



Challenges of pension fund investment in achieving legal goals

Ali Akbar Masoumi¹ 

1. 1 Faculty of Humanities, Department of Law, Ahar Branch, Islamic Azad University, Ahar, Iran.

(*- Corresponding Author Email: dr.masumialiakbar@yahoo.com)

Received: 2025-07-18

Revised: 2025-11-07

Accepted: 2026-08-26

Available Online: 2026-09-22

How to cite this article:

Masoumi, A.A. (2026). Challenges of pension fund investment in achieving legal goals. *Encyclopedia of Economic Law Journal*, 33(29): (44-60) (in Persian with English abstract).

<https://doi.org/10.22067/economlaw.2026.94404.1474>

Abstract

1. Introduction

Today, in most countries, pension funds are recognized as institutional investors and invest their assets. Currently, the issue of investment for pension funds is considered a vital issue; in the legal system of most countries, investment is considered one of their main sources of income in laws and regulations, including the statutes of pension funds. Although the investment of pension funds has been considered in numerous laws and regulations in the Iranian legal system, this issue faces challenges; so that its continuation will make it difficult for funds to fulfill their obligations in the future.

2. Purpose

Paying attention to this issue is important for several reasons; first, pension funds are the most important mechanism for realizing social insurance as the most extensive area of the comprehensive social security system. Therefore, guaranteeing the right to social security (the subject of Article 29 of the Iranian Constitution) by the government primarily depends on the existence of pension funds that are capable and capable of fulfilling their obligations to the insured. In addition to collecting premiums from insured persons, the most important mechanism that enables pension funds to fulfill their obligations is the investment mechanism. Second, most of Iran's pension funds are considered bankrupt or in crisis according to the standards of the International Labor Organization. In the last decade, this crisis has been so severe that at the time of the Sixth Development Plan Law, the pension fund crisis was considered one of the six main crises in Iran (along with the water and environmental crises). Given the continuation of their critical situation in the years following the enactment of this law, the legislator in the Seventh Development Plan Law (approved in 1403) obliged the government to formulate "investment regulations for pension organizations and funds." Third, if pension funds fail to grow their assets through investments appropriate to the country's inflationary situation, they will face further economic crisis and ultimately bankruptcy and even liquidation, especially through mergers. In addition to causing social protests among the insured community, this issue also presents the government with a serious challenge.



THIS WORK IS LICENSED UNDER A CREATIVE COMMONS ATTRIBUTION 4.0 INTERNATIONAL LICENSE



3. Methodology

Considering the existing challenges and the importance of the issue, the current research has examined the legal challenges of investing in active pension funds in the Iranian social security system using a descriptive-analytical method and based on library studies.

4. Findings

The findings of this study show that the inadequacy of the rules governing pension fund investments (including the inadequacy of the legal framework for investment and the criteria for appointing managers and the legal liability for inappropriate investments), legal restrictions on investment (including restrictions on the selection of portfolio types and restrictions on international investments), and the existence of laws that conflict with investment (including laws that provide government benefits and laws that impose undue financial obligations on these insurance funds) are the most important legal challenges for the investment of Iranian pension funds. Another challenge of responsible investment is the difficulty of selecting a portfolio, because selecting a portfolio for a pension fund that complies with social, environmental, and governance criteria is generally a more complex process than selecting a portfolio for a conventional fund. For example, in cases where the subject of responsible investment is the shares of commercial companies, the ranking of social, environmental, and governance factors varies widely; so that a company may receive a high rating based on some criteria, depending on the environmental, social, or governance criterion, but in some other criteria, due to a lower score, it may be in a lower rank than other companies. This issue causes different estimates to be created by the audience, including current and potential shareholders; so that some consider a particular case to be at the highest level of compliance with responsible investment, while others do not have such a view. Accordingly, companies that are in the top ten percent for one rater may be in the lowest position according to another rater.

The achieving the goal of responsible investment is its cost, since responsible investment requires a careful and comprehensive search for multiple investment options in order to obtain reliable information, especially in cases where indirect foreign investment is among the investment options of a fund. In this regard, fund managers must spend more time and money on researching the companies in which they invest. These measures (compared to conventional investments) mainly require higher management costs. In addition, responsible investment may, in some cases, create obligations that the pension fund is not financially prepared to implement or impose unforeseen costs on the fund; For example, when a fund is faced with gross human rights violations by a foreign company in whose shares it has made an indirect foreign investment and decides to withdraw its capital, in order to maintain investment returns, it should normally choose a more suitable investment option than that or at least the same; however, the fund may not be able to find such an option in that period of time; in fact, if a suitable alternative investment option is not found, the fund may suffer losses in this regard. This loss is more evident in cases where the capital market is limited and the economic system is in a state of increasing inflation, given the gradual decrease in the value of liquidity.

The goal of providing a system of benefits commensurate with social dignity has been accepted as one of the investment goals of pension funds in the legal system of some countries. However, there are also challenges in achieving this goal; for example, in some countries, achieving this goal requires that legal restrictions on investments (in order to achieve greater profits) be reduced so that the profits obtained as a result of removing these restrictions can be allocated to aligning social security benefits with the social dignity of the insured. In addition, despite the emphasis of the laws on this goal, in many cases, pension fund managers are not very inclined to allocate investment profits in line with the adequacy of benefits and only think about fulfilling their legal obligations to the insured based on their contribution; in more precise terms, while pension funds have two options regarding the profits from their investments: reinvesting the same profits or allocating all or part of them to provide a system of benefits beyond legal obligations, they prefer the first option.

Perhaps, at first glance, this reluctance indicates the self-interested policy and the approach of obtaining maximum profit of pension funds; however, this is not always the case; because in some cases, pension funds are hardly able to fulfill their obligations to the insured due to financial crises or bankruptcy; as a result, they are



forced to allocate all the profit from the investment to reinvest and fulfill the obligations to the insured, and investment with the aim of providing a system of payment of benefits commensurate with social dignity is almost unattainable for them. A practical example of this issue can be seen in the case of Iranian pension funds; although the issue of benefit adequacy has been addressed in Iranian laws, most Iranian pension funds are hardly able to fulfill their obligations to the insured due to bankruptcy and a large part of the profit from investments is spent on this issue and in practice, investment with the aim of providing a system of payment of benefits commensurate with social dignity is not much considered.

This issue can have an adverse effect on investment in open pension funds, where membership is available to all individuals, as it may cause some insurers to withdraw from the fund, and consequently, reduce the premiums received by the fund as its main source of income and part of the resources to finance future investments.

Conclusion

Considering the existing challenges, the following legal reforms are proposed; First, since there is no comprehensive law on pension fund investments in the Iranian legal system, it is necessary to formulate and enact an "Insurance Fund Investment Law" or, for funds that have an independent law, a chapter of the law related to them should be dedicated to the investment rules of that fund. Given the shortcomings in the appointment of managers and their responsibilities, the legal reforms should specify the criteria for appointing managers in detail and provide civil or disciplinary guarantees for their negligence or fault in the field of investments. Secondly, given that high restrictions on portfolios affect the possibility of investment, it is necessary to make changes to the legal restrictions on pension fund investments. Regarding the restriction on the choice of portfolio type, given that these restrictions are mainly related to the amount of shares owned by commercial companies, it is better to increase the ceiling for the ownership of shares in commercial companies, given the state of the country's economic system, by amending the law on the implementation of general policies of Article 44 of the Constitution or by exempting some pension funds from the restrictions set forth in this law. Third, in the context of the challenge of laws conflicting with pension fund investments, the most important laws in this regard are those imposing undue financial obligations on these insurance funds that affect pension fund liquidity. Regarding these laws, it is necessary to eliminate or modify some legal exemptions, especially those with a long history and lack of efficiency. Given that the government largely does not fulfill the obligations stipulated in these laws (payment of insurance premiums or other funds resulting from exemptions), it is better to make the fulfillment of pension funds' obligations subject to financial financing by the government by making legal amendments; so that until the financial financing for the implementation of that law is foreseen in the annual budget law, the Social Security Organization is not obliged to fulfill its obligations against such exemptions.

Keywords: insurance premium, government, stocks, legal liability



چالش‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در نیل به اهداف قانونی

علی اکبر معصومی^۱

دریافت: ۱۴۰۴-۰۴-۲۷ | بازنگری: ۱۴۰۴-۰۸-۱۶ | پذیرش: ۱۴۰۵-۰۶-۰۴ | انتشار: ۱۴۰۵-۰۶-۳۱

چکیده

در یک قرن اخیر یکی از مسایل اساسی مورد توجه صندوق‌های بازنشتی، سرمایه‌گذاری بوده است؛ بسیاری از دولت‌ها نیز با درک اهمیت این موضوع به منظور صیانت از دارایی صندوق‌های بازنشتی در فرایند سرمایه‌گذاری، سازکارهای قانونی متعددی تعیین کرده‌اند. سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی از هر نوعی که باشد، اهداف مشخصی دارد که شامل اهداف اقتصادی یا اجتماعی بوده و عمدتاً در قوانین هر کشور تعیین گردیده‌اند. با این حال در برخی موارد، ممکن است صندوق‌ها به دلایل مختلف در دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده در قوانین و مقررات با چالش‌هایی مواجه شوند. با توجه به اینکه در نظام حقوقی ایران سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در قوانین و مقررات مختلف مورد توجه قرار گرفته است اما در زمینه دستیابی صندوق‌های بازنشتی به برخی اهداف از پیش تعیین شده در قوانین و مقررات، چالش‌هایی وجود دارد مقاله کنونی با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای به بررسی مهم‌ترین چالش‌های صندوق‌های بازنشتی در دستیابی به اهداف سرمایه‌گذاری پرداخته است. یافته‌های این مقاله نشان می‌دهد به موجب اسناد مصوب سازمان‌های بین‌المللی و قوانین و مقررات موجود در نظام حقوقی برخی کشورها، ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان، حفظ پایداری منابع مالی و سودآوری، مهم‌ترین اهداف اقتصادی و تأمین نظام پرداخت مزایا متناسب با کرامت اجتماعی و سرمایه‌گذاری مسئولانه، مهم‌ترین اهداف اجتماعی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی هستند که برای دستیابی به آن‌ها در برابر چالش‌های موجود، اصلاحات قانونی بویژه در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی، ضرورت دارد.

واژگان کلیدی: پرتفوی، ایفای تعهدات بیمه‌ای، پایداری منابع، سرمایه‌گذاری مسئولانه.

۱. استادیار گروه حقوق عمومی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، واحد اهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اهر، ایران. (نویسنده مسئول): dr.masumialiakbar@yahoo.com



۱. مقدمه

امروزه در بسیاری از کشورها صندوق‌های بازنشستگی به دلایل متعدد به سرمایه‌گذاری دارایی‌های که در اختیار دارند، اقدام می‌نمایند. اهمیت این موضوع از سوی بسیاری از متخصصان علوم اقتصادی نیز مورد تأکید قرار گرفته است؛ به‌طوری که در تعریف صندوق بازنشستگی بیان داشته‌اند: سرمایه‌گذاران نهادی^۱ هستند که جمع، متمرکز و سرمایه‌گذاری می‌نمایند سرمایه‌های داده شده توسط حامیان و ذینفعان را تا مستمری استحقاقی آینده ذینفعان را تأمین نمایند (Davis, 2000: 230). این توصیف از صندوق‌های بازنشستگی نشان‌دهنده نقش محوری سرمایه‌گذاری برای آن‌هاست و اهمیت این مساله در نظام حقوقی بین‌المللی و نظام حقوقی بسیاری از کشورها در قوانین انعکاس یافته است. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی، دارای اهداف مشخصی است یکی از موضوعاتی که در قوانین مرتبط با سرمایه‌گذاری آن‌ها به‌طور صریح یا ضمنی به آن توجه می‌شود، اهداف این سرمایه‌گذاری‌هاست که عمدتاً شامل اهداف اقتصادی یا اجتماعی است.

موضوع سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی و اهداف سرمایه‌گذاری در نظام حقوقی ایران نیز در قوانین و مقررات مورد توجه قرار گرفته است؛ با وجود این در خصوص اهداف سرمایه‌گذاری آن‌ها و چالش‌های موجود در زمینه دستیابی به اهداف تعیین شده در قوانین و مقررات، ابهاماتی وجود دارد که در آثار علمی، توجه چندانی به آن‌ها نشده است؛ حال آن که این موضوع از چند جهت مهم محسوب می‌شود؛ نخست آن که، در بیشتر نظام‌های تأمین اجتماعی، پایداری و تداوم فعالیت صندوق‌های بازنشستگی با سرمایه‌گذاری آن‌ها گره خورده است. به همین جهت آشنایی با اهداف اقتصادی و اجتماعی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی از منظر قوانین و مقررات، روشن‌گر بسیاری از ابعاد سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها از جمله مسایل حقوقی، اقتصادی، مدیریتی و بیمه‌ای مرتبط با سرمایه‌گذاری‌ها خواهد بود. دوم آن که، در ایران در سه دهه اخیر در مورد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی قوانین و مقررات متعددی به تصویب رسیده است اما همچنان صندوق‌های بازنشستگی با بحران اقتصادی مواجه هستند و با تصویب این قوانین و مقررات نه تنها مشکلات، تعدیل نگردیده است بلکه در یک دهه اخیر تشدید شده است. به همین جهت این سوال مطرح می‌شود وضعیت موجود صندوق‌های بازنشستگی ایران تا چه اندازه با اهداف تعیین شده در قوانین و مقررات، ارتباط دارد. این موضوع از آن جهت اهمیت دارد که از یک سو سازکارهای قانونی مناسب برای سرمایه‌گذاری که مبتنی بر اهداف متناسب باشد، می‌تواند در خروج از بحران موثر باشد و از دیگر سو اهداف نامتناسب یا خروج از اهداف متناسب تعیین شده در قوانین و یا پیدایش چالش در دستیابی به اهداف، می‌تواند بحران‌های مالی صندوق‌های بازنشستگی را تشدید نماید. سوم آن که، در حال حاضر تعداد زیادی از جمعیت کشور بازنشسته بوده و از صندوق‌های بازنشستگی مختلف، مستمری بازنشستگی دریافت می‌نمایند. با توجه به اینکه در یک دهه اخیر بسیاری از مستمری‌بگیران صندوق‌های بازنشستگی نسبت به وضعیت معیشتی خود و عملکرد صندوق بازنشستگی خود، معترض بوده و مبادرت به تجمعات اعتراضی نموده‌اند، سرمایه‌گذاری مطلوب صندوق‌های بازنشستگی می‌تواند بر مستمری‌های پرداختی، موثر باشد و از این جهت، در نهایت به رضایت جامعه مستمری‌بگیران منتهی شود.

با توجه به موارد بیان شده، مقاله کنونی به دنبال پاسخ به این سوال است، مهم‌ترین اهداف اقتصادی و اجتماعی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی و چالش‌های دستیابی به این اهداف چه هستند؟

در راستای پاسخ به این پرسش، مقاله کنونی با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی و بر اساس مطالعات کتابخانه‌ای با نگاه تطبیقی به قوانین و مقررات ایران و برخی کشورهای پیشرو در زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی به بررسی موضوع خواهد پرداخت. با توجه به اینکه آشنایی با بسیاری از مفاهیم و تبیین موضوع ضرورت دارد در این مقاله از روش توصیفی بهره گرفته خواهد شد و در کنار آن در هر قسمت به نقد و بررسی و تحلیل موارد پرداخته می‌شود.

به منظور بررسی جامع موضوع، این پژوهش در دو بخش مجزا ابتدا به بررسی اهداف اقتصادی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی و چالش‌های دستیابی به آن‌ها می‌پردازد و پس از آن اهداف اجتماعی سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی و چالش‌های موجود، مورد بررسی و تحلیل قرار خواهد گرفت.

1. Institutional Investor



۲. اهداف اقتصادی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی و چالش‌های دستیابی به آن‌ها

در نظام‌های حقوقی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی پذیرفته شده است، اهداف اقتصادی سرمایه‌گذاری‌ها عمدتاً در قوانین و مقررات به‌صراحت تعیین شده و یا آن‌که از مفاد آن‌ها به آسانی قابل استنباط است. برخی از مهم‌ترین اهداف اقتصادی که تاکنون در برخی اسناد مصوب سازمان‌های بین‌المللی و نظام‌های حقوقی داخلی مورد تأکید قرار گرفته‌اند، به شرح زیر می‌باشند.

۱-۲. ایفای تعهدات در مقابل بیمه‌شدگان

ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان به‌عنوان یکی از اهداف سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی از سوی سازمان توسعه و همکاری اقتصادی مورد توجه قرار گرفته است. از نظر این سازمان، هدف از مقررات سرمایه‌گذاری این است که اطمینان حاصل شود که وجوه انباشته شده برای حمایت از تعهدات بیمه‌گران و صندوق‌های بازنشتی در مقابل بیمه‌شدگان یا ذینفعان آن‌ها و برای تأمین منبع درآمد بازنشتی آینده آنان، کافی است. این هدف در نظام حقوقی برخی کشورهای عضو سازمان فوق نیز به‌صراحت، پذیرفته شده است؛ به‌عنوان مثال در نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا صندوق‌های بازنشتی به عنوان امانت‌داران طرح‌های بازنشتی، محسوب و دارایی‌های صندوق بازنشتی نیز به عنوان یک امانت متعلق به بیمه‌شدگان، نگریسته می‌شود که هدف از سرمایه‌گذاری آن، بازگرداندن دارایی بیمه‌شدگان در زمان بازنشتی، از کارافتادگی و یا فوت به آنان یا بازماندگان‌شان می‌باشد (OECD, 2015: 22). در نظام حقوقی ایران نیز چنین هدفی از برخی قوانین و مقررات، قابل استنباط است؛ به‌عنوان مثال، ضمن آن‌که بند «د» ماده ۷ قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی (مصوب ۱۳۸۳)، «وجوه، اموال، ذخایر و دارایی‌های صندوق‌های بیمه اجتماعی و درمانی» را در حکم اموال عمومی و در مالکیت مشاع بیمه‌شدگان دانسته است، قانون برنامه هفتم پیشرفت کشور به تعیین سازکارهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی با هدف حفظ حقوق و تعهدات صندوق‌های بازنشتی در برابر بیمه‌شدگان اشاره دارد (بند پ ماده ۲۸).

تعهدات صندوق‌های بازنشتی در مقابل بیمه‌شدگان در یک تقسیم بندی کلی به تعهدات بلند مدت (شامل مستمری‌های بازنشتی، از کار افتادگی و بازماندگان) و تعهدات کوتاه مدت (مانند مقرری بیکاری، غرامت دستمزد ایام بیماری، کمک هزینه ازدواج و کمک هزینه کفن و دفن) تقسیم می‌شود. برخی نویسندگان در خصوص این هدف بیان داشته‌اند: سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در مقایسه با سرمایه‌گذاری سایر نهادهای مالی مانند شرکت‌های تجاری، دارای یک ویژگی خاص است؛ بدین معنی که سرمایه‌گذاری صندوق‌ها برای پاسخ به تعهدات است؛ در حالی که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها لزوماً در راستای ایفای تعهدات نیست؛ یعنی شرکت تجاری ممکن است بدون آن که متعهد یا مدیون بالقوه باشد، به فعالیت تجاری بپردازد. حتی شرکت‌هایی مانند شرکت‌های بیمه که مزایای فوت یا از کارافتادگی ارائه می‌دهند احتمال پرداخت مزایا از سوی آن‌ها به بیمه‌شده، یک درصد است؛ به‌عنوان مثال، یک شرکت بیمه تجاری که بیمه آتش سوزی می‌فروشد اگرچه یک سرمایه‌گذار نهادی است اما تعهد آن، یک متغیر تصادفی است که احتمال آن بین صفر تا یک می‌باشد؛ به‌طوری که اگر آتش سوزی اتفاق نیافتد، این شرکت، تنها سود می‌برد؛ اما در یک طرح بازنشتی، وضعیت تا حد زیادی متفاوت است؛ زیرا در طول دوره بیمه‌پردازی، یکی از سه رویداد بازنشتی، فوت یا از کارافتادگی، حتماً اتفاق می‌افتد و تعهد برای صندوق ایجاد می‌شود (Fallah Ziarani, 2004: 24). به همین جهت با توجه به اینکه یک تعهد قطعی مفروض و بالقوه برای صندوق‌های بازنشتی وجود دارد، ایفای تعهدات بیمه‌شدگان، همواره به‌عنوان یکی از اهداف اصلی سرمایه‌گذاری، تلقی می‌شود.

سوالی که در اینجا مطرح می‌شود آن است آیا صندوق‌های بازنشتی با وجود دریافت حق بیمه برای ایفای تعهدات خود لزوماً همواره مبادرت به سرمایه‌گذاری نمایند؟

در این خصوص برخی بر این عقیده‌اند: در صورتی که صندوق بازنشتی، اجراکننده طرح بازنشتی از نوع مزایای معین^۲ باشد در نظام‌های اقتصادی بدون تورم یا با تورم ناچیز، سرمایه‌گذاری آن‌ها ضرورت چندانی ندارد؛ زیرا صندوق‌های بازنشتی از زمان پیدایش تا زمان بلوغ یعنی زمانی که پرداخت مستمری بازنشتی به‌عنوان مهم‌ترین تعهد آن‌ها ایجاد شود (با توجه به اینکه بیشتر

۲. در این طرح‌ها حق بیمه پرداختی از سوی شاغلان نسل جاری، صرف پرداخت مستمری بازنشتی‌کنونی می‌شود.



صندوق‌های بازنشستگی پرداخت سی سال حق بیمه را برای احراز شرایط بازنشستگی لازم می‌دانند)، تقریباً سه دهه عمدتاً دریافت کننده حق بیمه هستند و سایر تعهدات آن‌ها عمدتاً به‌طور اتفاقی ایجاد شده و بار مالی چندانی برای صندوق ندارد؛ در نتیجه با ذخایر حق بیمه در طی سی سال در کنار دریافت حق بیمه در زمان برقراری مستمری بازنشستگی می‌توانند به آسانی تعهدات خود را ایفاء نمایند (Rostami, 2018: 24).

با این حال به نظر می‌رسد پذیرش دیدگاه فوق حتی در مواردی که صندوق اجراکننده طرح مزایای معین در یک نظام اقتصادی بدون تورم باشد بتدریج صندوق را به وضعیت بحرانی دچار نماید. در واقع به دلایل متعدد صرف اتکای به حق بیمه بدون استفاده از روش سرمایه‌گذاری، ممکن است صندوق را در ایفای تعهدات خود ناکام باقی گذارد؛ نخست آن که در برخی مقاطع زمانی به دلیل کاهش جمعیت کشور و به تبع آن کاهش تعداد بیمه‌پردازان، حق بیمه‌های دریافتی نتواند تعهدات صندوق را به خوبی تأمین نماید؛ نمونه عملی این موضوع را در نظام تأمین اجتماعی ایران در مورد برخی صندوق‌های بازنشستگی می‌توان مشاهده نمود؛ به عنوان مثال، نتایج برخی پژوهش‌ها نشان می‌دهد در مورد صندوق بازنشستگی کشوری در حال حاضر تعداد شاغلان بیمه پرداز از بازنشستگان و وظیفه‌بگیران این صندوق، پیشی گرفته است (Ghasemi Siani, 2024: 17). دوم آن که، اگرچه دارایی‌های یک صندوق بازنشستگی بتدریج رشد می‌کند اما به دلایلی چون افزایش امید به زندگی و سالمندی جمعیت، تعهدات آن معمولاً بیشتر می‌شود؛ با توجه به این موضوع در صورتی که صندوق بازنشستگی اقدام به سرمایه‌گذاری ننماید، در دراز مدت، تنها با دریافت حق بیمه قادر به ایفای تعهدات خود نخواهد بود.

بنابراین سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی برای ایفای تعهدات، امری ضروری بوده و به همین جهت در نظام حقوقی بیشتر کشورها سازکارهای قانونی آن تعیین شده است. با وجود این برخی صندوق‌های بازنشستگی برای دستیابی به این هدف با چالش‌هایی مواجه هستند. در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، کم عمق بودن یا محدودیت‌های بازار سرمایه، مداخله غیرمستقیم دولت در تصمیمات سرمایه‌گذاری و متمایل نمودن بخشی از سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی به نفع خود مانند سوق دادن صندوق‌های بازنشستگی به سوی خرید اوراق مشارکت دولتی (از طریق تصویب مقررات یا تأثیر بر مدیران صندوق به انجام چنین سرمایه‌گذاری‌هایی) که ممکن است بازدهی چندانی نداشته باشد و نیز محدودیت‌های قانونی متعدد در مورد سبد سرمایه‌گذاری یا شیوه سرمایه‌گذاری (مانند محدودیت در میزان سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های تجاری و یا سرمایه‌گذاری‌های خارجی)، مهم‌ترین چالش‌های موجود برای دستیابی به هدف ایفای تعهدات از طریق سرمایه‌گذاری هستند (Rostami & Habibnejad, 2017: 106-109). علاوه بر این در برخی کشورها تعهدات صندوق‌های بازنشستگی در اثر اصلاح قوانین و مقررات، یکباره افزایش می‌یابد و تکالیف جدیدی به صندوق‌ها تحمیل می‌شود؛ نمونه‌های متعددی از این موضوع را در نظام حقوقی ایران می‌توان مشاهده نمود؛ به‌طوری که در طی دو دهه اخیر وضع قوانین متعدد مانند قوانین مرتبط با متناسب‌سازی مستمری بازنشستگی، قوانین حمایت کننده از ایثارگران^۳ و قوانین حمایت کننده از گروه‌های آسیب پذیر و اقشار کم در آمد (مانند بیمه قالیبافان)، موجب افزایش قابل توجه تعهدات صندوق‌های بازنشستگی شده است (Sheikhinejad, 2024: 85). ایجاد چنین تعهداتی از آن جهت که در نهایت، مستمربگیران جدیدی را به شمار مستمری‌بگیران صندوق‌ها اضافه کرده است یا موجب افزایش میزان مستمری‌ها شده (بدون آن که منابع مالی آن تأمین و محاسبات بیمه‌ای آن لحاظ شود)، این صندوق‌های بیمه‌ای را ناچار نموده است خارج از محاسبات بیمه‌ای از قبل تعیین شده به افراد جدید، مستمری بپردازند. اگرچه در قوانین حمایتی فوق، دولت مکلف به تأمین بار مالی ناشی از اجرای مفاد این قوانین شده است اما از یک سو در عمل دولت در بیشتر موارد نسبت به تأمین مالی اقدام ننموده و از دیگر سو صندوق‌های بازنشستگی (حتی باوجود نبود انجام تکلیف قانونی از سوی دولت)، مکلف به اجرای مفاد قوانین حمایتی گردیده‌اند؛ بدین صورت که در بسیاری از قوانین حمایتی، صندوق بازنشستگی باید در هر صورت تعهدات ناشی از قوانین حمایتی را ایفاء نماید و بعداً برای دریافت بار مالی متحمل شده به صندوق به دولت مراجعه کند؛ به عنوان مثال، بند «خ» ماده ۸۸ قانون برنامه ششم توسعه (که در بند ۲ از قسمت

۳. مانند ماده ۲۷ قانون جامع خدمات رسانی به ایثارگران (در مورد احتساب ایام حضور در جبهه به عنوان اشتغال در مشاغل سخت و زیان آور و پرداخت حق بیمه مازاد از سوی دولت) و مواد ۸۷ و ۸۸ قانون برنامه ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی (از جمله در مورد پرداخت حق بیمه سنوات ارفاقی ایثارگران و یا پرداخت ما به التفاوت حق بیمه انتقال سوابق بیمه‌ای میان صندوق‌های بازنشستگی).



ت ماده ۳۱ قانون برنامه هفتم پیشرفت کشور نیز تجویز گردیده است)، بیان می‌دارد: «ایثارگران و فرزندان شهدا و آزادگان و جانبازان و رزمندگان با حداقل دوازده ماه سابقه حضور در جبهه برای یک بار از پرداخت ما به التفاوت برای پانزده سال سنوات بیمه ای ناشی از تغییر صندوق بیمه و بازنشستگی معافند. این مبلغ به عنوان مطالبه صندوق منتقل الیه از دولت منظور و در قالب بودجه سنواتی توسط دولت پرداخت و تسویه می‌شود.» بنابراین همان طور که مشاهده می‌شود بر اساس این بند، صندوق‌های بازنشستگی باید به تکلیف خود در مورد انتقال سوابق بیمه ای عمل نمایند و ما به التفاوت انتقال سوابق را که پرداخت آن بر عهده ایثارگر بوده است را بعد از انتقال سوابق از دولت مطالبه کنند. این رویکرد در نظام قضایی ایران نیز پذیرفته شده است؛ به طوری که برخی شعب دیوان عدالت اداری با استناد به رای وحدت رویه شماره ۳۹۴، مورخ ۱۳۸۹/۹/۲۹ هیات عمومی دیوان عدالت اداری، عدم تأمین اعتبار از سوی دولت را نافی حقوق مکتسبه اشخاص ندانسته و صندوق‌های بازنشستگی را مکلف به ایفای تعهدات ناشی از قوانین حمایتی دانسته‌اند (<https://ara.divan-edalat.ir>).

این موارد صرفنظر از اینکه موجب افزایش بدهی دولت به صندوق‌های بازنشستگی (ایجاد دیون انباشته شده) و بر هم خوردن محاسبات بیمه‌ای آن‌ها گردیده، کاهش نقدینگی صندوق‌ها را به دنبال داشته و بر سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز تاثیرگذار بوده است؛ زیرا سرمایه‌گذاری، مستلزم دارا بودن نقدینگی است و با افزایش تعهدات مالی، بخشی از نقدینگی صندوق که باید صرف سرمایه‌گذاری می‌شده است، صرف ایفای تعهدات در برابر بیمه شدگان گردیده است. کاهش نقدینگی صندوق یا فقدان نقدینگی لازم برای صندوق‌های بازنشستگی نه تنها آن‌ها را از سرمایه‌گذاری در زمان مناسب در زمینه‌های سودآور، محروم کرده و با توجه به کاهش ارزش پول و افزایش نرخ تورم، موجب فوت منفعت برای آن‌ها شده است، بلکه یکی از عوامل عمده کاهش بازدهی و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی ایران بوده است. نمونه عملی این موضوع را در مورد صندوق بازنشستگی کشوری می‌توان مشاهده نمود؛ به طوری که مطالعاتی که توسط شرکت مشاور بین‌المللی مکنزی و نیز مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی انجام شده است، نشان می‌دهد تغییرات پارامتریک ناشی از اجرای قوانین حمایتی از سوی صندوق بازنشستگی کشوری در یک دهه اخیر، تاثیر اساسی بر کسری نقدینگی این صندوق داشته است و سهم درآمد ناشی از حق بیمه از ۵۵ درصد در سال ۱۳۸۶ به ۲۸ درصد در سال ۱۳۹۴ تقلیل یافته است (Bagheri & Khorshidi, 2025: 29).

۲-۲. حفظ پایداری منابع مالی

هدف دیگر سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی که در نظام حقوق بین‌الملل و نظام‌های حقوقی داخلی مورد تأکید قرار گرفته است، «پایداری منابع مالی»^۴ است. بانک جهانی در گزارش‌های متعدد خود، پایداری منابع مالی را به عنوان یکی از اهداف اساسی صندوق‌های بازنشستگی دانسته است.

این موضوع در برخی نظام‌های حقوقی نیز مورد تأکید قرار گرفته است؛ به عنوان مثال در نظام حقوقی انگلستان، «قانون طرح‌های بازنشستگی»^۵ به موضوع پایداری منابع مالی، اشاره دارد و یکی از روش‌های پایداری منابع مالی صندوق‌های بازنشستگی را سرمایه‌گذاری دانسته است. در نظام حقوقی ایران نیز حفظ پایداری منابع مالی در برخی قوانین مورد توجه قانونگذار قرار گرفته است؛ از جمله در قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی (مصوب ۱۳۸۳)، یکی از شیوه‌های پایداری منابع مالی نهادهای تأمین اجتماعی «درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت وجوه و ذخایر سازمان‌ها، موسسات و صندوق‌های فعال در قلمروهای مختلف نظام تأمین اجتماعی» دانسته شده است (قسمت ۱۱ از بند «الف» ماده ۷). قانون برنامه هفتم پیشرفت اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی (مصوب ۱۴۰۲) نیز به عنوان آخرین اراده مقنن در این زمینه بیان می‌دارد: «به منظور کاهش ناترازی مالی سازمان‌ها و صندوق‌های بازنشستگی و جلوگیری از ناپایداری مالی و همچنین کاهش وابستگی آن‌ها به بودجه عمومی و ارتقای کیفیت و اصلاح ساختار بیمه‌های اجتماعی، از سال اول اجرای برنامه اقدامات زیر در صندوق‌های بازنشستگی انجام می‌گردد: ...» (ماده ۲۸). یکی از اقداماتی که به منظور تحقق مفاد صدر این ماده، در ذیل همین ماده به آن اشاره شده است، سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی است.

4. Financial sustainability
5. Pension Schemes Act



در نظام حقوقی ایران با وجود توجه قوانین متعدد به مساله پایداری منابع مالی، مفهوم و سازکارهای این موضوع در قوانین و مقررات تبیین نشده است؛ در خصوص مفهوم «پایداری منابع مالی» باید گفت: پایداری منابع مالی در یک بیان ساده به معنای وجود تعادل میان منابع و مصارف یک صندوق بازنشستگی است؛ همچنانکه قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، «ایجاد تعادل بین منابع و مصارف صندوق‌های بیمه‌ای» را یکی از عوامل پایداری منابع مالی دانسته است (ماده ۷).

اگرچه پایداری منابع مالی می‌تواند موجب ایفای تعهد در برابر بیمه شدگان شود، اما این دو هدف تا حدی با یکدیگر تفاوت دارند؛ از آن جهت که هدف پایداری منابع مالی، فراتر از هدف ایفای تعهدات در برابر بیمه شدگان است و نسبت به آن یک هدف بلندمدت‌تر محسوب می‌شود؛ یعنی پایداری منابع مالی صرفاً به ایفای تعهدات در برابر نسل فعلی نمی‌انديشد؛ در واقع در بسیاری موارد ممکن است منابع مالی برای ایفای تعهدات در برابر بازنشستگان فعلی کافی باشد اما تکافوی نسل‌های بعدی را ننماید.

اگرچه برای هدف پایداری منابع مالی عمدتاً سازکارهای متعددی در قوانین و مقررات تعیین می‌شود، با این حال دستیابی به این هدف از طریق سرمایه‌گذاری در برخی موارد چالش‌هایی به همراه دارد که عمدتاً مشابه با چالش‌های بیان شده برای دستیابی به هدف ایفای تعهدات در برابر بیمه شدگان هستند و برخی دیگر چالش‌های مربوط به محاسبات بیمه‌ای سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشند.

در همین راستا با توجه به ضرورت نگاه بلند مدت به سرمایه‌گذاری برای حفظ پایداری منابع مالی و تاثیر بازارهای اقتصادی محل فعالیت صندوق‌های بازنشستگی بر پایداری آن‌ها، در بسیاری از کشورهای اروپایی، صندوق‌های بازنشستگی برای تداوم بقای خود همواره این موضوع را بررسی کنند که آیا مخاطرات مختلف، توانایی آن‌ها را برای محافظت از ارزش بلندمدت دارایی‌هایشان، تهدید می‌نماید (Unep, 2024: 5). در صورتی که پاسخ به این سوال، مثبت باشد صندوق‌ها در صدد حفظ پایداری منابع مالی، به‌ویژه از طریق تغییر شیوه‌های سرمایه‌گذاری بر می‌آیند. نمونه‌هایی از این موضوع را در نظام حقوقی انگلستان می‌توان مشاهده نمود. در این کشور در مورد هر طرح بازنشستگی باید این اطمینان وجود داشته باشد که آن طرح از منابع مالی کافی برای تأمین هزینه‌های طرح، برخوردار است. به منظور اطمینان از این موضوع در نظام حقوقی انگلستان، به موجب «قانون طرح‌های بازنشستگی» لازم است دارایی موجود و هزینه‌های صندوق بازنشستگی (بویژه نقدینگی آن) از سوی یک یا چند متخصص بیمه‌ای (اکچوئر)، مورد بررسی و ارزیابی قرار گیرد. در صورتی که محاسبات بیمه‌ای، دلالت بر عدم ثبات مالی در آینده‌ای نزدیک نماید، یکی از سازکارهای حفظ ثبات مالی، اصلاح در روش‌های سرمایه‌گذاری خواهد بود (UK Pension Schemes Act, 2021). این در حالی است که در ایران مدیران بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی به ارزیابی اموال صندوق، توجه چندانی ندارند؛ به عنوان مثال یافته‌های یکی از پژوهش‌های اخیر دلالت بر آن دارد در حالی که با توجه به نرخ بالای تورم در ایران و تغییر مستمر ارزش اموال و دارایی‌های صندوق بازنشستگی کشور، ارزیابی، انجام کارشناسی و قیمت گذاری به روز اموال (بویژه دارایی‌های غیربورسی)، ضرورت دارد، اما تجدید ارزیابی دارایی‌ها به دلیل عدم صرفه اقتصادی انجام نمی‌شود (Ghasemi Siani, 2024: 39).

با توجه به چالش‌هایی که بیشتر صندوق‌های بازنشستگی ایران در دستیابی به هدف حفظ پایداری منابع مالی از طریق شیوه سرمایه‌گذاری با آن مواجه هستند برخی نویسندگان اصلاح در شیوه‌های سرمایه‌گذاری را بسیار دشوار دانسته و بجای آن، اصلاحات قانونی پارامتریک، شامل اصلاح در حق بیمه یا سن بازنشستگی را پیشنهاد کرده‌اند. علاوه بر این در برخی قوانینی که در سال‌های اخیر به تصویب رسیده‌اند، برخی اصلاحات پارامتریک را پیش بینی کرده‌اند که در میان آن‌ها می‌توان به قانون برنامه هفتم پیشرفت کشور (مصوب ۱۴۰۳) اشاره نمود؛ به عنوان مثال افزایش سنوات بیمه پردازی که عمدتاً موجب افزایش سن بازنشستگی می‌شود یکی از اصلاحات پارامتریک اخیر است که در ماده ۲۹ این قانون مقرر شده است.

اگرچه اصلاحات پارامتریک می‌تواند گامی مثبت و رو به جلو باشد با این حال به نظر می‌رسد اصلاحات پارامتریک از طریق افزایش میزان حق بیمه یا اصلاح سن بازنشستگی که در واقع به معنای افزایش مدت زمان پرداخت حق بیمه خواهد بود هر یک خود با چالش‌هایی مواجه هستند؛ زیرا افزایش حق بیمه علاوه بر اینکه موجب افزایش هزینه‌های کارفرما و در نهایت قیمت تمام شده محصول تولیدی یا خدمات می‌شود، ممکن است برخی از کارفرمایان را از تکلیف قانونی بیمه نمودن، منصرف نماید و این موضوع خود موجب کاهش موارد پرداخت حق بیمه به صندوق‌های بازنشستگی شود. علاوه بر این افزایش سن بازنشستگی، صرفنظر از تاثیر نامطلوب آن بر نظام اشتغال کشور، عمدتاً محدود بوده و به تنهایی نمی‌تواند در حفظ پایداری منابع مالی، موثر باشد.

به همین جهت به نظر می‌رسد در میان شیوه‌های مختلف دستیابی به هدف پایداری منابع مالی، برای صندوق‌های بازنشستگی ایران



به دلایل متعدد، تغییر در شیوه سرمایه‌گذاری‌ها مناسب‌تر باشد؛ نخست آن که، صندوق‌های بازنشتی ایران عمدتاً اجراکننده طرح بازنشتی از نوع اندوخته‌گذاری جزیی هستند و به علت عدم انعطاف در تغییر نرخ حق بیمه در این طرح‌های بازنشتی، مرکز ثقل تعادل بلندمدت و پایداری آن‌ها بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری استوار است.^۶

دوم آن که با توجه به آن که در ایران تورم سالانه به طور قابل توجهی افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاری سودآور و جوه دریافتی از بیمه‌شدگان موثرترین شیوه برای حفظ پایداری منابع مالی خواهد بود. به همین جهت در حال حاضر بیشتر صندوق‌های بازنشتی ایران، در سه دهه اخیر سعی نموده‌اند از طریق سرمایه‌گذاری به این هدف دست یابند. با این حال، در ایران حفظ پایداری منابع مالی از طریق سرمایه‌گذاری، عمدتاً محدود به سرمایه‌گذاری داخلی است؛ این در حالی است که بسیاری از صندوق‌های بازنشتی کشورهای در حال توسعه برای حفظ پایداری منابع مالی از روش سرمایه‌گذاری خارجی نیز استفاده می‌کنند. از آنجایی که صندوق‌های بازنشتی کشورهای در حال توسعه عمدتاً در کشورهای سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش پول ملی آن‌ها بیشتر از ارزش پول کشور خودشان است، در مواردی که تفاوت ارزش پول کشور محل پیدایش صندوق بازنشتی و کشور محل سرمایه‌گذاری آن صندوق، فاحش باشد، این سرمایه‌گذاری به شکل محسوسی، موجب افزایش دارایی صندوق و پایداری منابع مالی آن می‌شود (Mustafa, 2019: 44-45). به همین جهت ضروری است در نظام حقوقی ایران برای حفظ پایداری منابع مالی صندوق‌های بازنشتی، با اصلاح قوانین، سازکارهای مشخصی برای سرمایه‌گذاری خارجی نیز تعیین شود.

۳-۲. سودآوری

به زعم برخی نویسندگان، هدف واقعی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی، کسب سود است؛ چرا که بیشتر صندوق‌های بازنشتی با وجود آن که از امکان ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان و پایداری منابع مالی خود اطمینان دارند و دارایی آن‌ها به میزانی است که به آسانی می‌تواند آن‌ها را برای سالیان زیاد، قادر به ایفای تعهدات در مقابل بیمه‌شدگان یا حفظ پایداری نماید با این حال سرمایه‌گذاری‌های خود را متوقف ننموده و همچنان به‌طور فزاینده، مبادرت به سرمایه‌گذاری می‌کنند. در بسیاری از کشورها نمونه‌های متعددی از صندوق‌های بازنشتی را می‌توان یافت که هدف اصلی از سرمایه‌گذاری آن‌ها کسب سود یا بازده می‌باشد؛ به‌عنوان مثال در نظام حقوقی آمریکا هدف اصلی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی، افزایش بازده دانسته شده است (Yari, 2019: 25). در کشور کانادا نیز دستیابی به حداکثر بازده و حداقل ریسک با توجه به عواملی که بر بودجه و تعهدات مالی روزانه صندوق تاثیرگذار است، به‌عنوان یکی از اهداف اصلی سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتی کانادا به شمار می‌آید (جهانفر، ۱۳۹۹: ۱۴). از نظر اتحادیه اروپا نیز یکی از اهداف اولیه سرمایه‌گذاری‌های تأمین اجتماعی، سودآوری است. از نظر این سازمان، سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی باید با لحاظ ریسک قابل قبول، حداکثر بازدهی را داشته باشند و علاوه بر سود اقتصادی می‌بایست به‌گونه‌ای باشد که به رشد بلندمدت اقتصاد کشورها کمک کند؛ مانند سرمایه‌گذاری در منابع انسانی یا زیرساخت‌های حمل و نقل (Bitinas, 2019: 15).

در نظام‌های حقوقی داخلی این هدف در قوانین بسیاری از کشورها پذیرفته شده است؛ به‌عنوان مثال در کشور انگلستان هدف اصلی سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشتی، سودآوری دانسته شده و بویژه در سرمایه‌گذاری‌های خارجی صندوق‌های بازنشتی این کشور همواره بر این هدف تأکید گردیده است. صرف‌نظر از منافع مادی مستقیم ناشی از سرمایه‌گذاری خارجی، برخی نویسندگان و مدیران صندوق‌های بازنشتی بر این عقیده‌اند سرمایه‌گذاری بین‌المللی صندوق‌های بازنشتی موجب انتقال فناوری‌ها و دانش‌های جدید کسب شده به بریتانیا شده و علاوه بر صندوق برای کشور نیز منافی دارد. علاوه بر این سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، فرصتی برای نشان دادن استانداردهای بالای بنگاه‌های اقتصادی بریتانیا در خارج از کشور به شمار می‌آید که موجب افزایش اعتبار ملی و گسترش تجارت بین‌المللی بریتانیا می‌شود و در نهایت برای دولت بریتانیا و بنگاه‌های اقتصادی آن، موجد منفعت است (Fox MP, 2017: 1-2).

۶. در طرح‌های اندوخته‌گذاری جزیی از آنجایی که حق بیمه دریافتی از شاغلان باید صرف پرداخت مستمری‌ها شود معمولاً منابع مالی زیادی برای سرمایه‌گذاری وجود ندارد و منابع مالی که پس از کسر تعهدات صندوق، باقی میماند برای شرایط اضطراری در نظر گرفته می‌شود که به صورت پول نقد و یا به صورت اوراق قرضه کوتاه مدت، به‌طور عمومی یکساله نگهداری می‌شود (Fallah Ziarani, ۲۰۱۷: ۹۶).



هدف سودآوری در نظام حقوقی ایران نیز یکی از اهداف سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی دانسته شده است؛ به‌عنوان مثال «آیین‌نامه (ضوابط کلی) نحوه مدیریت وجوه، ذخایر و سرمایه‌گذاری‌های دستگاه‌های اجرایی دولتی و عمومی غیردولتی فعال در قلمروهای مختلف نظام تأمین اجتماعی و سازمان‌ها، موسسات و صندوق‌های بیمه اجتماعی و بازنشستگی کشور» (مصوب ۱۳۹۸) در تعریف سرمایه‌گذاری، بیان می‌دارد: «تخصیص بخشی از وجوه و ذخایر به طرح‌ها و پروژه‌ها و سایر فعالیت‌های اقتصادی از سوی دستگاه‌های مشمول به منظور کسب سود و با رعایت اصول و مقررات مندرج در این ضوابط (بند «الف» ماده ۱). علاوه بر این، اساسنامه بیشتر صندوق‌های بازنشستگی نیز به سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها اشاره نموده‌اند (به‌عنوان مثال بند «الف» ماده ۱۹ اساسنامه صندوق تأمین اجتماعی، مصوب ۱۳۸۹ و اساسنامه صندوق بازنشستگی کشوری، مصوب ۱۳۸۷).

اگرچه سازکارهای سودآوری سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی در نظام حقوقی بیشتر کشورها پذیرفته شده است با این حال، دستیابی به این هدف عمدتاً محدودیت‌ها و چالش‌هایی دارد. مهم‌ترین محدودیت در این زمینه امنیت سرمایه‌گذاری است؛ زیرا صندوق‌های بازنشستگی نمی‌توانند در راستای کسب سود، راه افراط در پیش گرفته و امنیت سرمایه‌گذاری‌ها را نادیده بگیرند. از نظر بیشتر کارشناسان اقتصادی، معمولاً میان سودآوری سرمایه‌گذاری و امنیت آن، رابطه معکوس وجود دارد؛ یعنی، گرایش بنگاه اقتصادی به سمت سرمایه‌گذاری در زمینه‌های بسیار سودآور، عمدتاً در مقابل، پر مخاطره بوده و امنیت سرمایه را به خطر می‌اندازد. به همین دلیل است که اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی (ایسا) در «دستورالعمل سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی» (مصوب ۲۰۱۹)، بیان داشته است: سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی باید مبتنی بر توجه همزمان به هر دو مقوله امنیت و سودآوری سرمایه‌گذاری و تا حد امکان، ایجاد تعادل میان آن‌ها باشد (ISSA, 2019: 2-3).

علاوه بر این، دستیابی به این هدف تا حد زیادی با وضعیت نظام‌های اقتصادی و حقوقی هر کشور ارتباط دارد؛ به طوری که در بسیاری موارد بویژه در کشورهای در حال توسعه مانند ایران، نظام اقتصادی با وضعیت‌هایی چون رکود اقتصادی، تنزل ارزش یک یا چند دارایی سبد سرمایه‌گذاری و محدودیت یا فقدان بازار سرمایه سودآور مواجه است و یا آن که بسترهای قانونی مناسب برای سرمایه‌گذاری سودآور وجود ندارد؛ به عنوان مثال با وجود آن که به زعم بسیاری از متخصصان حوزه سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری در بازار سهام بین‌المللی عمدتاً سودآور بوده و شرایط چنین سرمایه‌گذاری‌هایی در بازار سهام برخی کشورها برای صندوق‌های بازنشستگی ایران تا حد زیادی فراهم است با این حال در نظام حقوقی ایران از یک سو بسترهای قانونی مناسبی برای آن وجود ندارد (مانند فقدان سازکارهای سرمایه‌گذاری خارجی و شیوه حمایت از سرمایه‌گذار) و از دیگر سو قوانین و مقررات به دلایل متعدد آن را محدود می‌نمایند؛ مانند محدودیت مقرر در آیین‌نامه (ضوابط کلی) نحوه مدیریت وجوه و ذخایر و سرمایه‌گذاری (مصوب ۱۳۹۸) در خصوص محدود بودن سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در بازارهای مالی بین‌المللی در سهام شرکت‌های تجاری در قالب سرمایه‌گذاری مشترک (بند ۵ ماده ۶) آن هم حداکثر تا سقف ۲۰ درصد از ارزش روز وجوه و ذخایر (بند «ت» ماده ۷).

در نهایت به‌عنوان یکی دیگر از چالش‌های سودآوری باید به بالا بودن هزینه‌های اداره صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های زیر مجموعه آن‌ها اشاره نمود؛ چرا که صندوق‌های بازنشستگی بویژه صندوق‌های بازنشستگی عمومی یا دولتی عمدتاً دارای ساختار سازمانی گسترده بوده و برای انجام وظایف خود، نیروهای انسانی متعددی را در حوزه‌های بیمه‌ای، حسابداری، حقوقی، مدیریت، اکچوئری و غیره بکار می‌گیرند. علاوه بر هزینه دستمزدهای پرداختی به نیروهای انسانی در برخی موارد پرداخت دستمزدهای بالا به مدیران صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های زیرمجموعه یکی از چالش‌های هزینه‌های اداره صندوق‌های بازنشستگی محسوب می‌شود که می‌تواند بر نقدینگی و سودآوری سرمایه‌گذاری‌ها موثر باشد. نمونه عملی این موضوع را در نظام تأمین اجتماعی ایران طی سال‌های گذشته در خصوص دستمزد هنگفت مدیران برخی صندوق‌های بازنشستگی می‌توان مشاهده نمود. در کنار این موضوع در بسیاری موارد اداره شرکت‌های زیان‌ده یا فاقد سوددهی متعارف تابعه صندوق‌های بازنشستگی، هزینه‌های زیادی را به صندوق‌های بازنشستگی تحمیل نموده و برای هدف سودآوری، چالش محسوب می‌شود.

۳. اهداف اجتماعی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی و چالش‌های دستیابی به آن‌ها

صندوق‌های بازنشستگی، یکی از سازکارهای تحقق بیمه اجتماعی به‌عنوان مهم‌ترین حوزه نظام تأمین اجتماعی هستند؛ به همین جهت علاوه بر اهداف اقتصادی دارای برخی اهداف اجتماعی نیز می‌باشند. بر همین اساس برخی سازمان‌های بین‌المللی تأکید دارند



این نهادهای اقتصادی در همه فعالیت‌های خود از جمله سرمایه‌گذاری باید اهداف اجتماعی را نیز همواره مورد توجه قرار دهند. مهم‌ترین اهداف اجتماعی که تاکنون در سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی مورد توجه قرار گرفته است به شرح زیر است.

۳-۱. تأمین نظام پرداخت مزایا متناسب با کرامت اجتماعی

به موجب اسناد مصوب برخی سازمان‌های بین‌المللی، مزایای تأمین اجتماعی قابل پرداخت از سوی صندوق‌های بازنشستگی باید متناسب با کرامت اجتماعی یا انسانی بیمه‌شدگان باشد و یا به تعبیر دیگر هزینه‌های لازم برای داشتن حداقل استانداردهای زندگی شامل مسکن، خوراک، پوشاک، درمان، آموزش، تفریح و سرگرمی را تأمین نماید. در این خصوص اتحادیه اروپا هدف از مستمری بازنشستگی را حفظ استانداردهای زندگی سالمندان و محافظت از آن‌ها در برابر فقر دانسته است؛ به‌طوری که زندگی شرافتمندانه را در دوران پیری برای آنان تضمین نماید (Simpson & Others, 2017:15-20).

این هدف که امروزه در نظام حقوقی کشورهای عضو اتحادیه اروپا مورد پذیرش قرار گرفته است، فراتر از هدف ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان است؛ زیرا ایفای تعهد در برابر بیمه‌شدگان عمدتاً با میزان مشارکت آنان در نظام بیمه‌ای (سال‌های بیمه پردازی به صندوق بازنشستگی) ارتباط دارد و بر مبنای قواعد بیمه‌های اجتماعی که عمدتاً برگرفته از قواعد بیمه‌های خصوصی است، میزان تعهد صندوق بازنشستگی در برابر بیمه‌شدگان بر اساس میزان حق بیمه پرداختی تعیین می‌شود؛ حتی اگر تورم سالانه موجب کم شدن ارزش مستمری قابل پرداخت گردد. اما هدف تأمین نظام پرداخت مزایا متناسب با کرامت اجتماعی به صرف بیمه‌پردازی توجه ندارد بلکه به دنبال متناسب‌سازی مستمری با وضعیت بیمه‌شده صرفنظر از میزان مشارکت واقعی وی در نظام تأمین اجتماعی است.

در دهه‌های اخیر با توجه به اینکه در بسیاری از کشورها از یک سو جمعیت مسن همراه با امید به زندگی در حال افزایش بوده است و از دیگر سو تورم سالانه افزایش داشته است، بسیاری از دولت‌ها از طریق سازکارهای متعدد سعی نموده‌اند ضمن ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان، پرداخت مزایا را متناسب با کرامت اجتماعی بیمه‌شدگان نموده و کفایت مزایای قابل ارایه را نیز حفظ نمایند. یکی از ابزارهای تحقق این موضوع در برخی کشورها مانند اسکاتلند تغییرات مربوط به نظام سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی بوده است (Simpson & Others, 2017:17).

در نظام حقوقی ایران نیز کفایت مزایای تأمین اجتماعی در قانون اساسی (از جمله بند ۱۲ اصل سوم و بند ۱ اصل چهل و سوم) و برخی قوانین عادی مانند قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی، مورد توجه قرار گرفته است؛ ماده ۹ این قانون، یکی از اصول و سیاست‌های اجرایی نظام جامع تأمین اجتماعی را اصل کفایت مزایای تأمین اجتماعی دانسته و بیان داشته است: به موجب این اصل، لازم است حداقل نیازهای اساسی تأمین شود و کمیت و کیفیت مزایای تأمین اجتماعی ارتقاء یابد. بر اساس همین قانون، یکی از سازکارهای دستیابی به اصل کفایت، «درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت وجوه و ذخایر دستگاه‌های اجرایی دولتی و عمومی، سازمان‌ها، موسسات و صندوق‌های فعال در قلمروهای مختلف نظام تأمین اجتماعی» دانسته شده است (بند ۱۱ ماده ۷).

موضوع تأمین نظام پرداخت مزایا متناسب با کرامت اجتماعی به عنوان یکی از اهداف سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در نظام حقوقی برخی کشورها پذیرفته شده است؛ با این حال در دستیابی به این هدف چالش‌هایی نیز وجود دارد؛ از جمله آن که این مساله با برخی محدودیت‌های قانونی در زمینه سرمایه‌گذاری مواجه است؛ به همین جهت در برخی کشورها تحقق این هدف مستلزم آن است محدودیت‌های قانونی سرمایه‌گذاری‌ها (در راستای دستیابی به سود بیشتر)، با اصلاح قوانین، تعدیل شود تا سود حاصل شده در اثر رفع این محدودیت‌ها به متناسب سازی مزایای تأمین اجتماعی با کرامت اجتماعی بیمه‌شدگان، اختصاص یابد. علاوه بر این، با وجود تأکید قوانین بر این هدف، در بسیاری موارد مدیران صندوق‌های بازنشستگی، تمایل چندانی به تخصیص سود حاصل از سرمایه‌گذاری در راستای کفایت مزایا ندارند و تنها به ایفای تعهدات قانونی خود مقابل بیمه‌شدگان بر اساس میزان مشارکت آنان می‌اندیشند؛ به تعبیر دقیق‌تر در حالی که صندوق‌های بازنشستگی در خصوص سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های خود، دو گزینه شامل: سرمایه‌گذاری مجدد همان سود و یا تخصیص تمام یا بخشی از آن به تأمین نظام پرداخت مزایا فراتر از تعهدات قانونی، پیش رو دارند، مورد نخست را ترجیح می‌دهند.

شاید در بادی امر این عدم تمایل بر سیاست منفعت طلبانه و رویکرد کسب سود حداکثری صندوق‌های بازنشستگی دلالت نماید؛ با



این حال همواره این گونه نیست؛ زیرا در برخی موارد صندوق‌های بازنشستگی به دلیل بحران‌های مالی یا ورشکستگی به سختی قادر به ایفای تعهدات خود در برابر بیمه شدگان هستند؛ در نتیجه بناچار تمام سود حاصل از سرمایه‌گذاری را به سرمایه‌گذاری مجدد و ایفای تعهدات در برابر بیمه شدگان، اختصاص می‌دهند و سرمایه‌گذاری با هدف تأمین نظام پرداخت مزایا متناسب با کرامت اجتماعی برای آن‌ها تقریباً دست نیافتنی است. نمونه عملی این موضوع را در مورد صندوق‌های بازنشستگی ایران می‌توان مشاهده نمود؛ با وجود آن که در قوانین ایران به موضوع کفایت مزایا توجه شده است اما بیشتر صندوق‌های بازنشستگی ایران به دلیل ورشکستگی به سختی قادر به ایفای تعهدات خود در برابر بیمه شدگان هستند و قسمت زیادی از سود سرمایه‌گذاری‌ها صرف این موضوع می‌شود و عمدتاً سرمایه‌گذاری با هدف تأمین نظام پرداخت مزایا متناسب با کرامت اجتماعی چندان مورد توجه نمی‌باشد. در واقع با وجود آن که در ایران مستمری دریافتی بیشتر مستمری بگیران کفایت هزینه‌های زندگی آنان را نمی‌نماید و سرمایه‌گذاری باید سازگاری برای تحقق این موضوع باشد اما در عمل سعی شده است کفایت مزایا (بجای تأمین از طریق سرمایه‌گذاری مطلوب)، با سازکارهایی چون متناسب‌سازی مستمری‌ها که برای صندوق‌های بازنشستگی بار مالی دارد، جبران شود (Bagheri & Khorshidi, 2025: 18-19). عدم توجه به کفایت مزایا در صندوق‌های بازنشستگی باز که در آن‌ها امکان عضویت همه اشخاص فراهم است می‌تواند بر سرمایه‌گذاری تأثیر نامطلوب داشته باشد؛ از آن جهت که ممکن است موجب خروج برخی بیمه پردازان از صندوق شود و به تبع آن، کاهش حق بیمه‌های دریافتی صندوق به عنوان مهم‌ترین منبع درآمد و بخشی از منابع تأمین کننده سرمایه‌گذاری‌های آتی صندوق را به دنبال داشته باشد.

۲-۳. سرمایه‌گذاری مسئولانه

در یک قرن اخیر عوامل اجتماعی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی تأثیرگذار بوده است. مهم‌ترین نمونه این تأثیر را می‌توان در سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی مشاهده نمود (Maynard & Nikulina, 2024: 4). سرمایه‌گذاری مسئولانه^۷ که سرمایه‌گذاری با اهداف اجتماعی نیز خوانده می‌شود به معنای توجه به عوامل اجتماعی یا محیط زیستی و حکمرانی در فرایند تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری و اداره فعالیت‌های مربوط به آن است. این نوع سرمایه‌گذاری، تلفیق اهداف مالی سرمایه‌گذاران با نگرانی‌هایشان در مورد مسایل اجتماعی یا اخلاقی و محیط زیستی است (OECD, 2007: 5). در راستای سرمایه‌گذاری مسئولانه، باید عوامل سه گانه مذکور، در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار، ارزیابی و مورد تحقیق و بررسی جامع قرار گیرند؛ در رویه‌ها و سیاست‌های مالکیت، گنجانده شوند و در تخصیص دارایی، انتخاب سهام و ساختار سبد سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارند. همچنین شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیز باید متعهد به رعایت این موارد سه گانه باشند (Hierzig, 2015: 9-10). صندوق‌های بازنشستگی در سرمایه‌گذاری مسئولانه با اهداف اجتماعی عمدتاً به مواردی چون حقوق بشر، حقوق استخدامی، حقوق سلامت، برده‌داری مدرن، کار کودکان، بهداشت و ایمنی شغلی، برابری و عدم تبعیض، توجه دارند؛ به‌طوری که بر مبنای اهداف اجتماعی ممکن است سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه دولتی صادره از سوی دولت‌هایی که ناقض حقوق بشر به شمار می‌آیند، اجتناب نمایند (Sheikhinejad, 2025: 158). امروزه بسیاری از دولت‌ها در راستای سرمایه‌گذاری مسئولانه فعالان اقتصادی از جمله صندوق‌های بازنشستگی، مبادرت به وضع قوانین و مقررات متعددی نموده‌اند و بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی نیز از قواعد مربوط به سرمایه‌گذاری مسئولانه تبعیت می‌نمایند؛ به‌عنوان مثال در نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا سرمایه‌گذاری مسئولانه به‌صراحت در اساسنامه بیشتر صندوق‌های بازنشستگی، مورد اشاره واقع شده و این صندوق‌ها در سرمایه‌گذاری‌های خود به مسایل اجتماعی توجه دارند؛ به‌طوری که بر اساس گزارش وال استریت ژورنال، بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی این کشور در دهه‌های اخیر به‌طور قابل توجهی علاقه خود را از سرمایه‌گذاری صرف در سهام در حال رشد، به سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی^۸ تغییر داده‌اند (Geczy & Others, 2021: 2-3). چنین رویکردی در میان صندوق‌های بازنشستگی کشورهای عضو اتحادیه اروپا نیز قابل مشاهده است؛ به‌عنوان مثال در کشور نروژ صندوق بازنشستگی دولتی نروژ همواره از دستورالعمل اخلاقی مسوولیت سرمایه‌گذاری (مصوب ۲۰۰۴) که معیارهای مبنای حذف یا تحت نظر

7. Responsible investment

8. Value Stocks



قرار دادن شرکت‌ها (به‌عنوان گزینه‌های سرمایه‌گذاری) را بیان می‌کند، تبعیت نموده است. از جمله این معیارها تجارت در محصولاتی است که از نظر اخلاقی قابل قبول نیستند؛ مانند تنباکو، حشیش، انواع خاصی از سلاح‌ها و زغال سنگ و یا رفتارهایی که نقض فاحش هنجارهای اجتماعی یا اخلاقی به شمار می‌آیند؛ مانند نقض حقوق بشر، فساد و سایر جرایم مالی، آسیب‌های زیست محیطی و انتشار گازهای گلخانه‌ای (Council on Ethics, 2022: 21-23).

پرسشی که در اینجا پیش می‌آید آن است چرا برخی صندوق‌های بازنشستگی در سرمایه‌گذاری‌های خود به دنبال دستیابی به هدف سرمایه‌گذاری مسئولانه هستند؟

در این خصوص مدیران برخی صندوق‌های بازنشستگی بر این عقیده‌اند: سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که به مسوولیت اجتماعی شرکت‌ها در فعالیتهای تجاری خود توجه می‌کنند در بلند مدت، بیشترین منفعت را برای سهامداران، جامعه و نیز برای ذینفعان صندوق ایجاد خواهند نمود (Dutch Pension Fund of Netherland, 2016). به زعم طرفداران سرمایه‌گذاری مسئولانه علاوه بر منتفع شدن کل جامعه (شامل نسل فعلی و آینده)، سرمایه‌گذاری مسئولانه موجب کسب شهرت و اعتبار صندوق‌های بازنشستگی نیز خواهد شد که این خود یک مساله اجتماعی است.

در واقع این صندوق‌ها همانند سایر سرمایه‌گذاران با نشان دادن نگرانی خود برای مسایل اجتماعی مانند حقوق بشر به دنبال کسب شهرت اجتماعی هستند (Della Croce, 2011: 12) تا از این طریق با جلب اعتماد اجتماعی، اعضا (یا بیمه پردازان) بیشتری را به سمت خود سوق دهند.

گروه دیگری از نویسندگان، مهم‌ترین دلیل سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی را مبانی اقتصادی آن دانسته و بیان داشته‌اند: سرمایه‌گذاری مسئولانه، موجب افزایش بازده سرمایه‌گذاری، ایجاد بازدهی پایدار و بلندمدت و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. در خصوص کاهش ریسک، این گروه بر این باورند: سهام شرکت‌هایی که در درجه بالایی از رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه قرار دارند با نوسانات کمتری همراه است و به‌طور بالقوه کمتر مستعد شوک‌های سیستماتیک اقتصادی می‌باشد. در مقابل، شرکت‌هایی که از الگوهای رفتاری مطلوب در زمینه مراقبت از هنجارهای اجتماعی، محیط‌زیست و حاکمیت شرکتی پیروی نمی‌کنند، خود را در معرض خطرات حقوقی، اجتماعی و مالی قرار می‌دهند که می‌تواند توانایی آن‌ها را برای ایجاد ارزش بلندمدت در دارایی‌هایشان به خطر بیندازد (Marcilio R., 2015: 13). بررسی‌های به‌عمل آمده نشان می‌دهد: شرکت‌هایی که از نظر رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه در رتبه پایینی قرار دارند، سه برابر بیشتر از شرکت‌های دارای بالاترین رتبه از این جهت، کاهش قیمت سهام را تجربه می‌کنند. این مساله در سال‌های گذشته در زمان بروز بحران ناشی از کرونا به اثبات رسیده است (Geczy, 2021: 7-9). علاوه بر این، بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی به دلیل بهره‌مندی از کمک‌های مالی دولتی یا معافیت‌های قانونی تمایل به سرمایه‌گذاری مسئولانه دارند؛ زیرا امروزه در برخی کشورها بسیاری از نهادهای مالی که در راستای سرمایه‌گذاری مسئولانه، مسایل زیست محیطی را رعایت می‌کنند از یارانه‌های دولتی بهره‌مند می‌شوند و یا مشمول معافیت مالیاتی می‌گردند (Green, 2022: 2-5). با توجه به اینکه این امتیازها و معافیت‌ها مزیت مالی برای صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه به دنبال دارد، یکی از مهم‌ترین دلایل اقتصادی است که آن‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری مسئولانه سوق داده است (شیخی نژاد، ۱۴۰۳: ۱۶۰-۱۶۱).

با این حال، سرمایه‌گذاری مسئولانه با وجود منافع که دارد با چالش‌های متعددی نیز همراه است؛ نخستین چالش آن است که شناسایی شرکت‌های با سرمایه‌گذاری مسئولانه، مستلزم بررسی دقیق دارایی‌های همه شرکت‌های منتخب برای سرمایه‌گذاری است. در واقع باید دیده شود چه مقدار از دارایی یک شرکت (هدف سرمایه‌گذاری) بر مبنای رعایت سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی، اخلاقی یا زیست محیطی، تشکیل شده است. احراز این مساله، مستلزم بررسی جامع است که دشواری‌های خاص خود را دارد؛ از آن جهت که در برخی موارد، شرکت‌ها بدون اعتقاد واقعی به سرمایه‌گذاری مسئولانه، تنها ادعای سرمایه‌گذاری مسئولانه دارند و حتی در این راستا مبادرت به اغراق می‌کنند (Green, 2022: 7-8). به همین جهت، تشخیص شرکت‌هایی که به‌طور واقعی اصل مسئولانه بودن سرمایه‌گذاری را رعایت می‌کنند، دشوار می‌گردد. این دشواری‌ها زمانی که هدف سرمایه‌گذاری، سهام شرکت‌های تجاری فعال در قلمرو کشورهای دیگر باشد، بیشتر است؛ زیرا جمع‌آوری داده‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری مسئولانه شرکتی که در قلمرو کشور دیگر فعال است، دشوارتر است. علاوه بر این، همه شرکت‌های تجاری به‌طور داوطلبانه اطلاعات مربوط به عملکرد رعایت معیارهای اجتماعی، محیط زیستی و حکمرانی خود را منتشر نمی‌کنند؛ از آن جهت که افشای نقض اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه ممکن است موجب



کاهش ارزش سهام آن‌ها و خروج برخی از سرمایه‌گذاران شود (Geczy, 2021: 7-9). این مساله برای صندوق‌های بازنشستگی که تمایل به سرمایه‌گذاری خارجی مسئولانه دارند، یک چالش جدی‌تر به شمار می‌آید.

دومین چالش سرمایه‌گذاری مسئولانه، دشواری انتخاب پرتفوی می‌باشد؛ چرا که انتخاب پرتفوی برای یک صندوق بازنشستگی رعایت‌کننده معیارهای اجتماعی، محیطی زیستی و حکمرانی، به‌طور کلی فرایند پیچیده‌تری نسبت به انتخاب پرتفوی برای یک صندوق معمولی دارد؛ به‌عنوان مثال در مواردی که موضوع سرمایه‌گذاری مسئولانه، سهام شرکت‌های تجاری است، رتبه‌بندی عوامل اجتماعی، محیطی زیستی و حکمرانی به‌طور گسترده، متفاوت است؛ به‌طوری که یک شرکت ممکن است بر اساس برخی معیارها (حسب مورد معیار محیط زیستی، اجتماعی یا حکمرانی) رتبه بالایی دریافت کند اما در برخی معیارهای دیگر به دلیل امتیاز کمتر در مرتبه پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها باشد (Geczy, 2021: 7-9). این مساله، موجب می‌شود برآوردهای متفاوتی از سوی مخاطبان (سهامداران فعلی و بالقوه)، ایجاد شود؛ به‌طوری که برخی یک مورد خاص را در حد اعلا رعایت سرمایه‌گذاری مسئولانه بدانند و برخی دیگر، چنین دیدگاهی نداشته باشند. بر همین اساس ممکن است شرکت‌هایی که داخل در ده درصد برتر برای یک رتبه‌دهنده هستند، در پایین‌ترین جایگاه از نظر رتبه‌دهنده دیگر باشند.

سومین چالش در زمینه دستیابی به هدف سرمایه‌گذاری مسئولانه، هزینه‌بر بودن آن است؛ از آن جهت که سرمایه‌گذاری مسئولانه، مستلزم جستجوی دقیق و جامع در مورد گزینه‌های متعدد سرمایه‌گذاری به منظور دستیابی به اطلاعات موثق است؛ بویژه در مواردی که سرمایه‌گذاری خارجی غیرمستقیم جزو گزینه‌های سرمایه‌گذاری یک صندوق باشد. در همین راستا مدیران صندوق‌ها باید زمان و هزینه بیشتری را برای تحقیق در مورد شرکت‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، صرف کنند. این اقدامات (نسبت به سرمایه‌گذاری‌های معمولی) عمدتاً به هزینه‌های مدیریتی بیشتری نیاز دارند (Green, 2022: 7-8). علاوه بر این، سرمایه‌گذاری مسئولانه، ممکن است در برخی موارد، تعهداتی را ایجاد کند که صندوق بازنشستگی، از نظر مالی، آمادگی اجرای آن را نداشته باشد (Hampole, 2019: 3-4) و یا هزینه پیش‌بینی نشده‌ای را به صندوق، تحمیل نماید؛ به‌عنوان مثال، زمانی که صندوق با نقض فاحش حقوق بشر از سوی شرکت خارجی که در سهام آن سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی کرده است، مواجه می‌شود و تصمیم می‌گیرد، سرمایه خود را از آن، خارج کند، در راستای رعایت بازدهی سرمایه‌گذاری به‌طور معمول باید به انتخاب گزینه سرمایه‌گذاری مناسب‌تر از آن و یا حداقل همانند آن مبادرت نماید؛ این در حالی است که ممکن است صندوق در آن بازه زمانی نتواند چنین گزینه‌ای را بیابد؛ در واقع، در صورت یافت نشدن گزینه سرمایه‌گذاری جایگزین مناسب، از این حیث، صندوق ممکن است، متضرر شود. این ضرر در مواردی که بازار سرمایه محدود است و نظام اقتصادی در وضعیت افزایش تورم بسر میبرد، با توجه به کاهش تدریجی ارزش نقدینگی، مشهودتر است.

با توجه به اینکه در نظام حقوقی ایران در قوانین و مقررات، سرمایه‌گذاری مسئولانه جزو اهداف سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی تعیین نشده است این سوال مطرح می‌شود، صندوق‌های بازنشستگی ایران در صورتی که در آینده، قصد سرمایه‌گذاری مسئولانه داشته باشند با چه چالش‌های احتمالی مواجه خواهند بود؟

در پاسخ باید گفت: صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران در درجه نخست، فاقد دانش و اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاری مسئولانه می‌باشند؛ به دلیل آن که از یک سو، به جهت عدم توجه مقنن ایرانی به سرمایه‌گذاری مسئولانه، ادبیات حقوقی این موضوع برای مدیران صندوق‌های بازنشستگی ایران، ناآشناست و در تجویز یا عدم تجویز این نوع سرمایه‌گذاری، از سوی برخی از آنان، تردید وجود دارد. از دیگر سو، یکی از عوامل پایه‌ای برای امکان سرمایه‌گذاری مسئولانه، آگاهی کامل صندوق‌ها از سبد دارایی شرکت‌های تجاری (به‌عنوان مهم‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در ایران) است؛ حال آن که در ایران بسیاری از شرکت‌های تجاری، اصل شفافیت اطلاعات را رعایت ننموده و عملکرد مالی، نوع و میزان دارایی آن‌ها به‌طور دقیق مشخص نمی‌باشد. چالش دیگر در این زمینه، دشواری انتخاب پرتفوی می‌باشد؛ چرا که در حال حاضر صندوق‌های بازنشستگی ایران در سرمایه‌گذاری‌های خود با مشکل محدودیت بازار سرمایه مواجه هستند؛ به‌طوری که به دلیل محدود بودن گزینه‌های سرمایه‌گذاری و فراهم نبودن بسترهای سرمایه‌گذاری بین‌المللی، انتخاب پرتفوی مناسب که بازدهی کافی را به همراه داشته باشد، برای آن‌ها یک چالش اساسی به شمار می‌آید (Rostami & Habib, 2017: 106)؛ بدون تردید، سرمایه‌گذاری مسئولانه که موجب اجتناب از سرمایه‌گذاری در برخی گزینه‌های سرمایه‌گذاری و یا خارج نمودن سرمایه از برخی دارایی‌ها (مانند سهام برخی شرکت‌ها) خواهد شد، سبب محدودیت و دشواری بیشتر در انتخاب پرتفوی



خواهد شد. در نهایت به عنوان چالشی دیگر باید به هزینه‌بر بودن سرمایه‌گذاری مسئولانه برای صندوق‌های بازنشتی ایران اشاره نمود؛ از آن جهت که بیشتر صندوق‌های بازنشتی ایران از نظر استانداردهای سازمان بین‌المللی کار، ورشکسته بوده و یا در آستانه ورشکستگی قرار دارند (Maleki & others, 2024, 19-20). به همین جهت، هر اقدامی که موجب افزایش هزینه‌های آن‌ها گردد بر وضعیت بحرانی آن‌ها خواهد افزود؛ بنابراین در صورتی که سرمایه‌گذاری مسئولانه با حمایت‌ها و مشوق‌های دولتی (مانند معافیت‌های مالی) همراه نباشد تا افزایش هزینه‌های ناشی از سرمایه‌گذاری مسئولانه را جبران کند، بحران مالی صندوق‌ها را عمیق‌تر خواهد نمود.

۴. نتیجه‌گیری

امروزه در نظام حقوقی بسیاری از کشورها موضوع سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در قوانین پیش‌بینی شده است و اهداف چنین سرمایه‌گذاری‌هایی نیز تعیین گردیده است که عمدتاً شامل اهداف اقتصادی یا اجتماعی است. با این حال در برخی موارد، ممکن است صندوق‌ها به دلایل مختلف در دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده در قوانین با چالش‌هایی مواجه شوند. با توجه به اینکه در نظام حقوقی ایران سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در قوانین و مقررات مختلف مورد توجه قرار گرفته است مقاله کنونی به بررسی اهداف سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی و چالش‌های موجود در دستیابی به آن‌ها پرداخته است. یافته‌های این مقاله نشان می‌دهد به موجب اسناد مصوب سازمان‌های بین‌المللی و قوانین برخی کشورها، ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان، حفظ پایداری منابع مالی و سودآوری، مهم‌ترین اهداف اقتصادی و تأمین نظام پرداخت مزایا متناسب با کرامت اجتماعی و سرمایه‌گذاری مسئولانه، مهم‌ترین اهداف اجتماعی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی هستند؛ با این حال در میان اهداف فوق، سرمایه‌گذاری مسئولانه در نظام حقوقی ایران مورد توجه قانونگذار قرار نگرفته است.

صندوق‌های بازنشتی ایران برای دستیابی به اهداف قانونی خود با چالش‌های متعددی چون عدم کفایت قوانین و مقررات موجود و قوانین و مقررات نامتناسب در زمینه سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های قانونی متعدد در مورد سبد سرمایه‌گذاری یا شیوه سرمایه‌گذاری، فقدان نقدینگی کافی برای سرمایه‌گذاری، کم عمق بودن یا محدودیت‌های بازار سرمایه، مداخله غیرمستقیم دولت در تصمیمات سرمایه‌گذاری و متمایل نمودن بخشی از سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی به نفع خود، مواجه هستند. با توجه به چالش‌های حقوقی و فراحقوقی موجود، به منظور تعدیل مشکلات، انجام اصلاحات قانونی در قواعد مربوط به سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی از جمله تعدیل محدودیت‌های قانونی در پرتفوی و فراهم سازی بسترهای قانونی سرمایه‌گذاری بین‌المللی صندوق‌های بازنشتی ایران و تعیین سازکارهای قانونی مشخص برای حمایت از سرمایه‌گذاری بین‌المللی و نیز تدوین «ضوابط سرمایه‌گذاری سازمان‌ها و صندوق‌های بازنشتی» (تکلیف مقرر در بند پ ماده ۲۸ قانون برنامه هفتم پیشرفت کشور) با بهره‌گیری از قوانین و مقررات کشورهای پیش رو در زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی بویژه سرمایه‌گذاری خارجی، ضرورت دارد.



References

1. Aliu, F. & Knapkova, A., (2017). "Portfolio Risk of International Diversification of Kosovo Pension Fund: A Historical Perspective", *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*. 65(28), DOI: <https://doi.org/10.11118/actaun201765010237>
2. Azarbadgan, A. (2016). "Investment Requirements in Pension Funds", a collection of lectures for the pre-conference sessions of the Pension Funds Conference; Challenges and solutions, Tehran, High Institute for Social Security Research, [Jin Persian].
3. Bagheri, Y. & Khoshri, M. (2025). Investigating the Status of the National Pension Fund; Challenges and Solutions, Expert Report of the Research Center of the Islamic Consultative Assembly, [Jin Persian].
4. Bitinas, A.(2019). Social Security Investments for the Sustainability of the Future Pension Guarantees, Madrid.
5. Council on Ethics for the Norwegian Government Pension Fund Global, 2022
6. Fallah Ziarani, A. (2004). "Tools and Limitations of Pension Fund Investments; A Comparative Comparison with the Social Security Organization", *Social Security Quarterly*, No. 17, [Jin Persian].
7. Fallah Ziarani, A. (2017). Investment Policy Document of a Pension Fund; Existential philosophy, conceptual framework, components and requirements, under the supervision of Saba Retirement Strategies Institute, Tehran, Refah, First Edition, [Jin Persian].
8. Fox MP, L. (2017), Supporting overseas investment by British companies can bring vast benefits to the UK, available at: <https://www.linkedin.com/pulse/supporting-overseas-investment-british-companies-can-bring-fox-mp>,
9. Ghasemi S, M. (2024). Review of the performance of the National Pension Fund's investments, expert report of the Islamic Consultative Assembly Research Center, Tehran, [Jin Persian].
10. Geczy, C & Others, "How Far Could Pension Funds Drive Sustainable Investing?", *Knowledge at Wharton Journal*, University of Pennsylvania, 2021,
11. Hierzig, S., *Swiss Pension Funds and Responsible Investment*, 2015,
12. Ingram, D., *A Guide to Responsible Investment Reporting in Public Equity*, Version 1; 2015,
13. Investment Climate Statements: Greece, 2022, available at: <https://www.state.gov/reports/2022-investment-climate-statements/greece/>,
14. ISSA, *ISSA Guidelines on investment of social security funds*, September 2019,
15. Jahanfar, N. (2010). *Investment Statement in Selected Pension Funds*, Tehran, Saba Pension Strategies Institute, First Edition, [Jin Persian].
16. Maleki, M. R. & Others(2024). *Instability of Pension Funds; 2: Series of Reports on the Dynamics of Country Challenges*, Tehran, Research Center of the Islamic Consultative Assembly, [Jin Persian].
17. Maynard, P & Nikulina, L, *Considering Social Factors in Pension Scheme Investments: Guide from the Taskforce on Social Factors*, Final Report, March 2024,
18. Ministry of Finance, *Ethical guidelines Responsible Investing*, 2022,
19. Mustafa, A. M. M., "The Relationship between Foreign Direct Investment and Inflation: Econometric Analysis and Forecasts in the Case of Sri Lanka", *Journal of Politics and Law*; Vol. 12, No. 2; 2019, DOI: 10.5539/jpl.v12n2p44
20. OECD, *Recent Trends and Regulatory Implications of Socially Responsible Investment Investment for Pension Funds*, 2007,
21. OECD, *Regulation of Insurance Company and Pension Fund Investment*; OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, September 2015,
22. OECD, *Survey of Investment Regulation of Pension Funds* OECD Secretariat, 2024,
23. Rostami, M. (2018). A proper legal model for pension funds in the Iranian social security system, Tehran, Mizan, First issue, [Jin Persian]
24. Rostami, M and Habibnejad, A. (2017). "Investigation of Iranian Pension Funds Investment in Light of Investment Principles", *Private Law Quarterly*, Volume 14, Issue 1, [Jin Persian]. DOI: <https://doi.org/10.22059/jolt.2017.226897.1006308>
25. Schücking, H., *Dirty & Dangerous; The Norwegian Government Pension Fund's Coal Investments*, Published by urgewald, *Framtiden i våre hender* and Greenpeace Norway, 2014,
26. Sheikhejad, Z. (2024). "Responsible Investment of Pension Funds; Ethical Considerations and Challenges", *Private Law Quarterly*, Volume 21, No. 1, [Jin Persian]. DOI:10.22059/jolt.2023.360085.1007206
27. Sheikhejad, Z. (2025). *Legal Challenges of Foreign Investment of Iranian Insurance Funds; A Comparative Study of the European Union and the United States*, PhD Thesis in Private Law, Tehran, Islamic Azad University, Research Sciences Branch, [Jin Persian].
28. UK Pension Schemes Act, 2021, available at: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2021/1/contents/enacted/data.htm>,
29. Davis, E. Philip, *Pension funds, financial intermediation and the new financial landscape*, Published in: *Finanzmärkte im Umbruch*, Berlin, 2000,
30. *National Security and Investment Act 2021*
31. UNEP, *Progress and Priorities; Reviewing Sustainability in Key Pension Systems*, nited Nations Environment Programme Finance Initiative, 2024
32. Yari, H. (2019). *Principles of Optimal Investment of Social Security Fund Resources*, Tehran, Higher Institute for Social Security Research, First Edition, [Jin Persian]