی‌ها به این منظور انتخاب شده تا بتوانند به بازدهی بیشتر از نیاز، برای تأمین تعهدها دسترسی پیدا کنند آن هم زمانی که امکان تحقق آن با پرهیز از ریسک‌های غیرقابل قبول وجود دارد؛ مانند اوراق قرضه بین‌المللی، سهام خصوصی، املاک، امور زیر بنایی و سهام.

ج- دارایی‌های ترکیبی^۲: این دارایی‌ها اهداف دوگانه‌ای دارند. آن‌ها ممکن است بتوانند یک جریان نقدی و پایداری برای تأمین تعهدها را شکل دهند و در عین حال هم بتوانند نرخ بازدهی مطلوب مازاد بر تعهدها را ایجاد کنند. مانند اوراق قرضه شرکتی که با شاخص‌ها تغییر می‌کند^۳، اوراق قرضه شرکتی بلندمدت، تأمین مالی املاک، تأمین مالی پروژه‌ها.

به طور کلی سیاست تخصیص دارایی عبارت است از ۵۸ درصد به صورت نقد و اوراق، ۱۲/۵ درصد در دارایی‌ها با اهداف مختلط. در هر مقطع زمانی یک حداقل از دارایی که از نقدپذیری قابل قبولی برخوردار باشند، برای اطمینان از اینکه طرح می‌تواند به نیازهای خود پاسخ دهد، نگهداری می‌شوند.

-
1. Return – Seeking Asset
 2. Hybrid Asset
 3. Index Linked Bounds

همچنین در کنار تخصیص دارایی استراتژیک بلندمدت هیأت مدیره اجازه سرمایه‌گذاری‌های تاکتیکی چه برای کنترل ریسک و چه برای به دست آوردن بازدهی بیشتر را می‌دهد. البته این سرمایه‌گذاری تاکتیکی در محدوده مدیریت ریسکی که هیأت مدیره تعریف کرده است، انجام می‌گیرد.

به طور خلاصه تخصیص استراتژیک دارایی‌ها در جدول زیر آمده است:

| شاخص کنترل عملکرد | سهم بلندمدت اختصاص یافته به درصد | دارایی‌های قابل سرما به‌گذاری |
|---|-------------------------------------|---|
| براساس شاخص تعهدها، عملکرد ارزیابی می‌شود | ۴۰ | دارایی‌های تضمین تعهدات نقد اوراق قرضه Interest rate and inflation shawps |
| شاخص اوراق قرضه Jp Morgar Government Bardays Global Aggregate | ۴۷/۵ | دارایی‌ها با بازدهی بالاتر (Return- seeking Asset) اوراق قرضه دولتی در سطح بین‌الملل سهام عمومی |
| براساس نوع دارایی می‌تواند متفاوت باشد. | ۱۲/۵ | دارایی‌ها مختلط |

مدیریت سرمایه‌گذاری

به طور مشخص هیأت مدیره نظارت و کنترل تخصیص دارایی‌های طرح و در صورت لزوم تعدیل آن را به عهده دارد.

همچنین توجه به روش استفاده از ابزارهای مربوط به تضمین تعهدها، با توجه به نرخ تورم و نرخ بهره برای مدیریت ریسک، از حوزه‌هایی است که هیأت مدیره به آن می‌پردازد. همچنین این هیأت ریسک‌ها را از طریق کنترل، نظارت و اقدام‌های مناسب مدیریت می‌کند.

علاوه بر این، هیأت مدیره بر اساس بخش ۱۳۴ قانون، این اختیار را دارد که رویکرد ارزیابی امنای طرح را هدایت کند. به این معنا که مطمئن شود منابع کافی برای انجام تعهدها وجود دارد. همچنین این اختیار را دارد که شاخص‌ها و معیارهای جدید برای سیاست مدیریت ریسک و نقدینگی را ایجاد کند تا مطمئن شود مدیران سرمایه‌گذاری منابع کافی برای پرداخت تعهدها را در اختیار دارند و بالاخره اینکه برای انجام مدیریت جریان وجوه نقد، هیأت مدیره این اختیار را دارد که تا سقف ۲۵ میلیون پوند قرض کند.

مدیریت روزانه دارایی‌ها

مدیریت روزانه دارایی‌ها به عهده مدیران سرمایه‌گذاری است (که این افراد چه داخلی و چه خارج از طرح توسط هیأت مدیره استخدام می‌شوند).

این مدیران واجد تخصص‌های مرتبط با حوزه خود هستند و در چارچوب ساختار و مقررات مشخص به کار گرفته می‌شوند. مدیران ذخایر تصمیم‌های روزانه خود را مستقل از هیأت مدیره اتخاذ می‌کنند. همچنین مدیران سرمایه‌گذاری خارج از

طرح، در یک فرآیند رقابتی انتخاب می‌شوند.

ارزیابی مدیران سرمایه‌گذاری براساس شاخص‌های عملکردی تعیین شده توسط هیأت مدیره صورت می‌گیرد. البته یک انحراف معیار برای عملکرد مدیران در راستای این شاخص‌ها تعریف شده است که هیأت مدیره با آن موافق است. عملکرد مدیران سرمایه‌گذاری و ریسک پذیرفته شده توسط آن‌ها، به طور فصلی توسط ALCO مورد بررسی قرار می‌گیرد. انحراف‌های غیرقابل پذیرش ممکن است به کمیته سرمایه‌گذاری برای بررسی فرستاده شود.

شاخص‌های اندازه‌گیری عملکرد سرمایه‌گذاری

شاخص کلی PPF نرخ بهره اسمی از:

Zero – Coupon Fixed و Zero – Coupon Inflation Linked است

که این ترکیب منعکس کننده جریان نقدی مورد نیاز تعهدها است که البته این شاخص‌ها می‌تواند در آینده تغییر کند.

همچنین به منظور قضاوت دقیق از موفقیت، هرگونه تغییرها تاکتیکی در خصوص عملکرد مدیران سرمایه‌گذاری، عملکرد سرمایه‌گذاری بر اساس نوع دارایی‌ها با بهره ثابت که در طبقه‌بندی دارایی‌های قابل سرمایه‌گذاری وجود دارند، مقایسه می‌شوند. در خصوص قضاوت این موضوع که آیا یک دارایی به خصوص نقدپذیر و قابل معامله به صورت سریع هست یا نه، شاخص متناظر با آن نوع دارایی بررسی می‌شود. وقتی شاخص و یا معیار قابل پذیرشی وجود ندارد، کمیته سرمایه‌گذاری شاخص برای آن تعریف می‌کند.

هرگونه تغییر تاکتیکی برای استفاده از دارایی‌های قابل پذیرش برای

سرمایه‌گذاری باید در داخل محدوده کاملاً واضحی که کمیته سرمایه‌گذاری مشخص کرده، صورت پذیرد.

عملکرد مدیران و نحوه ارزیابی آنها باید قبل از انتصابشان مشخص شود. استراتژی مربوط به کنترل هزینه‌های معامله و پاداش آنها باید کاملاً با توجه به عملکردشان تعیین شود.

نحوه اقدام بر اساس این گزارش

کمیته سرمایه‌گذاری، مسئول کنترل به منظور انطباق عملکرد بخش سرمایه‌گذاری بر اساس این گزارش است. تیم سرمایه‌گذاری و بخش مربوط به مدیریت ریسک، از مدیران سرمایه‌گذاری تأییدیه مکتوب می‌گیرد که آنها براساس گزارش عرضه شده، عمل می‌کنند و این کمیته هرگونه تغییری را به صورت مکتوب به مدیران سرمایه‌گذاری ابلاغ می‌کند.

اداره حسابرسی مالی، میزان عملکرد براساس این گزارش را در چارچوب حسابرسی سالیانه خود بررسی و در گزارش خود اعلام می‌کند.

گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی ملی کانادا^۱

این گزارش سیاست‌های سرمایه‌گذاری برای طرح بازنشستگی ملی کانادا^۱، اهداف سرمایه‌گذاری، استانداردها و اقدام‌های مورد نیاز برای دارایی‌های طرح بازنشستگی ملی کانادا را در یک افق زمانی بلند مدت به عنوان پرتفوی سرمایه‌گذاری شناخته شده، مکتوب نموده است.

این گزارش در راستای قانون Canadian Pension Plan Investment Board Act و همچنین مقررات مربوطه تدوین شده است. این گزارش با در نظر گرفتن شرایط ۶ گروه از جمله مستمری‌بگیران و مشارکت‌کنندگان در CPP چه در دولت‌های ایالتی و چه در دولت‌های فدرال، هیأت مدیره CPP (CPP IB)، کارکنان و مدیران CPP، مشاوران و کسانی که به کار گرفته شده‌اند تا دارایی‌ها CPP را مدیریت کنند و همچنین انجمن آکچوئری کانادا^۲ تهیه شده است. گزارش

۱. این بخش برگرفته از:

Statement of Investment objections, Policies, Return Expectation and Risk Management for the Investment Portfolio of Canadian Pension plan, 2016, CPP Investment Board

2. Canadian pension plan - CPP

3. Chief Actuary Canada

سیاست‌های سرمایه‌گذاری توسط مستندهای مربوط به CPPIB حمایت می‌شود و به منظور اداره روزانه ذخایر، شامل اختیاراتی مربوط به تصمیم‌گیری، سیاست‌های مدیریت ریسک، استانداردها، معیارهای اندازه‌گیری و استانداردهای گزارش‌دهی است. هیأت مدیره حداقل سالی یک بار این گزارش را مورد بررسی و بازنگری قرار می‌دهد.

اهداف سرمایه‌گذاری

قانون CPPIB سه هدف مرتبط با ذخایر CPP را مشخص می‌کند:

- کمک به CPP برای انجام تعهدهای مربوط به مستمری‌بگیران و بیمه‌پردازان
- مدیریت دارایی‌ها در راستای بهترین نتایج برای مستمری‌بگیران و بیمه‌پردازان
- سرمایه‌گذاری دارایی‌ها برای به دست آوردن حداکثر نرخ بازدهی بدون پذیرش ریسک غیرقابل تحمل و ملاحظه تمام عواملی که ممکن است به توانایی CPP در انجام مقررات مالی روزانه خود تاثیرگذار باشد.

عواملی اثر گذار بر توانمندی PPC برای انجام تعهداتش:

طرح بازنشستگی کانادا یک طرح اندوخته‌گذاری جزئی است که ترکیبی از ذخیره‌گذاری پایدار^۱ و حرکت به سمت ذخیره‌گذاری کامل^۲ برای تعیین حداقل نرخ مشارکت باشد.

CPP به گونه‌ای طراحی شده تا بتواند از طریق حق بیمه‌های دریافتی و سودهای ناشی از سرمایه‌گذاری، با اتکاء به خود به لحاظ مالی، پایدار باشد. براساس تخمین ۲۶امین گزارش آکچوئری، نرخ مشارکت ۹/۹ درصدی که ترکیب کارفرمایان و

1. Steady – stable Funding
2. full funding incremental

کارگران و همچنین سودهای سرمایه‌گذاری‌ست که برای تضمین پایداری CPP در یک دوره ۷۵ ساله کفایت می‌کند. همچنین این گزارش پیش‌بینی می‌کند که درآمدها از تعهدهای پرداختی تا سال ۲۰۲۲ فزونی می‌یابد. این موضوع به CPPIB این فرصت را می‌دهد تا درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری را مجدداً سرمایه‌گذاری کند. از سال ۲۰۲۳ سهمی از درآمدهای سرمایه‌گذاری برای پرداخت تعهدها باید استفاده شود. گزارش آکچوئری پیش‌بینی می‌کند تا سال ۲۰۲۵ حدود ۱۱ درصد از درآمدهای سرمایه‌گذاری باید به بخش تعهدها اختصاص داده شود که این رقم در سال ۲۰۵۰ به ۲۷ درصد افزایش می‌یابد؛ تعهدهای آتی CPP تحت تأثیر عوامل جمعیتی، اقتصادی و سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد.

از آنجائیکه CPP یک طرح بازنشستگی جزئی است، نرخ رشد واقعی دستمزدها، مهمترین عامل مؤثر در نرخ‌های حق بیمه‌های آتی است. نرخ‌های رشد واقعی کمتر از انتظار، می‌تواند نرخ حق بیمه‌ها را افزایش دهد. از طرف دیگر با فرض سایر عوامل ثابت، نرخ تورم بلندمدت، قادر است نرخ‌های حق بیمه را کاهش دهد؛ چون حساسیت مزایا نسبت به تورم کمتر است. در مقابل نرخ بیکاری بالا و یا کاهش نرخ مشارکت نیروی کار می‌تواند نرخ‌های حق بیمه را افزایش دهد.

از سوی دیگر نرخ بهره بلندمدت و صرفه ریسک^۱ عوامل سرمایه‌گذاری هستند که بیشترین تأثیر را بر نرخ‌های حق بیمه آتی دارند. اگر نرخ بازده سرمایه‌گذاری کمتر از میزان انتظاری باشد، نرخ حق بیمه‌ها افزایش می‌یابد که این امر می‌تواند عامل بازنگری گزارش آکچوئری در مفروض‌های خود شود.

از آنجایی که بیشتر این عوامل تأثیرگذار بر نرخ حق بیمه‌ها، در اختیار و یا

1. Risk Premiums

تحت کنترل CPPIB نیست؛ اثر آن‌ها در نرخ حق بیمه‌ها هنگام نگارش سناریوهای مختلف سرمایه‌گذاری مورد بحث قرار گرفته است. در حد مقدرات CPPIB، سیاست سرمایه‌گذاری را انتخاب کرده است تا بتواند اثرهای نامطلوب این تغییرها را حذف کند. (خلاصه آن در ادامه گزارش آمده است).

اگر پیش‌بینی‌های گزارش آکچوئری در خصوص نرخ حق بیمه‌های قانونی و یا درآمدهای سرمایه‌گذاری محقق نشود، نتیجه آن بی‌ثباتی مالی طرح است که براساس قانون CPP، یا نرخ‌های حق بیمه باید افزایش یابد و یا مزایا باید کاهش یابد.

سبد سرمایه‌گذاری مرجع CPP (CPP Reference Portfolio)

CPP دارای یک پرتفوی متنوع، شامل اوراق سرمایه‌گذاری است که به صورت عمومی معامله می‌شوند و می‌توانند از یک سیاست مدیریت غیرفعال با هزینه کم استفاده کنند. سهم سهام و اوراق قرضه در پرتفوی مرجع، براساس اهداف به گونه‌ای مشخص می‌شود تا بتوانند ریسک پرتفوی را قابل تحمل کنند. ریسک قابل تحمل براساس حداکثر نرخ بازدهی بلندمدت مطلوب و عوامل اثرگذار بر تعهدهای CPP مشخص می‌شود. انتظار آن است که این پرتفوی مرجع بتواند نرخ بازده بازار سهام در بلندمدت را، که حداقل برای کمک به ثبات مالی CPP در نرخ‌های حق بیمه فعلی نیاز هست را به دست آورد و همچنین بتواند اثرهای منفی برخی از عوامل تأثیرگذار بر تعهدهای خالص CPP را خنثی کند.

پرتفوی مرجعی که برای سال‌های ۲۰۱۷ مورد تأیید قرار گرفته عبارت است از:

- سهام: شامل سهام در بازارهای جهانی، بازار کانادا و بازار نوظهور ۷۸ درصد
- اوراق: شامل اوراق قرضه اسمی دولت مرکزی و فدرال ۲۲ درصد

بازده انتظاری برای سهام در بازارهای جهانی بیش از ۴ درصد است. نرخ ۴ درصد بازدهی نرخي است که گزارش آکچوئری برای کل طرح، به منظور ثبات مالی در نظر گرفته است.

نرخ اوراق اسمی دولت کانادا کمتر از ۴ درصد است، اما سهم این نوع سرمایه گذاری در مقایسه با سهام در بازارهای جهانی بسیار پایین است.

تنوع و ترکیب دارایی ها با عنایت به پرتفوی مرجع

هیأت مدیره متعهد است تا تنوع سرمایه گذاری ها در بازارها را، با توجه به گروه های مختلف دارایی ها و در نظر گرفتن عوامل ریسک، شرایط جغرافیایی، نرخ ارز و استراتژی مدیریت فعال، به گونه ای هدایت کند که به طور اساسی ریسک بلندمدت را کاهش دهد و امکان دسترسی به سناریوهای مختلف سرمایه گذاری برای تحقق نرخ بازدهی مطلوب بلندمدت را فراهم کند.

درحالی که سهم سرمایه گذاری در بازارهای داخلی کانادا، به ویژه در خصوص اوراق با درآمد ثابت عمده است، انتظار می رود بخش اعظمی از پرتفوی خارج از بازارهای کانادا سرمایه گذاری شود. سرمایه گذاری در خارج از بازارهای کانادا میزان وابستگی پرتفوی CPP را به اقتصاد کانادا کاهش می دهد و از این جهت، ریسک مربوط به بحران اقتصادی احتمالی کانادا و اثرهای آن، از طریق کاهش دستمزدها و میزان مشارکت را، از بین می برد.

بخش زیادی از سرمایه گذاری ها در ارزهای خارجی انجام می شود که از جمله می توان به بازارهای توسعه یافته و بازارهای نوظهور اشاره کرد که این روش سرمایه گذاری به کنترل ریسک ارز کمک می کند و از این جهت که تغییرهای دلار

کانادا به نفت و فرآورده‌های معدنی وابسته است، می‌تواند روش مطلوبی باشد. به طور عمده ترکیب دارایی‌ها و ترکیب جغرافیایی دارایی در راستای پرتفوی مرجع به صورت زیر است

- سهام عمومی
- سهام شرکت‌های خصوصی
- اوراق قرضه دولتی
- اوراق قرضه خصوصی
- املاک؛ شامل خصوصی، دولتی، کشاورزی و زیربنایی
- وجوه نقد

همچنین به لحاظ جغرافیایی:

- بازار آمریکا
 - بازارهای توسعه یافته اروپایی، خاورمیانه و آفریقا
 - بازارهای توسعه یافته حوزه اقیانوسیه
 - بازارهای نوظهور
- این سرمایه‌گذاری‌ها در حوزه‌ای از بازارهای بین‌الملل که کانادا روابط مالی و تجاری فعال با آن‌ها دارد و براساس قانون سرمایه‌گذاری از حضور در آن بازارها منع نشده است، انجام می‌پذیرد.

مدیریت بازار، اعتبارات و سایر ریسک‌ها

هیأت مدیره معیارهای اصلی برای اندازه‌گیری ریسک بازار و ریسک‌های اعتباری و همچنین زیان‌های بالقوه را معرفی می‌کند. برای تعیین ریسک و کنترل آن، ریسک

پرتفوی به درصدی از سهام و اوراق یا بدهی در یک پرتفوی ساده که معیارهای اندازه‌گیری یکسانی برای ریسک دارند، تبیین می‌شود.

هیأت مدیره به طور سالانه بالاترین و کمترین محدوده ریسک مطلق^۱ برای پرتفوی سرمایه‌گذاری و همچنین محدوده مربوط به ریسک اداره دارایی‌ها، که در حیطه آن مدیران سرمایه‌گذاری از اختیار تصمیم‌گیری برخوردارند، تعیین می‌کند. محدوده مربوط به حداقل و حداکثر ریسک مطلق، در سطوحی تعیین می‌شود که خط فرضی را شامل شود. در خصوص ریسک غیرقابل تحمل و حداقل ریسکی که پرتفوی برای به دست آوردن نرخ بازدهی مطلوب مربوط به گزارش آکچوئری باید قبول کند، مدیریت باید مطمئن باشد که این محدوده هیچگاه دچار خدشه نمی‌شود.

محدوده مربوط به ریسک اداره سرمایه‌گذاری، به اندازه کافی گسترده است تا مدیران سرمایه‌گذاری در زمانی که احساس می‌کنند با اتخاذ تصمیم‌های موردی می‌توانند نرخ بازدهی بالاتر از حداقل مورد نیاز به دست آورند، از آن استفاده کنند. اگر مدیران CCPIB به این باور برسند که شرایط بازار با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش رو خارج از محدوده ریسک قابل قبول اداره پرتفوی قرار می‌گیرد، در این صورت اتخاذ هر تصمیم جدید ممکن است به تأیید قبلی نیاز داشته باشد.

مدیریت CPPIB، ریسک‌های در معرض بازار را، به صورت روزانه کنترل می‌کند تا بتواند در صورت لزوم پرتفوی سرمایه‌گذاری را به صورت ادواری، دوباره به گونه‌ای تنظیم کند که در محدوده‌ی ریسک‌های قابل قبول قرار گیرد.

ریسک کلی بازار (ریسک غیرسیستماتیک) از طریق تنوع بخشیدن به سبد سرمایه‌گذاری مدیریت می‌شود. علاوه بر آن، ابزارهای تحلیل و روش‌های مدیریت

1. Upper and lower Absolute Risk Limits

ریسک پذیرفته شده عیارتند از:

روش‌های Value – At – Risk (این روش در واقع، روش اندازه‌گیری ریسک با تخمین این امر که چه میزانی از سرمایه‌گذاری در یک روز در یک بازار نرمال می‌تواند از دست برود. این روش معمولاً توسط شرکت‌ها و قانون‌گذاران صنعت مالی استفاده می‌شود تا میزان دارایی مورد نیاز برای یک زیان بالقوه روزانه را اندازه‌گیری کند) با این هدف که عملکرد پرتفوی را در شرایط مختلف بازارها، اندازه‌گیری، کنترل و ارزیابی کند.

ریسک‌های اعتباری از طریق ایجاد سیاست‌های اعتباری و ایجاد محدودیت‌هایی که نیازمند بررسی و تأیید از طرف هیأت مدیره است، اداره می‌شود. در برخی مواقع هیأت مدیره می‌تواند اختیار خود را در خصوص تأیید پرداخت وام به مدیر ارشد اجرایی طرح (CEO) واگذار کند. همچنین ریسک اعتباری دوباره از طریق روش‌های قابل قبول، از جمله روش‌های Value – At – Risk کنترل می‌شوند.

مدیریت CCPIB باید گزارش مربوط به ریسک‌های مالی و اندازه‌گیری‌های آن‌ها را به طور فصلی به هیأت مدیره ارائه دهد و در صورت نیاز، حتی در دوره‌های زمانی کوتاه‌تر نیز گزارش مربوطه ارائه شود.

● ارزیابی دارایی‌هایی که به طور عمومی و نرمال معامله نمی‌شوند:

ارزش منصفانه دارایی‌های نقدپذیری که در بازار عمومی معامله می‌شوند، به عنوان مبنایی به منظور ارزیابی این دارایی‌ها قرار می‌گیرد و ارزش منصفانه دارایی‌های غیر نقدی معامله شده در بازار عمومی که در پرتفوی سرمایه‌گذاری وجود دارد، مبنای قیمت‌گذاری است. اگر برای این نوع دارایی، قیمت بازار در دسترس نباشد، ارزش منصفانه می‌تواند از طریق مدل‌های تخمین‌زده شود و با تخمین‌های

مشابه که توسط بروکرها ارائه می‌شود، مقایسه شود.

ارزیابی‌های مربوط به دارایی‌های غیرقابل مبادله، به طور فصلی بررسی می‌شود و اگر شواهدی بر تغییرهای عمده در ارزش آن‌ها وجود داشته باشد، تعدیل می‌شوند. از آنجایی که CPPIB باور دارد که ارزیابی دارایی‌هایی که به طور نرمال مبادله نمی‌شوند، به طور جدی وابسته به قضاوت افراد بستگی است، ارزیابی این دارایی‌ها باید با استفاده از ارزش منصفانه تخمین زده شده توسط گروه‌های بیرونی انجام شود. همه روش‌های تخمین باید از روش‌های ارزیابی پذیرفته شده در صنعت مذکور استفاده کنند و این روش‌ها باید تابع استانداردهای بین‌المللی گزارش دهی مالی باشد. و همچنین در سطوح قابل قبولی برای سبد دارایی‌های صندوق، به صورت سالیانه گزارش شود.

سرمایه‌گذاری مسئولانه و حق استفاده از رأی در مجامع شرکت‌ها^۱

CPPIB مصمم است تا از طریق سبد سرمایه‌گذاری‌های خود کمپانی‌ها و سازمان‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده است را تشویق به تدوین سیاست‌هایی نماید که علاوه بر تقویت عملکرد بلندمدت، دربرگیرنده مسئولیت‌های آن‌ها در خصوص محیط‌زیست، عوامل اجتماعی و حکمرانی نیز باشد. CPPIB بر این باور است کمپانی‌هایی که عوامل اجتماعی و حکمرانی را به طور مؤثر مدیریت می‌کنند، قادر به خلق ارزش در بلند مدت هستند.

حق رای سهام داران ارزش اقتصادی دارد و سهام مدیریتی می‌توانند به طور مثبت نرخ بازدهی صندوق را از طریق تاثیرگذاری بر عملکرد شرکت‌ها بهبود بخشد. CPPIB از حق رأی خود در چارچوب اصول و راهنمایی مکتوب مربوط به استفاده از رأی مدیریتی بهره می‌جوید و همچنین در خصوص این که آیا استفاده از حق رأی

در راستای منافع طرح بوده یا نه ممکن است به هر مورد جداگانه رسیدگی شود.
در این خصوص راهنمای مربوط با عنوان-Proxy Voting Principles and Guide
line مورد استفاده قرار می‌گیرد.

نقدینگی

CPPIB نقدینگی مورد نیاز برای CPP را مدیریت می‌کند. این مدیریت به گونه‌ای انجام است که CPP بتواند پرداخت مالی ماهیانه خود را انجام دهد که این مدیریت نقدینگی، شامل تمام نیاز مالی نقدینگی مورد نظر است.

پرداخت وام

CPPB ممکن است در قراردادهای مربوط به پرداخت وام که دارای شرایط مورد تأیید هیأت مدیره هستند، مشارکت کند.

نقل و انتقالات مالی به شرکاء مرتبط (Related Party)

به جز برخی مواقع محدود، CPPIB به طور مستقیم و غیر مستقیم وارد نقل و انتقال‌ها به گروه‌های مرتبط نمی‌شود که این مواقع محدود عبارت است از: زمانی که این نقل و انتقال‌ها برای اداره CPPIB ضروری است و زمانی که شامل وثیقه‌هایی می‌شود که مربوط به گروه‌های مرتبط است، ولی در بازارهای عمومی نیز خریدار دارد یا زمانی که ارزش این نقل و انتقال‌ها، اسمی است.

استفاده از اوراق مشتقه

CPPIB ممکن است از اوراق مشتقه برای رسیدن به اهداف سرمایه‌گذاری خود، کاهش ریسک، کاهش هزینه‌ها، افزایش نرخ بازدهی، افزایش نقدینگی و نیاز به تنوع بخشیدن به پرتفوی خود استفاده کند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

گزارش‌حاضر با هدف ارائه چشم‌اندازی از الزام‌ها و اجزاء سند سیاست‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی تدوین شده است. برای تحقق این امر نگاهی اجمالی به موضوع‌های مرتبط با بحث، از جمله ویژگی‌های طرح‌های بازنشستگی، مسائل مرتبط به سرمایه‌گذاری یک مؤسسه نهادی، انواع طرح‌های بازنشستگی، چرایی تفاوت سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی در مقایسه با سایر نهادهای مالی، اهمیت سند سرمایه‌گذاری، اجزاء آن و بالاخره موارد مشابه صورت گرفته است.

اهم نکات قابل استخراج و جمع‌بندی از گزارش به این شرح است:

- صندوق‌های بازنشستگی در زمره سرمایه‌گذاران نهادی قرار می‌گیرند که علاوه بر ویژگی‌های سرمایه‌گذاران نهادی، دارای شرایط خاص خود از جمله غیرقابل تعطیل بودن آن‌ها، تضمین تعهدها (طرح‌های DB)، طولانی مدت بودن تعهدهای تضمین شده، حجم عظیم نخبیر در اختیار و ... است که آن‌ها را از سایر سرمایه‌گذاران نهادی و غیرنهادی متمایز می‌کند.

- مفهوم ریسک در سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی تفاوت بنیادی با این مفهوم در بسیاری از مؤسسه‌های مالی دارد. مهم‌ترین ریسک متمرکز بر طرح‌های بازنشستگی، بحث ریسک عدم انطباق نوع دارایی‌ها و نوع تعهدها است.

- مطالعه‌های متعدد حاکی از این است که بسیاری از سرمایه‌گذاران بر این باورند که سیاست تخصیص دارایی سهم اصلی در نرخ بازده پرتفوی سرمایه‌گذاری را به عهده دارد و سهم سایر عوامل مانند ورود به بازار و نوع وثیقه‌های انتخابی،

چندان قابل توجه نیست. با توجه به نکته پیشین، تاکید می‌شود تعیین سبد اصلی سرمایه‌گذاری یک مؤسسه نهادی، در بلندمدت به عنوان هسته اصلی فرآیندهای سرمایه‌گذاری است.

● تدوین سیاست سرمایه‌گذاری، اولین قدم از مسیر طولانی در جهت سرمایه‌گذاری موفق است. این سند، تدوین‌کننده کنترل‌های درونی سیستم است و همچنین به عنوان یک ابزار ارتباطی برای آموزش و راهنمایی کارکنان و شرکاء عمل می‌کند.

● مؤسسه APPFA در کانادا و آمریکا بیان می‌کند که ریسک کلیدی در خصوص برنامه‌های سرمایه‌گذاری، عبارت است از: تغییرهای ناگهانی و گاهی معکوس در خصوص مقررات داخلی برای سرمایه‌گذاری. با این اوصاف مهم‌ترین ابزار مدیریت ریسک تدوین سیاست‌های سرمایه‌گذاری مکتوب است.

● سند مکتوب سیاست‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی، با توجه به نوع طرح و ثبات مالی آن، بلوغ طرح، نرخ بازدهی تعادلی منتج از گزارش آکچوئری، نیاز به وجوه نقد طرح، ریسک مرتبط و چشم‌اندازهای قانون و اسناد بالادستی، باید تدوین شود.

● سند مذکور دارای گزارش اهداف، گزارش سیاست‌ها، بحث مدیریت ریسک، نرخ‌های بازدهی انتظاری، سبد مرجع سرمایه‌گذاری، ترکیب داخلی دارایی‌ها، نحوه استفاده از حق رأی در مجامع به نحوه نقل و انتقال‌های داخلی دارایی‌ها است.

● ارائه دو سند مکتوب برای دو طرح بازنشستگی مختلف، نشان داد که بسته به شرایط، طرح این سند می‌تواند محافظه‌کارانه و یا جسورانه، در خصوص سبد دارایی‌ها ارائه شود. صندوق حمایت مالی طرح‌های بازنشستگی DB در انگلستان دارای سندی است که به جزئیات ورود بیشتر کرده است و تا حد زیادی سبد

محافظه‌کارانه انتخاب نموده است چون در شرایط بلوغ طرح به سر می‌برد. حال آن که طرح بازنشستگی کانادا کمتر به این جزئیات پرداخته و اظهار نظر در خصوص جزئیات را به گزارش‌های پشتیبان ارجاع داده و سبد جسورانه‌تری را پیشنهاد کرده است.

● با توجه به دو نمونه سند ارائه شده، به خوبی روشن است که مسأله ارائه نرخ بازدهی انتظاری به صورت عددی، ارائه سبد سرمایه‌گذاری مرجع و بیان کمی سهم دارایی‌ها، تعریف اهداف سرمایه‌گذاری، ارائه جزئیات کامل از نحوه مدیریت ریسک دارایی‌ها و روش‌های مدیریت ریسک، ارائه چارچوب ارزیابی دارایی‌ها و نحوه نقل و انتقال دارایی‌ها در داخل گروه‌های بازنشستگی و بالاخره تأکید قابل توجه در خصوص اهمیت انطباق دارایی‌ها و تعهدها از اجزای اصلی یک سند سرمایه‌گذاری مکتوب است. بی‌توجهی در پرداختن به این جزئیات و فقط بیان کلماتی از اهداف طرح، نمی‌تواند طرح بازنشستگی را به سندی رهنمون کند که مبنایی جدی برای اداره سرمایه‌گذاری طرح و مدیریت ریسک باشد.

● تدوین سند سیاست سرمایه‌گذاری نیازمند مشارکت گروه‌های آکچوئری برای تخمین تعهدها و تعیین نرخ بازدهی مطلوب، متخصصان سرمایه‌گذاری طرح‌های بازنشستگی و متخصصان مالی است.

منابع و مأخذ:

- 1- Global Pension Asset study (2016), will.s Towers Watson
- 2- Pioneering Portfolio Management to an Unconventional Approach to Institutional Investment (2000), David F. Swensen, the Free Press, New York.
- 3- Morneau Shepell Handbook of Canadian Pension and Benefit Plans (2012) CCH Canadian limited.
- 4- Guide for Establishing a Pension Statement Policy (2003), Government Finance Officer Association of the United States and Canada, Chicago.
- 5- Guideline for the Development of Investment Policies and Procedures for Federal Regulated Pension Plan (2000), Office of Superintendent of Financial Institutions, Canada.
- 6- Statement of Investment Principles Pension Protection Fund (2016), uk.
- 7- Statement of Investment Objectives, Policies, Return Expectations and Risk Management for the Investment Portfolio of the Canada Pension Plan (2016) CPP Investment Board.