

بازارهای مالی و توسعه اقتصادی نگاهی به نقش سیستم‌های مستمري بر بازارهای مالی و توسعه اقتصادی

تهیه و تنظیم: مجتبی قاسمی

واحد مطالعات و تحقیقات بیمه ای
موسسه حسابرسی
صندوق بازنشستگی کشوری

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

پیش گفتار

از ابزارهای توسعه و پیشرفت، سرمایه گذاری و تشکیل سرمایه درسطوح کلان و خرد است. یکی از فرصت‌هایی که می‌تواند بر حجم بازار سرمایه و کارآیی آن تاثیر بسزایی داشته باشد، صندوقهای مستمری است که می‌تواند به عنوان منبعی پایدار برای تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری تلقی شود. اما در ایران به دلیل نوع نظام سیستم های مستمری و گذر آنها از نقطه سربه سری این فرصت از دست رفته است و با توجه به مکانیسم تامین مالی کسری و جوه مستمریهای پرداختی از طریق بودجه عمومی دولت، بخشندگی سیستم‌ها در برخی از زمینه ها و نیز پیگیری سیاستهایی نظیر بازنشستگی پیش از موعد موجب گردیده که صندوقهای مستمری بازنشستگی نه تنها قادر به ایفای نقش موثر در تامین مالی سرمایه‌گذاران نباشند بلکه به دلیل نیاز به تامین مالی از بودجه عمومی بخشی از توان دولت در این زمینه را نیز بکاهند.

در این گزارش تلاش شده تا نقش سیستم های مستمری بر بازارهای مالی و توسعه اقتصادی مورد بیان قرار گرفته و ضرورت اصلاح در نظام بازنشستگی ایران تبیین گردد.

واحد مطالعات و تحقیقات بیمه ای

موسسه حسابرسی

صندوق بازنشستگی کشوری

شهریور ۱۳۸۸

فهرست

- ۱- مقدمه..... ۱
- ۲- مدل رشد نئوکلاسیک (مدل سولو - سان)..... ۳
- ۲-۱- انباشت سرمایه..... ۴
- ۳- انواع سیستمهای مستمری و نقش آنها در بازارهای مالی..... ۱۲
- ۴- بررسی وضعیت صندوقهای مستمری در ایران و تاثیر آنها بر بازار سرمایه..... ۱۸
- ۵- جمعبندی..... ۲۲
- ۶- منابع:..... ۲۴

۱- مقدمه

ارتباط میان پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری یا در بازارهای مالی و یا توسط واسطه‌های مالی^۱ نظیر بانکهای تجاری فراهم می‌شود. کارایی و عملکرد مثبت بازارها و واسطه‌های مالی با تاثیرگذاری بر میزان کیفیت سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از ارکان اصلی رشد و توسعه اقتصادی، از اهمیت بالایی در اقتصاد برخوردار است. بازارهای مالی و واسطه‌های مالی نقش مهم و بسزایی در شکوفایی اقتصاد دارند. در واقع وجود و کارکرد اصلی بازارهای مالی و واسطه‌های مالی، ایجاد زمینه برقراری ارتباط میان پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران است. ممکن است افرادی باشند که مازاد منابع مالی داشته و هیچ برنامه‌ای نیز برای آن نداشته باشند. در عین حال افراد دیگری نیز باشند که دارای ایده‌های فراوانی هستند که به دلیل کمبود منابع مالی قادر به پیگیری آنها نباشند. برقراری ارتباط میان این دو دسته از افراد می‌تواند با تاثیر بر طرف تولید و عرضه اقتصاد و ایجاد زمینه مالی برای کارآفرینان، کارایی اقتصاد را در مجموع افزایش دهد. در این حالت و با وجود بازارهای مالی یا واسطه‌های مالی (نظیر بانکهای تجاری، صندوق‌های مستمری) یک بازی برد - برد^۲ میان پس‌اندازکنندگان و وام‌گیرندگان شکل خواهد گرفت. حتی در موارد دیگری از جمله گرفتن وام مسکن، وام خرید خودرو و ... این بازی باز هم قابل تصور می‌باشد. بنابراین وجود بازارهای مالی و واسطه‌های مالی و کارکرد صحیح آنها، نقش مهمی در اقتصاد خواهد داشت.

^۱ Financial intermediates

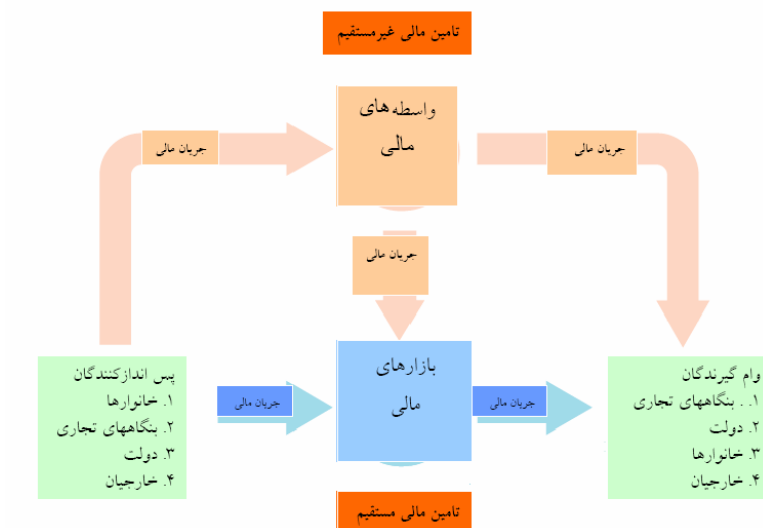
^۲ Win-Win game

به طور کلی افراد، دولت و بنگاه‌ها جهت تامین کمبود منابع مالی خود با دو گزینه روبرو هستند:

۱. تامین منابع مالی به طور مستقیم و از طریق بازارهای مالی (بازار سهام، بازار اوراق قرضه)

۲. تامین منابع مالی به طور غیرمستقیم و از طریق واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری.

نحوه تامین منابع مالی در اقتصاد در شکل ۱ نشان داده شده است. عمده پس‌انداز کنندگان در اقتصاد خانوارها هستند که مازاد درآمد خود از مصرف را به شکل سپرده نزد بانکها و یا به صورت خرید سهام یا اوراق قرضه نگهداری می‌کنند. وام‌گیرندگان نیز ترکیبی از خانوارها، بنگاهها و دولت هستند که عمده آنها بنگاه‌هایی می‌باشند که برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود نیاز به وام دارند.



شکل ۱- راههای مختلف تامین مالی در اقتصاد
منبع: Friedrich Mishkin, ۲۰۰۶

طبق شکل صفحه قبل وام گیرندگان کمبود منابع مالی خود را مستقیماً از بازارهای مالی و یا به طور غیرمستقیم از طریق واسطه های مالی تامین می کنند.

صندوق های مستمری نیز به لحاظ برخورداری از منابع مالی که به صورت حق بیمه در اختیار آنها قرار می گیرد، به عنوان یک واسطه مالی می توانند در انواع بازارهای مالی از جمله بازار سهام نقش فعالی داشته باشند. با توجه به اینکه افراد در طول دوران کاری خود بخشی از درآمدشان را به صورت حق بیمه پرداخت می کنند، منابع ورودی به صندوق های مستمری به طور نسبی پایدارتر نیز می باشند. با در دست داشتن این منابع مالی صندوق مستمری می تواند یک سبد دارایی^۳ برای خود تشکیل دهد و این منابع را به صورتهای مختلف در اختیار وام گیرندگان قرار دهد. به طور مثال می تواند بخشی از سهام یک بنگاه تجاری را خریداری نماید.

۲- مدل رشد نئو کلاسیک (مدل سولو - سان)^۴

برای اندازه گیری میزان رشد اقتصادی از داده های مربوط به تولید ناخالص داخلی (GDP^۵) استفاده می شود که طبق تعریف عبارت است از کل درآمد افراد فعال اقتصادی در یک دوره مشخص زمانی مثلاً یک سال. مقایسه سطح استانداردهای زندگی در طول زمان حاکی از آن است که این استانداردها نسبت به قبل افزایش چشمگیری داشته است سوال اساسی که در مورد رشد اقتصادی به نظر می رسد این است که

^۳ Portfolio

۴ - رابرت سولو از اقتصاددانان بنام آمریکا و دانشگاه MIT است که برنده جایزه نوبل اقتصاد در سال ۱۹۸۷ نیز می باشد. سان نیز از اقتصاددانان بنام آمریکایی است که با سولو همکاری های علمی داشته است.

۵ Solow- Sawn Model

^۶ Gross Domestic Product

چه عواملی بر رشد اقتصادی و افزایش استانداردهای زندگی تاثیرگذار هستند؟ اختلاف درآمدها و استانداردهای زندگی در کشورهای مختلف ناشی از چیست؟

در ادامه با استفاده از بخش‌هایی از مدل رشد سولو، یکی از عوامل موثر بر رشد اقتصادی در طول زمان و نیز سطح تولید در یک اقتصاد تشریح خواهد شد.

۲-۱- انباشت سرمایه^۷

مدل رشد سولو چگونگی تاثیر انباشت سرمایه، افزایش نیروی کار و پیشرفت‌های تکنولوژیک را بر میزان کل تولید کالاها و خدمات در اقتصاد نشان می‌دهد. در ابتدا با تحلیل عرضه و تقاضا چگونگی انباشت سرمایه در اقتصاد تشریح می‌گردد. با کمک این مکانیسم علاوه بر تعیین میزان تولید صورت گرفته در اقتصاد، نحوه تخصیص آن بین مصرف و پس‌انداز نیز مشخص خواهد شد.

عرضه کالاها و خدمات و تابع تولید

در مدل سولو عرضه کالاها بر مبنای تابع تولید^۸ زیر خواهد بود که در آن تولید صورت گرفته در اقتصاد تابعی از میزان سرمایه موجود و نیروی کار است:

$$Y = F(L, K)$$

در رابطه بالا Y ، L و K به ترتیب تولید کل، تعداد نیروی کار و میزان سرمایه موجود در اقتصاد هستند. در اینجا فرض بر این است که تابع تولید مزبور دارای بازدهی ثابت نسبت به مقیاس^۹ است.

^۷ Capital Accumulation

^۸ Production Function

^۹ Constant Return To Scale

به عبارت دیگر اگر در این تابع تمام عوامل تولید Z برابر شوند، میزان تولید نیز Z برابر خواهد شد. به عبارت دقیق تر رابطه زیر را خواهیم داشت:

$$zY = F(zL, zK)$$

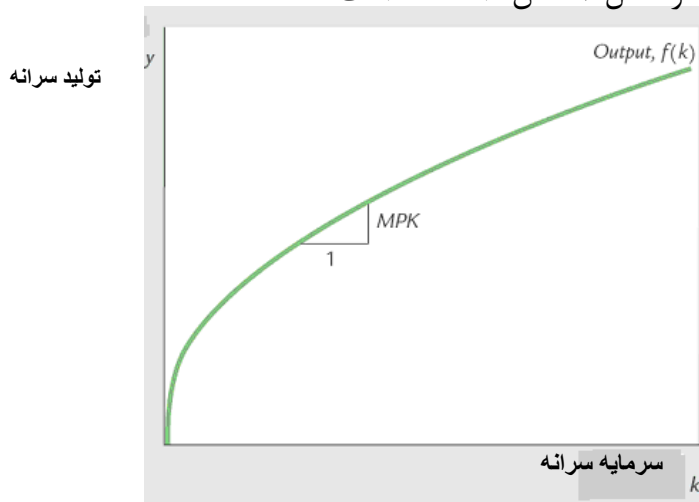
با در نظر گرفتن تابع تولید با بازدهی ثابت نسبت به مقیاس، می توان انواع تحلیل ها را با مقادیر مختلف نیروی کار انجام داد. به طور مثال با قرار دادن $z = \frac{1}{L}$ در رابطه بالا خواهیم داشت:

$$\frac{Y}{L} = F\left(\frac{K}{L}, 1\right)$$

طبق رابطه بالا تولید سرانه $\left(\frac{Y}{L}\right)$ به ازای نیروی کار تابعی از سرمایه سرانه $\left(\frac{K}{L}\right)$ است. با قرار دادن $y = \frac{Y}{L}$ و $k = \frac{K}{L}$ ، رابطه زیر به دست می آید:

$$y = f(k)$$

این تابع تولید در شکل ۲ نشان داده شده است.



شکل ۲ - تابع تولید سرانه

منبع: Mankiew, ۲۰۰۵

شیب نمودار بالا تولید نهایی سرمایه ($MPK^{1'}$) را نشان می‌دهد که طبق تعریف عبارت است از افزایش در تولید کل که ناشی از یک واحد افزایش در میزان سرمایه سرانه است. همان طور که از نمودار پیداست سبب آن در سطوح بالاتر سرمایه کمتر می‌شود که در واقع ناشی از نزولی بودن MPK است.

تقاضای کالاها و تابع مصرف

تقاضای کالاها و خدمات از مصرف و سرمایه‌گذاری ناشی می‌گردد. به عبارت دیگر تولید سرانه نیروی کار (y)، بین مصرف سرانه نیروی کار (c) و سرمایه‌گذاری سرانه نیروی کار (i) تخصیص داده می‌شود. به عبارت دیگر:

$$y = c + i$$

رابطه بالا در واقع معادله درآمد ملی به صورت سرانه است که در آن خریدهای دولت و خالص صادرات جهت سادگی بیان موضوع کنار گذاشته شده‌اند.

افراد سالانه بخشی از درآمد خود را پس‌انداز و بخش دیگر آن را مصرف می‌کنند. به عبارت دیگر تابع مصرف افراد به صورت زیر خواهد بود که در آن s ، نرخ پس‌انداز است:

$$c = (1 - s)y \quad 0 \leq s \leq 1$$

در واقع انواع سیاست‌هایی که توسط دولت اعمال می‌شود می‌تواند بر نرخ پس‌انداز اقتصاد تاثیرگذار باشد. آنچه که در حال حاضر به دنبال آن هستیم تاثیر پس‌انداز بر سرمایه‌گذاری و انباشت سرمایه در اقتصاد است. لذا فعلاً فرض می‌شود که نرخ پس‌انداز ثابت و داده شده است.

^{1'} Marginal Product Of Capital

برای تبیین ارتباط میان تابع پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، به جای مصرف در معادله درآمد ملی سرانه، معادل آن را قرار می‌دهیم که به صورت زیر در می‌آید:

$$y = (1 - s)y + i \quad \rightarrow \quad i = sy$$

طبق روابط بالا سرمایه‌گذاری با پس‌انداز برابر خواهد بود که این به طور ضمنی بدان معناست که سرمایه‌گذاری‌ها در اقتصاد از محل پس‌اندازهای صورت گرفته تامین مالی می‌شوند.

بنابراین دو جزء اساسی از مدل سولو تشریح گردید. این دو جزء عبارتند از تابع تولید $y = f(k)$ و نرخ پس‌انداز (S). این دو جزء، وضعیت اقتصاد را در هر لحظه از زمان تشریح می‌کنند. برای سطح مشخصی از k ، تابع تولید نشان می‌دهد که چه میزان تولید در اقتصاد صورت می‌گیرد و نرخ پس‌انداز نیز تخصیص تولید صورت گرفته بین مصرف و پس‌انداز و در نتیجه سرمایه‌گذاری را مشخص خواهد کرد.

رشد موجودی سرمایه و حالت پایدار

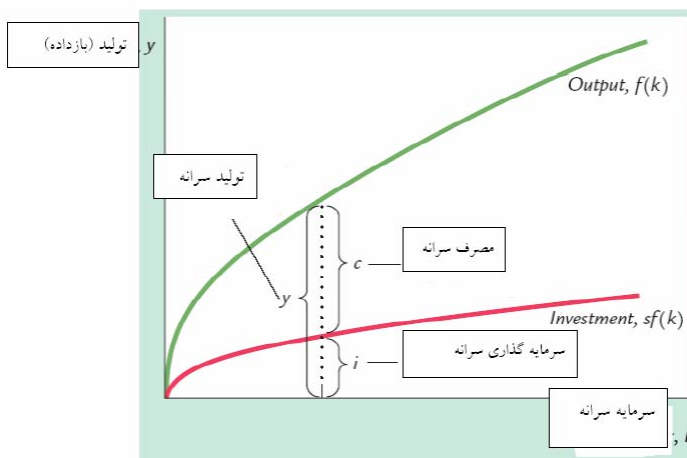
در هر لحظه از زمان موجودی سرمایه یک عنصر کلیدی در تعیین بازده^{۱۱} اقتصاد بوده و تغییرات آن منجر به تغییر بازده و در نتیجه رشد اقتصادی خواهد شد. در واقع دو عامل هستند که بر میزان موجوی سرمایه در طول زمان تاثیرگذار هستند. یکی سرمایه‌گذاری بر روی تجهیزات تولیدی جدید است که موجودی سرمایه را افزایش می‌دهد و دیگری استهلاک سرمایه‌های موجود است که با کاهش موجودی سرمایه همراه خواهد بود.

^{۱۱} Output

در بخش قبلی دیدیم که سرمایه‌گذاری صورت گرفته در اقتصاد از محل پس‌اندازهای موجود در اقتصاد است. با جایگذاری $y = f(k)$ در رابطه سرمایه‌گذاری خواهیم داشت:

$$i = sy = sf(k)$$

رابطه بالا میزان انباشت سرمایه‌های جدید در اقتصاد (i) را به سطح سرمایه موجود (k) ارتباط می‌دهد. شکل ۳ میزان تولید صورت گرفته در اقتصاد و نحوه تخصیص آن میان مصرف و پس‌انداز را نشان می‌دهد. در شکل نرخ پس‌انداز است که مشخص می‌کند چه میزان از تولید و درآمد کل به پس‌انداز و در نتیجه سرمایه‌گذاری اختصاص می‌یابد.



شکل ۳- نحوه تخصیص تولید سرانه میان مصرف و سرمایه‌گذاری
منبع: Mankiew, ۲۰۰۵

سرمایه‌گذاری‌های جدید به شکل انباشت سرمایه، به موجودی سرمایه کل اقتصاد می‌افزاید، حال آنکه بخشی از سرمایه‌های موجود در فرآیند تولید مستهلک می‌شوند. برای سادگی می‌توان فرض کرد که

سرمایه‌های موجود با نرخ ثابت σ که به آن نرخ استهلاک^{۱۲} گفته می‌شود، طی فرآیند تولید مستهلک می‌شوند. به عبارت دیگر موجودی سرمایه هر سال به میزان σK مستهلک می‌شود.

حال با در نظر گرفتن جریان سرمایه‌گذاری و استهلاک، می‌توان چگونگی تغییرات سرمایه در طول زمان را در اقتصاد مشاهده کرد. رابطه زیر چگونگی تغییرات موجودی سرمایه اقتصاد را نشان می‌دهد:

استهلاک سرمایه‌های موجود - سرمایه‌گذاری = تغییرات موجودی سرمایه

$$\Delta k = i - \sigma k$$

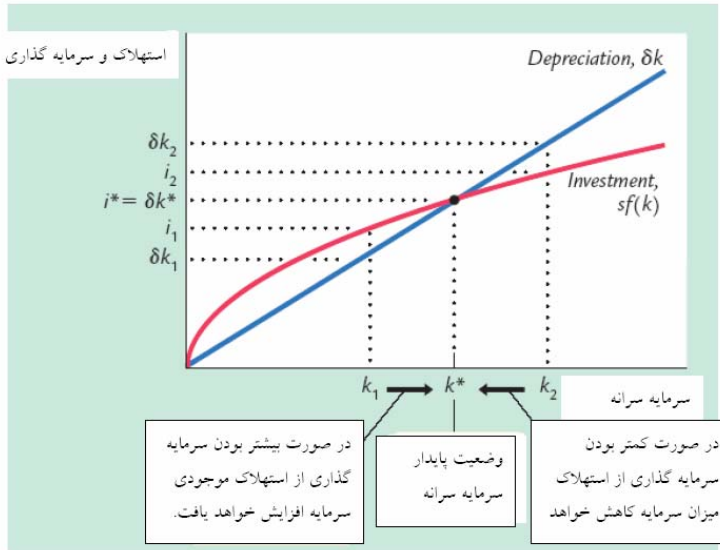
در واقع از یک سو سرمایه‌گذاری صورت گرفته (i) موجودی سرمایه را افزایش داده و از دیگر سو استهلاک سرمایه‌های موجود (σk)، کاهش موجودی سرمایه را در پی دارد (البته رابطه بالا به صورت سرانه به ازای نیروی کار نوشته شده است). از آنجائیکه سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته از محل پس‌اندازها تامین مالی می‌شود، می‌توان رابطه بالا را به صورت زیر نوشت:

$$\Delta k = sf(k) - \sigma k$$

شکل ۴ میزان سرمایه‌گذاری و استهلاک را به ازای سطوح مختلف سرمایه سرانه نشان می‌دهد. همان طور که از رابطه بالا و شکل نیز پیداست هر چه موجودی سرمایه بالاتر باشد میزان تولید ($f(k)$) و در نتیجه سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد بود. از طرفی در سطوح بالاتر سرمایه، میزان استهلاک نیز بیشتر خواهد بود. نهایتاً تغییرات موجودی سرمایه به تقابل سرمایه‌گذاری و استهلاک سرمایه‌های موجود بستگی خواهد داشت که خود سرمایه‌گذاری نیز تحت تاثیر پس‌اندازهای صورت گرفته می‌باشد. در واقع هر چه پس‌انداز بیشتری صورت گیرد،

^{۱۲} Depreciation Rate

تجهیز منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری و در نتیجه تغییرات موجودی سرمایه راحت‌تر صورت خواهد گرفت.



شکل ۴- استهلاک، سرمایه‌گذاری و حالت پایدار موجودی سرمایه در اقتصاد

منبع: Mankiew, ۲۰۰۵

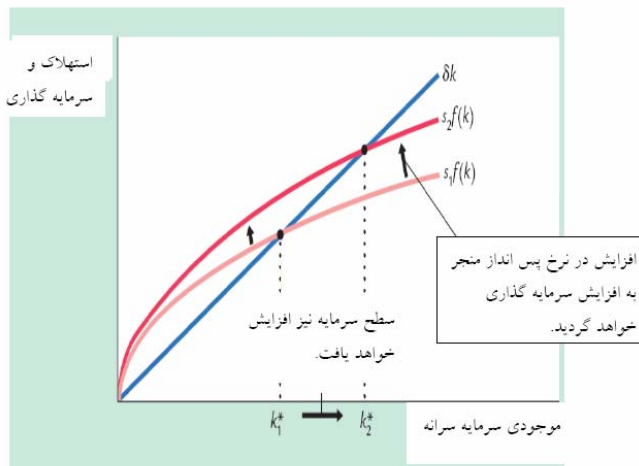
اگر دقیقاً به اندازه استهلاک سرمایه‌های موجود، در اقتصاد سرمایه‌گذاری صورت گیرد میزان سرمایه تغییر نخواهد کرد و ثابت می‌ماند. به این سطح از سرمایه که در شکل بالا با k^* نشان داده شده است، حالت پایدار^{۱۳} سرمایه می‌گویند که با سطح مشخصی از نرخ پس‌انداز در اقتصاد قابل دسترسی است. با نرخ پس‌انداز s ، موجودی سرمایه اقتصاد پس از رسیدن به سطح k^* دیگر تغییر نخواهد کرد زیرا در این سطح به اندازه‌ای سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد که استهلاک سرمایه موجود را جبران کند. در این سطح از سرمایه $\Delta k = 0$ بوده و سطح سرمایه و در نتیجه بازده اقتصاد ثابت خواهد ماند. در واقع اقتصاد در هر سطحی از سرمایه که باشد با گذشت زمان

^{۱۳} Steady State

به سمت k^* سوق پیدا خواهد کرد که به نوعی تعادل اقتصاد را در بلندمدت نشان می‌دهد.

چگونگی تاثیر پس‌انداز بر رشد اقتصادی

با استفاده از چهارچوب مدل رشد نئوکلاسیک می‌توان چگونگی تاثیر پس‌اندازها بر رشد اقتصادی را بررسی کرد. یکی از منابع لازم جهت سرمایه‌گذاری در اقتصاد پس‌اندازها می‌باشند. با افزایش نرخ پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و در نتیجه سطح سرمایه افزایش خواهد یافت که افزایش تولید (بازداده) و رشد اقتصادی را نیز به همراه خواهد داشت. بنابراین با افزایش پس‌اندازها، رشد اقتصادی نیز افزایش خواهد یافت. (البته در چهارچوب مدل رشد نئوکلاسیک این رشد موقتی بوده و پس از رسیدن اقتصاد به سطح جدید پایدار سرمایه، متوقف خواهد شد). این مسئله در شکل ۵ نشان داده شده است:



شکل ۵- تاثیر پس‌انداز بر سطح سرمایه و رشد اقتصادی

منبع: Mankiew, ۲۰۰۵

در شکل ۵ با افزایش نرخ پس‌انداز از s_1 به s_2 ، منحنی سرمایه‌گذاری به سمت بالا منتقل خواهد شد که در واقع بیانگر افزایش سرمایه‌گذاری با افزایش پس‌انداز می‌باشد. پس از آن با توجه به بیشتر

بودن سرمایه‌گذاری از میزان استهلاک، سطح سرمایه شروع به افزایش خواهد کرد که در نتیجه تولید افزایش یافته و رشد اقتصادی خواهیم داشت. اما در چهارچوب مدل مزبور، این رشد موقتی بوده و پس از رسیدن سطح سرمایه اقتصاد به حالت پایدار جدید در k_2^* ، این رشد متوقف خواهد شد. نکته قابل تأمل در اینجا تاثیر مثبت پس‌انداز بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی است که از اهمیت بالایی در اقتصاد برخوردار می‌باشد. بنابراین می‌توان انتظار داشت که در اقتصادهای در حال توسعه^{۱۴} مانند ایران که سطح سرمایه کمتر از سطح پایدار است، افزایش پس‌اندازها نسبت به کشورهای توسعه یافته نقش مهمتری در تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی خواهد داشت. این امر در کشورهای توسعه یافته^{۱۵} که به سطح سرمایه پایدار خود بسیار نزدیک می‌باشند، از اهمیت کمتری برخوردار است. این امر بدان معناست که لزوم تجهیز منابع مالی در کشورهایی که از سطح پایدار سرمایه خود فاصله دارند، نکته مهم و درخور توجهی است.

۳- انواع سیستم‌های مستمری و نقش آنها در بازارهای مالی

سرمایه‌گذاران نهادی^{۱۶} به طور فزاینده‌ای نقش مهمی در مدیریت دارایی و توسعه بازارهای مالی داشته‌اند. در واقع آنها از مهمترین کانال‌های تجهیز منابع مالی برای بنگاه‌ها هستند که زمینه رشد اقتصادی در کشورها را نیز فراهم می‌کنند. یکی از مهمترین این سرمایه‌گذاران نهادی، صندوقهای بازنشستگی می‌باشند که البته بسته به نوع نظام آنها، تاثیرشان در تامین سرمایه و توسعه بازارهای مالی

^{۱۴} Developing

^{۱۵} Developed

^{۱۶} Institutional Investors

متفاوت خواهد بود. به طور کلی صندوقهای بازنشستگی برای تامین مالی پرداخت مستمری‌ها با دو گزینه روبرو هستند:

۱. پرداخت مستمری به بازنشستگان از محل دریافت حق بیمه از شاغلین فعلی که به این نوع سیستم در اصطلاح PAYG^{۱۷} گفته می‌شود.

۲. پرداخت مستمری به بازنشستگان از محل بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری حق بیمه‌های پرداختی توسط آنها در طول دوران کاری‌شان که به این نوع سیستم اصطلاحاً نظام مستمری اندوخته‌گذاری^{۱۸} گفته می‌شود.

حال سوالی که ممکن است به ذهن رسد این است که میزان مستمری پرداختی چگونه برآورد می‌شوند. در این مورد نیز دو گزینه قابل تصور است:

۱. سیستم مستمری با مزایای تعریف شده (DB^{۱۹}): در این نوع سیستم مزایای پرداختی بر اساس فرمول مشخصی محاسبه می‌شود. به طور مثال ممکن است مزایای پرداختی به صورت میانگین حقوق دریافتی در ۲ سال پایانی خدمت باشد.

۲. سیستم مستمری با مشارکت تعریف شده (DC^{۲۰}): در این نوع سیستم افراد بسته به میزان مشارکتشان در سیستم به صورت حق بیمه پرداختی، از مزایای مستمری بهره‌مند می‌شوند.

در واقع با لحاظ گزینه‌های مرتبط با نحوه تامین مالی و پرداخت مستمری، به لحاظ تئوریک چهار نوع مختلف سیستم مستمری قابل

^{۱۷} Pay- As- You- Go

^{۱۸} Fully-Funded

^{۱۹} Defined Benefit

^{۲۰} Defiened Contribution

تصوّر خواهد بود. هر یک از این سیستم‌ها تاثیرات متفاوتی بر بازار سرمایه داشته و اثرات توزیعی آنها نیز متفاوت خواهد بود. اما آنچه که بیشتر تاثیر سیستم مستمری را بر بازار سرمایه تبیین می‌نماید نحوه تامین مالی در آنها می‌باشد. این که مزایای مستمری چگونه تعیین می‌شوند بیشتر اثرات توزیعی را در بر می‌گیرد. در اینجا به دنبال تبیین تاثیر انواع سیستم مستمری بر بازار سرمایه هستیم که بنابراین جنبه نحوه تامین مالی دارای اهمیت خواهد بود.

❖ سیستم مستمری PAYG

این نوع سیستم مستمری یکی از متداول‌ترین انواع سیستم مستمری است که اغلب مزایای پرداختی آن معین بوده و به صورت دولتی نیز اداره می‌شوند. در سالهای آغازین تشکیل آنها که هنوز سیستم بازنشسته‌ای ندارد، از محل دریافت حق بیمه‌ها منابع مالی زیادی در اختیار سیستم خواهد بود. بنابراین پتانسیل تاثیر بر بازار سرمایه و تشکیل سرمایه وجود خواهد داشت. با توجه به منابع مالی در اختیار سیستم، می‌توان بسیاری از طرح‌های بنگاهها را از طریق بازار سرمایه و اوراق مشارکت تامین مالی کرد که منجر به تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی خواهد گردید. اتخاذ تصمیمات درست در مورد مدیریت دارایی^{۲۱} سیستم در این مقطع زمانی می‌تواند تاثیرات بسزایی در تامین مزایای مستمری در سال‌های آتی داشته باشد. اما با گذشت زمان و بازنشستگی مشترکین سیستم که اصطلاحاً بلوغ سیستم نیز به آن گفته می‌شود، منابع خروجی از سیستم به صورت مزایای پرداختی افزایش خواهد یافت و بخش قابل توجهی از حق بیمه‌های دریافتی صرف پرداخت مزایای مستمری به بازنشستگان سیستم می‌شود. در

^{۲۱} Asset Management

این حالت پتانسیل تاثیرگذاری سیستم مستمری بر بازار سرمایه بسیار کم و ناچیز خواهد بود. زیرا منابع لازم جهت تاثیر بر بازار سرمایه و تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد. با فرض این که سیستم در نقطه سر به سر قرار داشته باشد تاثیر مستقیم آن صفر خواهد بود و مدیریت منابع به سمت پرداخت مزایای مستمری معطوف خواهد بود. در صورت گذشتن از نقطه سر به سر نیز، با توجه به کمبود منابع مالی جهت پرداخت مزایای مستمری، اغلب با اعمال انواع اصلاحات پارامتریک^{۲۲} نظیر کاهش مزایای مستمری، افزایش حق بیمه‌های پرداختی و افزایش سن بازنشستگی سعی می‌شود سیستم به حالت تعادل بازگردد که در واقع این نوع اصلاحات اگر چه دارای اثرات توزیعی^{۲۳} و اختلالی^{۲۴} است، اما تاثیر مستقیمی بر بازار سرمایه و فرآیند تشکیل سرمایه نخواهد داشت.

همانگونه که اشاره شد اغلب این سیستم‌ها به صورت دولتی اداره می‌شوند. در مواردی که اصلاحات پارامتریک نیز دیگر تاثیری بر کارایی سیستم نداشته باشند، جهت تامین مالی مزایای مستمری از منابع عمومی استفاده می‌شود. این امر می‌تواند زمینه‌های ایجاد کسری بودجه دولت را فراهم کرده و یا در صورت وجود، آن را تشدید نماید که می‌توان آن را به منزله بروز پدیده جانشینی جبری^{۲۵} تلقی نمود که در واقع منجر به کاهش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی خواهد گردید.

بنابراین همانگونه که مشاهده می‌شود اگر چه سیستم مستمری PAYG در سالهای آغازین تشکیل خود دارای تاثیرات مثبتی بر بازار سرمایه و فرآیند تشکیل سرمایه است، اما در یک افق بلندمدت و با

^{۲۲} Parametric Reforms

^{۲۳} Distributional

^{۲۴} Distortionary

^{۲۵} Crowding-out Effect

نزدیک‌تر شدن سیستم به زمان بلوغ خود این تاثیر کم و کمتر شده و در نهایت از بین خواهد رفت. ضمن این که در صورت وقوع بحران در این سیستم‌ها که دور از ذهن نیز نمی‌باشد این تاثیر در جهت عکس عمل خواهد کرد و به وجود آمدن کسری بودجه در جهت تامین مالی منابع جهت پرداخت مزایای مستمری منجر به ایجاد پدیده جانشینی جبری و کاهش سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی خواهد گردید.

❖ سیستم مستمری اندوخته‌گذاری

در این نوع سیستم مستمری مزایای پرداختی به بازنشستگان از محل حق بیمه‌های دریافتی آن فرد و بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری آن وجوه تامین مالی می‌شود. در واقع نحوه تامین مالی در این نوع سیستم به گونه‌ای خواهد بود که مستلزم برقراری ارتباط میان سیستم و انواع بازارهای مالی است. بنابراین همانگونه که انتظار می‌رود پتانسیل تاثیرگذاری این سیستم بر بازار سرمایه و فرآیند تشکیل سرمایه از همان بدو تاسیس سیستم آغاز شده و ادامه نیز خواهد داشت.

تاثیرگذاری سیستم مستمری اندوخته‌گذاری بر بازار سرمایه و تشکیل فرآیند سرمایه از چند جنبه قابل تامل است. اول اینکه مکانیسم این سیستم به گونه‌ای طراحی شده که اندازه بازارهای مالی را گسترش خواهد داد. دوم اینکه مدیریت دارایی و ریسک در این سیستم‌ها به گونه‌ای است که دست اندرکاران آن مانند هر سرمایه‌گذار دیگری به دنبال حداکثر کردن بازدهی سرمایه خود هستند. با توجه به حجم زیاد منابع مالی که در اختیار سیستم قرار می‌گیرد، این رفتار حداکثرطلبی منجر به تخصیص بهینه منابع مالی در بازار سرمایه خواهد شد. البته

با توجه به حجم زیاد منابع مالی در اختیار این سیستم‌ها، نحوه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری آنها با ضوابط و مقررات خاصی همراه است. البته در صورت مدیریت دولتی این سیستم‌ها، ممکن است که وجود اراده دولتی برای تخصیص اجباری منابع مالی، ناکارایی‌هایی را در بازار سرمایه و در نتیجه پرداخت مزایای مستمری به همراه داشته باشد. هر چند در صورت وجود مدیریت خصوصی با توجه به انگیزه‌های بالاتر و البته نبود سازوکار تخصیص‌های اجباری، تخصیص کاراتر منابع مالی مزبور رخ داده و تشکیل سرمایه موجبات رشد اقتصادی را برای آن کشور فراهم خواهد کرد.

با توجه به تحولات اخیر در نظام‌های بازنشستگی جهان و گرایش کشورها به اصلاح سیستم‌های مستمری خود از PAYG به اندوخته‌گذاری، یکی از مشوق‌هایی که در این جهت بسیار بدان اشاره می‌گردد، همین تاثیر مثبت نظام اندوخته‌گذاری بر بازار سرمایه و تشکیل سرمایه است. اصلاحات صورت گرفته در این زمینه در کشورهای شرق اروپا و شیلی دارای تاثیرات مثبتی بر بازار سرمایه بوده است که در نهایت تاثیرات مهم و بسزایی نیز در تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی در این کشورها داشته است.

بنابراین آنچه که در مورد سیستم‌های مستمری اندوخته‌گذاری قابل تأمل است تاثیر پیوسته و مداوم آنها بر بازار سرمایه و فرآیند تشکیل سرمایه است که خود بر رشد اقتصادی نیز تاثیرگذار است. مدیریت کاراتر دارایی‌های سیستم نیز تاثیر بیشتری بر بازار سرمایه و رشد اقتصادی دارد که به نظر می‌رسد پتانسیل این مدیریت در بخش خصوصی و البته تحت نظارت دولت، به لحاظ انگیزشی بیشتر نیز است.

۴- بررسی وضعیت صندوق‌های مستمری در ایران و تاثیر آنها بر

بازار سرمایه

صندوق‌های مستمری فعال در ایران تماماً از نوع DB-PAYG هستند. دو صندوق عمده مستمری در ایران که بیش از ۹۰ درصد مشترکین را به خود اختصاص داده‌اند عبارتند از: صندوق بازنشستگی کشوری و تامین اجتماعی. این دو صندوق نیز هر دو دارای سیستم DB-PAYG هستند. صندوق بازنشستگی مدتی است که از نقطه سر به سر به سر گذشته و تامین اجتماعی نیز نزدیک به نقطه سر به سر است. از سوی دیگر ایران کشوری در حال توسعه است که از وضعیت سرمایه پایدار خود که در ابتدای مقاله بدان اشاره شد، فاصله بسیاری دارد. کمبود منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری همواره یکی از معضلات اقتصادی ایران طی دهه‌های اخیر بوده است که سعی شده است با تشویق سرمایه‌گذاری‌های خارجی بخشی از آن مرتفع گردد که البته موفقیت چندان نیز در این زمینه حاصل نشده است. به نظر می‌رسد که صندوق‌های مستمری در ایران با توجه به نوع نظام آنها در جهتی عمل کرده‌اند که تاثیر مثبت آنها با توجه به بلوغ سیستم‌های موجود و گذر از نقطه سر به سر رو به کاهش و نهایتاً در جهت عکس بوده است. در حال حاضر بخش قابل توجهی از منابع صندوق بازنشستگی کشوری از محل بودجه دولت تامین مالی می‌شود که با افزایش ابعاد کسری بودجه تاثیراتی نامطلوب بر بازار سرمایه خواهد داشت. در جدول ۱ مهمترین متغیرهای مالی صندوق بازنشستگی کشوری طی سالهای اخیر آمده است.

جدول ۱- برخی از مهمترین متغیرهای مالی صندوق بازنشستگی کشوری طی
سالهای ۸۷-۱۳۷۷^{۲۶}

سال	میزان کسور دریافتی	میزان مزایای مستمری پرداختی	نسبت کسور دریافتی به مزایای پرداختی (درصد)	کمکهای دولتی	نسبت کمکهای دولتی به مزایای پرداختی (درصد)
۷۷	۲۴۴۶	۱۷۵۸	۱۳۹	۱۶	۱
۷۸	۲۸۱۰	۲۱۷۷	۱۲۹	۱۶	۱
۷۹	۳۶۹۴	۳۳۶۳	۱۱۰	۴۷۳	۱۴
۸۰	۴۵۶۱	۴۵۷۷	۱۰۰	۷۶۲	۱۷
۸۱	۵۸۲۵	۶۴۸۵	۹۰	۱۰۹۶	۱۷
۸۲	۶۷۰۴	۸۳۸۰	۸۰	۱۸۴۳	۲۲
۸۳	۷۶۶۳	۱۱۰۹۴	۶۹	۳۲۰۶	۲۹
۸۴	۱۰۰۱۳	۱۳۸۶۰	۷۲	۲۸۸۱	۲۱
۸۵	۱۳۷۷۶	۲۰۸۸۸	۶۶	۵۶۳۶	۲۷
۸۶	۱۵۱۹۷	۲۷۹۸۱	۵۴	۱۰۷۹۸	۳۹
۸۷	۱۹۹۰۳	۴۲۵۱۷	۴۷	۲۰۳۷۳	۴۸

منبع: صورتهای مالی صندوق بازنشستگی کشوری

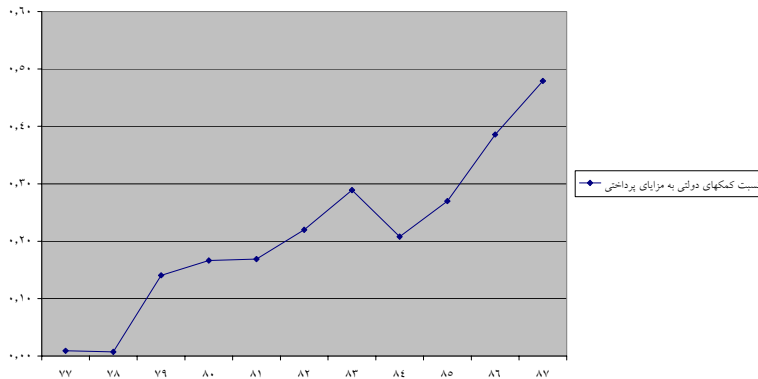
واحد: میلیارد ریال

همان طوری که از جدول بالا پیداست این سازمان از سال ۸۰ از نقطه سر به سری خود گذشته و برای انجام تعهدات خود به کمکهای دولتی اتکاء کرده است. میزان اتکاء نیز یک روند صعودی داشته است و انتظار می رود این روند طی سالهای آتی با افزایش شمار بازنشستگان نیز ادامه داشته و بر شدت آن نیز افزوده گردد.

^{۲۶} بخشی از مزایای مستمری نیز در سالهای مزبور از محل ذخایر صندوق بازنشستگی تامین مالی گردیده که در جدول نیامده است.

در شکل زیر روند میزان اتکای مزایای مستمری پرداختی به کمکهای دولتی طی این سالها آورده شده است.

نسبت کمکهای دولتی به مزایای پرداختی



شکل ۷- میزان اتکاء مزایای مستمری پرداختی به کمکهای دولتی

در واقع این مسئله که از ورشکستگی سیستم مستمری PAYG نشات می‌گیرد در صورت وجود کسری بودجه، آن را تشدید خواهد کرد که در ادامه به بررسی ابعاد مختلف این مسئله پرداخته خواهد شد.

بنابراین سیستم‌های مستمری که از پتانسیل مناسبی برای تاثیرگذاری بر بازار سرمایه و فرآیند تشکیل سرمایه برخوردارند، در ایران به دلیل نظام حاکم بر سیستم‌های مستمری و البته بلوغ آنها، در جهتی نامطلوب بر بازار سرمایه تاثیر می‌گذارند. این روند همان طور که مشاهده شد تا جایی ادامه خواهد یافت که ادامه پرداخت‌های مستمری بدون کمک‌های دولت میسر نبوده که در نتیجه‌ی آن فرصت‌های سرمایه‌گذاری دولت نیز کاهش خواهد یافت. در بلندمدت با گسترش ابعاد این بحران، ادامه آن برای دولت نیز ناممکن خواهد بود. در واقع یکی دیگر از معضلات اقتصادی دولت در ایران طی دهه‌های اخیر

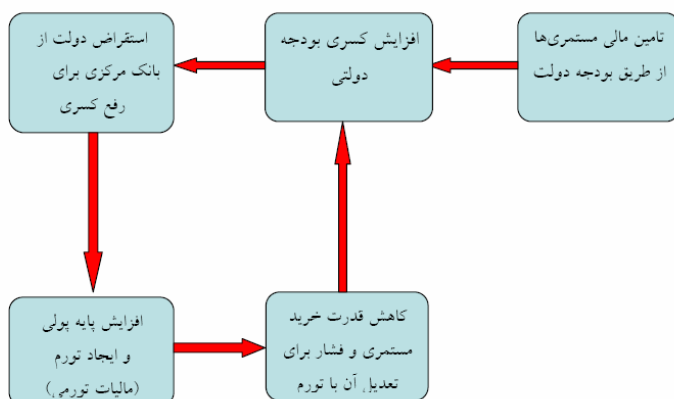
کسری بودجه بوده است که وجود بحران‌هایی نظیر ورشکستگی سیستم‌های مستمری با توجه به دولتی بودن آنها، بر ابعاد این کسری نیز افزوده است. با توجه به اتکاء بودجه دولت به درآمدهای نفتی، در سال‌هایی که قیمت نفت کاهش یابد انتظار می‌رود که بحران مزبور و کسری بودجه موجود نیز تشدید یابد.

در صورت نبود استقلال بانک مرکزی^{۲۷} ساده‌ترین راه قابل تصوّر برای برطرف کردن کسری بودجه دولتی، استقراض از بانک مرکزی خواهد بود که در اصطلاح به آن پولی کردن کسری بودجه^{۲۸} می‌گویند. این مسئله منجر به بروز تورم در اقتصاد می‌شود که در نتیجه درآمدهای واقعی و قدرت خرید افراد کاهش می‌یابد که در اصطلاح به آن مالیات تورمی^{۲۹} گفته می‌شود. یکی از گروه‌هایی که دارای دریافتی ثابت بوده و قدرت خریدشان در نتیجه تورم کاهش می‌یابد، مستمری بگیران هستند. این گروه برای حفظ قدرت خود انتظار دارند که دریافتی‌شان با شاخصی از تورم تعدیل گردد. با توجه به تامین مالی بخش عمده‌ای از این پرداخت‌ها از محل بودجه عمومی دولت، این مسئله خود بر گسترش کسری بودجه موجود دامن زده و چرخه بالا مجدداً تکرار خواهد شد. در واقع شرایط بالا دوری را ایجاد خواهند نمود که با گذشت زمان ناپایدارتر شده و هزینه‌های آن نیز افزایش خواهد یافت. شکل زیر مکانیسم تاثیرگذاری فرآیند فوق‌الذکر را نشان می‌دهد:

^{۲۷} Central Bank Independence

^{۲۸} Budget Deficit Monetizing

^{۲۹} Inflation Tax



شکل ۶- تامین مالی مستمری‌ها از محل بودجه عمومی دولت و تاثیر آن بر کسری بودجه

همان طور که مشاهده می‌شود نقطه آغاز این فرآیند ورشکستگی سیستم‌های مستمری PAYG و اتکاء آن به بودجه عمومی دولت است. با گذشت زمان با توجه به افزایش تعداد بازنشستگان کشوری و بار مالی مستمری‌های پرداختی، ابعاد و هزینه‌های دور ایجاد شده نیز تشدید خواهد شد.

۵- جمع‌بندی

ایران کشوری در حال توسعه است که جهت نیل به توسعه و پیشرفت نیازمند سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه در سطوح کلان و خرد است. تامین مالی سرمایه‌گذاری همواره یکی از دغدغه‌ها و معضلات دولت و بنگاهها در ایران بوده است. ناکارا بودن بازار سرمایه در ایران بر شدت این معضل افزوده است. البته تلاش‌های بسیاری جهت حل این معضل در زمینه‌های مختلف قانونی و زیرساختی صورت گرفته است.

یکی از فرصت‌هایی که می‌تواند بر حجم بازار سرمایه و کارایی آن تاثیر بسزایی داشته باشد، صندوق‌های مستمری است که می‌تواند به عنوان منبعی پایدار برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری تلقی شود. در

ایران به دلیل نوع نظام سیستم‌های مستمری و گذر آنها از نقطه سر به سری این فرصت به تهدیدی برای بازار سرمایه تبدیل شده است که با توجه به مکانیسم تامین مالی مستمری‌های پرداختی از طریق بودجه عمومی دولت، تاثیرات نامطلوبی بر بازار سرمایه داشته است. بخشندگی سیستم در برخی از زمینه‌ها و نیز پیگیری سیاست‌هایی نظیر بازنشستگی پیش از موعد با افزایش بار مالی مستمری‌های پرداختی، بُعد این بحران را افزایش داده است. دوری که در نتیجه حفظ وضعیت موجود و اقدامات دولت به وجود می‌آید، بُعد این تاثیرات نامطلوب بر بازار سرمایه را بیش از پیش افزایش خواهد داد.

به نظر می‌رسد در درجه اول بایستی با منطقی کردن پرداخت‌های مستمری^{۳۰} بتوان در کوتاه مدت دامنه بحران موجود را تا حدودی کاهش داد. اما در بلندمدت جهت حذف این بحران و بهره‌گیری از سیستم‌های مستمری برای بهبود بازار سرمایه و تامین مالی سرمایه‌گذاری‌ها، اصلاح سیستم مستمری PAYG کنونی و گذار به یک سیستم اندوخته‌گذاری را به طور جدی پیگیری کرد. در غیر این صورت در بلندمدت ادامه وضعیت کنونی نه تنها تاثیرات نامطلوبی بر بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی داشته، بلکه ادامه آن نیز ناممکن است که علاوه بر هزینه‌های اقتصادی، هزینه‌های اجتماعی بالایی را نیز در پی خواهد داشت.

^{۳۰} رجوع شود به مقاله "تحلیل اقتصادی مقررات بازنشستگی کشوری (بخش

وراث انانث)" تألیف مجتبی قاسمی-۱۳۸۸.

٦- منابع:

١. *Mankiew, Gerogery. ٢٠٠٨, Macroeconomics, Addison wesely edition.*
٢. *Frederic S. Mishkin, ٢٠٠٦. The Economics of Money, banking and financial markets, Addison wesely edition.*
٣. *Aslō DemirguÈ cË-Kunt and Ross Levine. ٢٠٠١ Financial Structure and Economic Growth, the MIT Press.*
٤. *Blake, David. Pension Economics. ٢٠٠٦. John weily edition.*
٨. *Claudio Raddatz & Sergio L. Schmukler. ٢٠٠٨ Pension Funds and Capital Market Development. How Much Bang for the Buck?, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth Team.*
٦. *Angelo Marano ٢٠٠٣, the effects of pension funds' development on the financial markets in Italy, Germany and France.*

از ابزارهای توسعه و پیشرفت، سرمایه گذاری و تشکیل سرمایه درسطوح کلان و خرد است. یکی از فرصت‌هایی که می‌تواند بر حجم بازار سرمایه و کارآیی آن تاثیر بسزایی داشته باشد، صندوقهای مستمری است که می‌تواند به عنوان منبعی پایدار برای تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری تلقی شود اما در ایران به دلیل نوع نظام سیستم های مستمری و گذر آنها از نقطه سربه سری این فرصت از دست رفته است و با توجه به مکانیسم تامین مالی کسری وجوه مستمریهای پرداختی از طریق بودجه عمومی دولت، بخشندگی سیستم‌ها در برخی از زمینه ها و نیز پیگیری سیاستهایی نظیر بازنشستگی پیش از موعد موجب گردیده که صندوقهای مستمری (بازنشستگی) نه تنها قادر به ایفای نقش موثر در تامین مالی سرمایه گذاریها نباشند بلکه به دلیل نیاز به تامین مالی از بودجه عمومی بخشی از توان دولت در این زمینه را نیز بکاهند.

در این گزارش تلاش شده تا نقش سیستم های مستمری بر بازارهای مالی و توسعه اقتصادی مورد بیان قرار گرفته و ضرورت اصلاح در نظام بازنشستگی ایران تبیین گردد.



تهران: خیابان دکتر فاطمی - میدان جهاد - شماره ۵۵

تلفن : ۸۸۹۵۴۴۰۵-۰۲۱(خط ۱۵)

تلفن گویا: ۸۸۹۶۸۴۳۰-۰۲۱(خط ۴)

WWW.cspf.ir

info@cspf.ir