



University of Tehran Press

Private Law

Home Page: <https://jolt.ut.ac.ir>

Online ISSN: 2423-6209

Necessities, Methods and Challenges of Pension Funds Foreign Investment

Zohre Sheykhinezhad¹ | Ali Zare^{2*} | Shahab Jafari Nadoshan³

1. Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: sheikhinezhadz@gmail.com

2. Corresponding Author, Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: dr.alizare@gmail.com

3. Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: shjafari@gmail.com

ARTICLE INFO

Article type:

Research Article

Article History:

Received March 18, 2022

Revised June 10, 2022

Accepted June 25, 2022

Published online 16 October 2023

Keywords:

Pension fund,

Foreign investment,

Investment portfolio,

Shares,

Bonds.

ABSTRACT

Pension funds in order to be able to fulfill their obligations to the insured, mainly invest the funds received from the insured. These investments can be inside or outside the territory of the country where the fund was established and the latter can be through direct or indirect investment. Considering the importance of foreign investment for pension funds, this article has investigated the necessities, methods and challenges of this issue using the descriptive-analytical method and based on library studies with a comparative approach and the situation of Iran's pension funds has been examined in relation to each of these issues. The findings of this research show that in the present era, many pension funds have started foreign investment (mainly indirect type) based on the necessity of reducing investment risks, the limitation of the domestic capital market, and the low return on investment in the domestic market of their country. However, the foreign investment of pension funds in some countries is facing challenges and problems, some of which are legal and others are rooted in non-legal issues, especially economic issues. Although the foreign investment of Iran's pension funds has been accepted in the legal system of Iran, but due to legal and non-legal challenges, these financial institutions have not made foreign investment so far.

Cite this article: Sheykhinezhad, Z.; Zare, A. & Jafari Nadoshan, Sh. (2023). Necessities, methods and challenges of pension funds foreign investment. *Private Law*.20 (1), 119-133. DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.355563.1007175>



© Zohre Sheykhinezhad, Ali Zare, Shahab Jafari Nadoshan
DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.355563.1007175>

Publisher: University of Tehran Press.



ضرورت‌ها، روش‌ها، و چالش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی

زهرة شیخی‌نژاد^۱ | علی زارع^{۲*} | شهاب جعفری ندوشن^۳

۱. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران. رایانامه: sheikhinezhadz@gmail.com
۲. نویسنده مسئول، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران. رایانامه: dr.alizare@gmail.com
۳. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران. رایانامه: shjafari@gmail.com

اطلاعات مقاله

چکیده

نوع مقاله:

پژوهشی

تاریخ‌های مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۲

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۲/۰۲/۲۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۲/۲۳

تاریخ انتشار: ۱۴۰۲/۰۷/۲۴

کلیدواژه:

اوراق قرضه،
سبد سرمایه‌گذاری،
سرمایه‌گذاری خارجی،
سهام،
صندوق بازنشستگی.

صندوق‌های بازنشستگی برای آنکه قادر به ایفای تعهدات خود در برابر بیمه‌شدگان باشند عمدتاً به سرمایه‌گذاری وجوه دریافتی از بیمه‌شدگان اقدام می‌کنند. این سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند داخلی یا خارج از قلمرو کشور محل پیدایش صندوق باشد که مورد اخیر می‌تواند به روش سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیر مستقیم صورت گیرد. با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری خارجی برای صندوق‌های بازنشستگی، پژوهشگران در نوشتار پیش رو، با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای و با رویکرد تطبیقی، به بررسی ضرورت‌ها، روش‌ها، و چالش‌های این موضوع پرداختند و وضعیت صندوق‌های بازنشستگی ایران در ارتباط با هر یک از این موضوعات را بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد در عصر کنونی بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی بر مبنای ضرورت‌هایی چون کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری، محدودیت بازار سرمایه داخلی، و بازدهی اندک سرمایه‌گذاری در بازار داخلی کشورشان مبادرت به سرمایه‌گذاری خارجی (عمدتاً از نوع غیر مستقیم) کرده‌اند. با این حال، سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی در برخی کشورها با چالش‌ها و مشکلاتی مواجه است که برخی از آن‌ها جنبه حقوقی دارند و برخی دیگر در مسائل غیر حقوقی به‌ویژه مسائل اقتصادی ریشه دارند. با وجود اینکه سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران در نظام حقوقی ایران پذیرفته شده است، به دلیل چالش‌های حقوقی و غیر حقوقی، این نهادها مالی تاکنون به سرمایه‌گذاری خارجی اقدام نکرده‌اند.

استناد: شیخی‌نژاد، زهرة؛ زارع، علی و جعفری ندوشن، شهاب (۱۴۰۲). ضرورت‌ها، روش‌ها، و چالش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی. حقوق خصوصی، ۲۰ (۱) ۱۱۹-۱۳۳.
DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.355563.1007175>

ناشر: مؤسسه انتشارات دانشگاه تهران.

© زهرة شیخی‌نژاد، علی زارع، شهاب جعفری ندوشن

DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.355563.1007175>



مقدمه

صندوق‌های بازنشستگی، به منظور تحقق رسالت اجتماعی خود، اقدام به دریافت وجوهی (با عنوان حق بیمه) از بیمه‌پردازان می‌کنند تا در دوران بازنشستگی و از کارافتادگی و فوت حقوق و مزایای مشخصی را به آنان یا افراد تحت تکفلشان پرداخت کنند. به همین جهت برای ایفای تعهدات خود باید منابع دریافتی را به میزانی رشد دهند که در آینده قادر به این کار باشند. مهم‌ترین راه افزایش منابع دریافتی یا دارایی‌های صندوق‌ها سرمایه‌گذاری این منابع است که در اسناد مصوب سازمان‌های بین‌المللی بر ضرورت آن تأکید و در نظام‌های حقوقی داخلی بیشتر کشورها ضوابط آن تعیین شده است. سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی از نظر محدوده مکانی به صورت سرمایه‌گذاری داخلی یا خارجی می‌تواند باشد. سرمایه‌گذاری خارجی این نهادها به دلایل متعدد مورد تأکید برخی سازمان‌های بین‌المللی قرار گرفته و بسیاری از متخصصان حوزه سرمایه‌گذاری نیز امکان ایفای تعهدات صندوق‌های بازنشستگی را در بسیاری از کشورها منوط به توسعه قلمرو سرمایه‌گذاری به فراتر از مرزها دانسته‌اند. در عمل نیز امروزه بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی قسمت زیادی از دارایی‌های خود را در کشورهای دیگر سرمایه‌گذاری کرده‌اند. با وجود آنکه بسیاری از متخصصان علوم اقتصادی، همانند بسیاری از صاحب‌نظران حوزه تأمین اجتماعی، سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی ایران را ضروری دانسته‌اند، چنین رویه‌ای میان این صندوق‌ها مشاهده نمی‌شود. به همین جهت، این سؤال مطرح می‌شود که چرا در برخی کشورها، همانند ایران، صندوق‌های بازنشستگی تمایلی به سرمایه‌گذاری خارجی ندارند؟ آیا این رویکرد سلبی به فقدان شرایط لازم برای سرمایه‌گذاری خارجی بازمی‌گردد یا ریشه در عدم درک ضرورت سرمایه‌گذاری خارجی دارد؟

با وجود اهمیتی که موضوع سرمایه‌گذاری خارجی برای صندوق‌های بازنشستگی ایران دارد، تاکنون این موضوع در هیچ اثر علمی به طور مستقل یا جزئی از یک اثر علمی مورد بحث و بررسی قرار نگرفته است. به همین جهت بررسی و تحلیل این موضوع جنبه نوآورانه دارد.

در نوشتار پیش رو، به منظور بررسی این موضوع، با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای، با رویکردی تطبیقی، به بررسی سرمایه‌گذاری خارجی صندوق بازنشستگی پرداخته شد. در این زمینه به تفکیک در مورد ضرورت‌ها، روش‌ها، و سبدهای سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی و پس از آن درباره چالش‌های موجود توضیح داده می‌شود.

۱. ضرورت‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی

نخستین موضوع درباره سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی ضرورت‌های آن است که در ادامه برخی از ضرورت‌های مهم موجود شرح داده می‌شود.

۱.۱. کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری

یکی از اصول مهمی که صندوق‌های بازنشستگی در سرمایه‌گذاری‌های خود باید به آن توجه کنند امنیت سرمایه‌گذاری است. به منظور رعایت این اصل، سرمایه‌گذاری‌ها باید به گونه‌ای باشد که مخاطرات آن تا حد امکان به حداقل برسد (رستمی و حبیب‌نژاد، ۱۳۹۶: ۹۹). از نظر بیشتر نویسندگان، مهم‌ترین مبنای ضرورت سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی کاهش مخاطرات یا ریسک‌های سرمایه‌گذاری است. زیرا سرمایه‌گذاری خارجی موجب متنوع شدن دارایی صندوق بازنشستگی می‌شود. در واقع، سرمایه‌گذاری بین‌المللی امکان دسترسی به برخی بازارها، بخش‌های اقتصادی، و طبقات دارایی را فراهم می‌کند که ممکن است در بازار داخلی محدود باشند یا اصلاً وجود نداشته نباشند (Collie & Others, 2021: 13) و بدین صورت سبب تنوع در سبد سرمایه‌گذاری می‌شود. تنوع بخشیدن به دارایی با پراکندگی جغرافیایی دارایی‌ها از یک سو میزان وابستگی دارایی به اقتصاد داخلی و بحران‌های ناشی از آن را کاهش می‌دهد و از دیگر سو مقاومت صندوق‌ها در برابر نوسانات مختلف را افزایش خواهد داد. در واقع، از آن جهت که نوسانات اقتصادی و شوک‌های موجود در کشورهای مختلف معمولاً با هم همبستگی ندارند، قرار گرفتن دارایی در معرض ارزش‌های متنوع ریسک بلندمدت را کاهش خواهد داد و صندوق را از مضرات قرار گرفتن در معرض یک ارز واحد، به‌ویژه در اقتصادهایی که وابستگی شدید به قیمت نفت یا کالای مشخص دیگری دارند، محافظت می‌کند (جهان‌فر، ۱۳۹۹: ۱۹).

علاوه بر این، آن قسمت از دارایی‌های صندوق که در خارج از کشور سرمایه‌گذاری شده است از تحولات سیاسی مؤثر بر اقتصاد کشور محل پیدایش صندوق نیز مصون خواهد ماند. مثلاً، سهام‌های خارجی خریداری‌شده توسط صندوق‌های بازنشستگی انگلستان از تحولات سیاسی ناشی از خروج انگلستان از اتحادیه اروپا، که در مقطع زمانی پذیرش خروج از سوی مردم انگلستان موجب افت شدید بازار سهام انگلستان شد، تا حد زیادی مصون ماند (یاری، ۱۳۹۸: ۲۱) و بدین طریق مخاطرات سرمایه‌گذاری برای این صندوق‌ها تعدیل شد.

بر مبنای تنوع جغرافیایی، سرمایه‌گذاری‌های خارجی عمده‌تاً در نظام‌های اقتصادی کشورهای پیشرفته و در برخی موارد در اقتصادهای نوظهور صورت می‌گیرد. مثلاً، رویه سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی کانادا بدین صورت بوده است: ۵۶ درصد در اقتصادهای پیشرفته و ۳۳ درصد در اقتصادهای نوظهور (و ۱۱ درصد در قلمرو دولت کانادا) یا صندوق‌های بازنشستگی کشور سوئد ۲۰ درصد در کشورهای پیشرفته صنعتی و ۱۸/۵ درصد در کشورهای دارای اقتصاد نوظهور (و ۹ درصد در سوئد) بوده است (AP2 Pension Fund, 2019: 14-17). با این حال، صندوق‌های بازنشستگی برخی کشورها سعی کرده‌اند، به منظور دستیابی به تنوع حداکثری، سرمایه‌گذاری در کشورهای رو به رشد یا در حال توسعه را نیز تجربه کنند. مثلاً، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ در سال‌های اخیر تقریباً ۱۰ درصد از دارایی خود را در کشورهای عربستان، اسلونی، ویتنام، بوتسوانا، و غنا سرمایه‌گذاری کرده است (میرزاابراهیمی و جهان‌فر، ۱۳۹۹: ۷).

بر اساس یکی از گزارش‌های منتشرشده در دهه‌های اخیر، از سوی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، به منظور کاهش محدودیت‌ها در گزینه‌های سرمایه‌گذاری، برای تقویت تنوع بیشتر پرتفوی صندوق‌های بازنشستگی، دولت‌های شیلی، فنلاند، سوئیس، و ترکیه این مسیر را دنبال کرده‌اند و شیلی و جمهوری اسلواکی به صندوق‌های بازنشستگی اجازه داده‌اند تا به منظور رهایی از نقصان بازارهای داخلی سهم بیشتری در سرمایه‌گذاری‌های خارجی داشته باشند (OECD, 2013: 25).

۲.۱. محدودیت‌های بازار داخلی

امروزه برخی صندوق‌های بازنشستگی، به دلیل محدودیت بازار داخلی کشور خود، مبادرت به سرمایه‌گذاری خارجی می‌کنند. محدودیت بازار سرمایه از دو جهت قابل بررسی است؛ در برخی موارد در یک کشور به کلی بازار سرمایه برای همه فعالان اقتصادی محدود و کم‌عمق است و در برخی موارد بازار سرمایه فقط برای سرمایه‌گذاران نهادی و بزرگ بازاری محدود به شمار می‌رود. فرض نخست ناظر بر مواردی است که نظام اقتصادی یک کشور در کوتاه‌مدت یا بلندمدت از بازار سرمایه مناسب و کارا برخوردار نیست. این موضوع گزینه‌های سرمایه‌گذاری را در قلمرو کشور محل پیدایش صندوق محدود می‌کند. در این موارد، معمولاً دولت‌ها برای کاهش آسیب ناشی از چنین وضعیتی به سرمایه‌گذاران اجازه سرمایه‌گذاری خارجی می‌دهند تا به متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری اقدام کنند. به همین جهت، امروزه در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، که از بازار سرمایه مناسب و عمیق برخوردار نیستند، صندوق‌های بازنشستگی اقدام به سرمایه‌گذاری خارجی در سهام شرکت‌های بین‌المللی فعال در بازارهای بورس معتبر جهان، نظیر ایالات متحده آمریکا و انگلستان و اروپا، می‌کنند. مثلاً، به دلیل فقدان بازار سرمایه عمیق و متنوع در کشور شیلی، صندوق‌های بازنشستگی این کشور در سال‌های اخیر حدود ۹۰ درصد از دارایی‌های خود را در مناطق امریکای شمالی، اروپا (منطقه یورو و بریتانیا)، و آسیا (عمده‌تاً ژاپن) سرمایه‌گذاری کرده‌اند (میرزاابراهیمی و جهان‌فر، ۱۳۹۹: ۳۱). فرض دوم ناظر به زمانی است که بازار سرمایه در کشور محل پیدایش صندوق بازنشستگی برای بیشتر فعالان اقتصادی بازاری مناسب است؛ اما برای سرمایه‌داران بزرگ از وسعت و عمق کافی برخوردار نیست. به تعبیر دیگر، بازار سرمایه داخلی ظرفیت کافی برای پذیرش و جذب این میزان از سرمایه را ندارد و از این جهت بازار داخلی کشورشان برای آن‌ها بازاری محدود به شمار می‌آید.

این موضوع در مورد صندوق‌های بازنشستگی همواره محتمل است. زیرا، به علت ماهیت بلندمدت طرح‌های بازنشستگی و ناگزیر انباشت دارایی مالی این طرح‌ها طی چندین سال، صندوق‌ها معمولاً حجم زیادی از منابع مالی را در اختیار دارند. بالا بودن حجم سرمایه صندوق‌ها و افزایش قابل توجه آن طی هر سال موجب می‌شود بازارهای داخلی توان جذب این میزان از سرمایه را نداشته باشند یا در صورت جذب این ذخایر، به علت بالا رفتن سهم این طرح‌ها در مجموع بازار، ریسک قابل توجهی متوجه سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها شود (فلاح‌زیرانی، ۱۳۸۳: ۴۶۲). علاوه بر این، بزرگ‌تر بودن دارایی صندوق‌های بازنشستگی نسبت به

بازارهای مالی داخلی اتکای بیش‌ازحد به دارایی‌های محلی را به دنبال دارد که می‌تواند قیمت‌داری‌ها را به طور غیر واقعی افزایش دهد. زیرا یک یا چند گزینه سرمایه‌گذاری (مانند اوراق بهادار داخلی) با تقاضای غیر عادی مواجه می‌شود. در این صورت، تمرکز مالکیت در یک بازار خاص افزایش قیمت یا حتی انحصارگرایی را ممکن است به دنبال داشته باشد (Afanador et al., 2021: 10). رعایت این ملاحظات برای صندوق‌ها نوعی محدودیت سرمایه‌گذاری در بازار داخلی را ایجاد می‌کند. این وضعیت در مورد بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی قابل مشاهده است. مثلاً در کشور نروژ، به دلیل کوچک بودن بازارهای مالی داخلی و حجم بالای ذخایر صندوق بازنشستگی دولتی نروژ، این صندوق ناچار بوده است حجم بالایی از ذخایر خود را در خارج از کشور سرمایه‌گذاری کند (مزینی و علی‌زاده، ۱۳۹۹: ۲۲). همچنین، از آنجا که کشور نیوزیلند دارای یک اقتصاد باز کوچک است، اما، صندوق‌های بازنشستگی نسبتاً بزرگی در مقایسه با بازار داخل دارد، این صندوق‌ها قسمت زیادی از سبد دارایی خود را به سرمایه‌گذاری خارجی اختصاص داده‌اند. صندوق‌های بازنشستگی کشور هلند (که مجموع دارایی‌های آن‌ها در سال ۲۰۱۹ میلادی ۱۶۹۰ میلیارد دلار آمریکا بوده است) نیز به دلیل چنین وضعیتی تاکنون حدود دوسوم از دارایی‌های خود را در خارج از کشور سرمایه‌گذاری کرده‌اند. بر اساس گزارش سازمان همکاری و توسعه اقتصادی در کشورهای ايسلند، سوئیس، استرالیا، و انگلیس در سال ۲۰۲۱ نیز چنین وضعیتی حاکم بوده است (OECD, 2021: 2-5).

۳.۱. کم‌بازده بودن سرمایه‌گذاری داخلی

سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی باید به گونه‌ای باشد که سود و بازده کافی را به دنبال داشته باشد؛ طوری که صندوق، پس از کسر هزینه‌ها، در هر زمان بتواند قادر به ایفای تعهدات خود در برابر بیمه‌شدگان باشد. برای همین، در بسیاری از کشورها، در قوانین، الزاماتی برای حداقل بازده سرمایه‌گذاری برای صندوق‌ها تعیین شده و این نهادها مالی در سرمایه‌گذاری‌های خود همواره باید به میزان بازده ناشی از آن توجه کنند. با این حال، در برخی موارد ممکن است گزینه‌های سرمایه‌گذاری در کشور محل فعالیت صندوق از بازدهی کافی برخوردار نباشد؛ طوری که با توجه به رشد مستمر تورم و کاهش سالیانه ارزش پول ملی یا بروز بحران اقتصادی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های داخلی نتواند دارایی‌های صندوق را به میزانی رشد دهد که از عهده تعهدات خود برآید. این موضوع تاکنون در برخی کشورهای در حال توسعه مشاهده شده است. مثلاً، برخی صندوق‌های بازنشستگی کشور بلغارستان در دهه گذشته به دلایلی چون افزایش سالیانه تورم (که معمولاً افزایش سالیانه میزان مستمری‌ها را به دنبال دارد) و بروز بحران اقتصادی در کل کشور در ایفای تعهدات خود دچار مشکل شدند. در حالی که این صندوق‌ها برای امکان ایفای تعهدات در برابر بیمه‌شدگان به کسب بازده حداکثری سرمایه‌گذاری نیاز داشتند، در قلمرو کشورشان، از یک سو همه گزینه‌های سرمایه‌گذاری از بازدهی کافی برخوردار نبودند و از دیگر سو در دارایی‌هایی که امکان بازدهی حداکثری وجود داشت (مانند سهام شرکت) قانون‌گذار برای میزان تملک دارایی در آن حوزه محدودیت‌های قانونی تعیین کرده بود. به همین جهت برای رهایی از مشکلات سرمایه‌گذاری کم‌بازده برخی از این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاری خارجی در بازارهای کشورهای توسعه‌یافته روی آوردند (Chowa & Mhlanga, 2014: 174).

امروزه، سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی با هدف کسب بازده حداکثری (به‌ویژه در موارد بروز بحران اقتصادی) در قوانین بسیاری از کشورها تجویز شده است. مثلاً در نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا، هنگام کسری بودجه، صندوق‌های بازنشستگی می‌توانند اقدام به سرمایه‌گذاری‌های پرریسک با بازدهی بالا کنند و هیچ‌یک از قوانین و مقررات آن‌ها را از چنین اقدامی منع نمی‌کند. در عمل نیز این سرمایه‌گذاری خارجی با بازدهی بالا در برخی سال‌ها، که برخی صندوق‌ها با بحران مواجه شده‌اند، موجب خروج آن‌ها از بحران شده است (یاری، ۱۳۹۸: ۲۶).

با توجه به ضرورت‌های یادشده، این سؤال مطرح می‌شود که آیا هیچ‌یک از ضرورت‌های بیان‌شده در مورد صندوق‌های بازنشستگی ایران وجود دارد تا توجیهی برای ضرورت سرمایه‌گذاری خارجی آن‌ها باشد؟

در پاسخ به این سؤال، چنانچه بخواهیم هر یک از ضرورت‌های بیان‌شده را به تفکیک در مورد ایران بررسی کنیم، می‌توان گفت نخست آنکه کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری برای هر صندوق بازنشستگی یک ضرورت اولیه محسوب می‌شود که مهم‌ترین راه‌کار آن تنوع‌بخشی به سبد دارایی است. البته، این اقدام مستلزم تنوع کافی بازار سرمایه است و این در حالی است که

از نظر بسیاری از متخصصان اقتصادی بازار سرمایه ایران (اعم از بازار اولیه و ثانویه) از تنوع کافی برای سرمایه‌گذاری برخوردار نیست و حجم فعالیت‌های این بازار عمدتاً در بازار بورس اوراق بهادار خلاصه می‌شود که خود با چالش‌های متعدد ساختاری و قانونی دست به گریبان است (محرابی، ۱۳۹۹: ۵۲ - ۵۴). دوم آنکه به زعم صاحب‌نظران اقتصادی بازار سرمایه در ایران در حال حاضر کم‌عمق و محدود است. مثلاً، بازار بورس اوراق بهادار، به عنوان یکی از زمینه‌های مهم سرمایه‌گذاری، این چنین است. علاوه بر این، در برخی مقاطع زمانی، به دلیل وضعیت اقتصاد کلان و رکود تورمی در ایران، معاملات تجاری به حداقل رسیده است؛ طوری که بازاریابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه محدود عمدتاً دشوار بوده است و برای دارایی‌های صندوق‌ها خریداری وجود نداشته است (احمدی امویی، ۱۳۹۶: ۲۵). این وضعیت، با توجه به آنکه موجب محدودیت سرمایه‌گذاری می‌شود، در کنار مخاطرات ناشی از شرایط اقتصادی ایران، خطرات متعددی را متوجه صندوق‌ها کرده است. سوم آنکه، بررسی‌ها نشان می‌دهد صندوق‌های بازنشستگی ایران از زمان پیدایش تاکنون موارد متعددی از سرمایه‌گذاری کم‌بازده را تجربه کرده‌اند؛ طوری که سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها کمتر از نرخ تورم بوده است. بررسی وضعیت درآمدی صندوق‌های بازنشستگی بزرگ (سازمان تأمین اجتماعی و صندوق بازنشستگی کشوری) در سال‌های اخیر دلالت بر آن دارد که سهم سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها از سید دارایی آن‌ها در برخی سال‌ها در مقایسه با کل دارایی‌های صندوق بازدهی پایینی (کمتر از ۱۵ درصد) داشته است. علاوه بر این، از مجموع ۱۸۷ شرکت متعلق به صندوق بازنشستگی کشوری ۶۳ شرکت دارای زیان انباشته یا حتی مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت (مصوب ۱۳۴۷) هستند (مرادی و همکاران، ۱۴۰۰: ۹). یعنی بر اثر زیان‌های وارده در یک دهه اخیر حداقل نصف سرمایه آن‌ها از دست رفته است. این رویه، که در مورد برخی دیگر از صندوق‌های بازنشستگی نیز قابل مشاهده است، حسب مورد به محدودیت‌های قانونی، وضعیت نظام اقتصادی ایران، و مسائل مدیریتی بازمی‌گردد. در مورد محدودیت‌های قانونی باید گفت برخی صندوق‌ها، مانند صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری، طبق مقررات مربوط (ماده ۱۷ آیین‌نامه اجرایی ماده ۸ قانون تشکیل صندوق حمایت و کلا و کارگشایان دادگستری، مصوب ۱۳۷۷) باید وجوه مربوط به حق بیمه دریافتی را فقط به صورت سپرده بانکی نگهداری کنند که میزان بهره آن از تورم بسیار پایین‌تر است. در خصوص تأثیر وضعیت نظام اقتصادی کشور بر بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها باید گفت از نظر بسیاری از اقتصاددانان سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌ها از روندهای کلان اقتصادی - مانند وضعیت ناپایدار اقتصاد کلان ایران، میزان رشد اقتصاد، فضای عمومی کسب‌وکار، وضعیت رونق و رکود در کشور، میزان سود بانکی، روند تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها - به شدت متأثر شده است و این موارد بر بازده سرمایه‌گذاری‌ها اثر نامطلوب داشته است. در نهایت در خصوص مسائل مدیریتی باید گفت از نظر برخی نویسندگان فقدان ثبات مدیریتی و عدم کارآمدی در مدیریت شرکت‌های تابعه صندوق‌ها مهم‌ترین علت‌های عدم بهره‌وری سرمایه‌گذاری‌ها بوده است. مثلاً، هم‌اکنون برخی شرکت‌های زیرمجموعه شستا زیان‌ده هستند و دلیل اصلی آن نیز تغییرات عمده مدیریتی در دهه‌های اخیر است. زیرا مدیران جدید به برنامه‌ها و راهبردهای سابق توجه و به آن عمل نکرده‌اند (احمدی امویی، ۱۳۹۶: ۳۶).

با توجه به آنچه آمد باید گفت همه موارد دلالت‌کننده بر ضرورت سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی در مورد صندوق‌های بازنشستگی ایران نیز صدق می‌کند. در نتیجه، برای برون‌رفت از بحران اقتصادی این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری خارجی می‌تواند یکی از گزینه‌های مهم باشد.

۲. روش‌ها و سبدهای سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی

در این قسمت به ترتیب درباره روش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی (شامل روش‌های مستقیم و غیر مستقیم) و سبد سرمایه‌گذاری خارجی آن‌ها توضیح داده می‌شود.

۲.۱. روش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی

سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی می‌تواند مستقیم یا غیر مستقیم باشد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به معنای سرمایه‌گذاری در کشور میزبان با هدف کنترل یک بنگاه اقتصادی یا به دست آوردن مالکیت دارایی در آن کشور در بلندمدت است. در مقابل، سرمایه‌گذاری غیر مستقیم (یا سرمایه‌گذاری در سبد) کوتاه‌مدت و شامل فعالیت‌های اقتصادی - مانند

نگهداری و خرید و فروش سهام خارجی و اوراق قرضه و سایر دارایی‌های مالی بدون فعالیت‌های مدیریتی و اعمال رأی در تصمیم‌گیری‌ها است.

سؤالی که در اینجا مطرح می‌شود آن است که کدام‌یک از روش‌های یادشده برای صندوق‌هایی که سرمایه‌گذاری خارجی برای آن‌ها ضرورت دارد دارای مزیت است؟

از نظر برخی پژوهشگران، سرمایه‌گذاری مستقیم روش مطلوب‌تری برای صندوق‌های بازنشستگی است. زیرا با افزایش قدرت رأی موجب نفوذ قابل توجه در شرکت‌های مقیم در کشورهای دیگر و در نهایت منافع پایدار برای صندوق بازنشستگی می‌شود. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، از آن جهت که پیوندهای پایدار و طولانی‌مدت بین اقتصادها ایجاد می‌کند و یک کانال مهم برای انتقال فناوری بین کشورهاست، تجارت بین‌المللی را از طریق دسترسی به بازارهای خارجی ارتقا می‌دهد و می‌تواند وسیله مهمی برای توسعه اقتصادی باشد (OECD, 2023). این تأثیرات در نهایت به نفع صندوق‌های بازنشستگی در مقام مهم‌ترین فعالان نظام اقتصادی خواهد بود.

با این حال باید گفت اگرچه سرمایه‌گذاری خارجی از هر نوع آن عمدتاً موجب تنوع سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک می‌شود، به نظر می‌رسد روش سرمایه‌گذاری غیر مستقیم به دلایلی برای صندوق‌های بازنشستگی روشی مناسب‌تر باشد. نخست آنکه سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی، برخلاف سرمایه‌گذاری مستقیم، فاقد نقش مستقیم در مدیریت واحد اقتصادی است. در این حالت، سرمایه‌گذاری وضعیتی کاملاً شناور دارد و در هر زمان امکان خروج از یک بازار و ورود به بازار دیگر برای صندوق وجود دارد. در این نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار از شناس بالایی برای خروج سرمایه از طریق فروش سهام یا اوراق بهادار برخوردار است و به‌سادگی قادر است سرمایه را به کشور خود یا کشور ثالث منتقل کند (همت‌جو، ۱۳۹۸: ۱۰۴). این قابلیت از دو جهت برای صندوق‌های بازنشستگی مهم محسوب می‌شود؛ یکی آنکه با توجه به اینکه تعهدات صندوق بازنشستگی در برابر بیمه‌شدگان (پرداخت مستمری) یک تعهد مستمر است قابلیت نقدشوندگی فوری دارایی صندوق برای ایفای تعهدات آن ضروری است و دیگر آنکه قابلیت نقدشوندگی فوری موجب می‌شود به دنبال شناسایی بازارهای جدید برای سرمایه‌گذاری و آگاهی‌های جدید به‌دست‌آمده درباره مخاطرات سرمایه‌گذاری فعلی (در آینده) صندوق بتواند با خروج سرمایه فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر را از دست ندهد یا متحمل ضرر نشود. دوم آنکه سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی امکان سرمایه‌گذاری در اندازه‌های کوچک‌تر و درجه بالاتری از تنوع را فراهم می‌کند و به همین دلیل نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری مؤثرتر است (Inderst, 2009: 22). این موضوع برای بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی، که با هدف کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری به دنبال تنوع حداکثری دارایی خود هستند، مهم به شمار می‌آید. سوم آنکه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، که از رابطه دائم میان سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر حکایت دارد و به دنبال کسب منفعت دائمی در کشور دیگر است، برخوردار از حق رأی مؤثر در مدیریت بنگاه اقتصادی کشور میزبان را به دنبال دارد (همت‌جو، ۱۳۹۸: ۱۰۴). در واقع، این نوع سرمایه‌گذاری به بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی می‌انجامد؛ حال آنکه امروزه بنگاه‌داری برای صندوق‌های بازنشستگی امری مذموم به شمار می‌رود و در قوانین بسیاری از کشورها به‌صراحت برای صندوق‌ها ممنوع اعلام شده است. چهارم آنکه سرمایه‌گذاری مستقیم، با توجه به اینکه به دنبال مالکیت و کنترل مستقیم بر دارایی است، به منابع داخلی بسیار قوی‌تری در فرایند ساخت، کسب، مدیریت، و دفع دارایی‌ها نیاز دارد و در آن هزینه‌های تراکنش و اندازه سرمایه‌گذاری نسبتاً بالاست؛ حال آنکه بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی، از جمله صندوق‌های کوچک (بر اساس اعضا)، به دلیل محدود بودن تعداد بیمه‌پردازان این حجم از منابع مالی را در اختیار ندارند (Inderst, 2009: 22). پنجم آنکه همان‌طور که برخی از پژوهشگران بیان کرده‌اند صندوق‌های بازنشستگی باید تا حد امکان دارایی‌های خود را به طور غیر مستقیم سرمایه‌گذاری کنند تا مدیران صندوق بتوانند بخش عمده فعالیت خود را بر مسئولیت اصلی خود، یعنی اداره صندوق، متمرکز کنند. از نظر آنان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی صندوق‌های بازنشستگی آن‌ها را به‌شدت درگیر مسائل سرمایه‌گذاری، که جنبه مالی آن غالب است، می‌کند و صندوق‌ها را از رسالت اجتماعی و هدف اصلی شکل‌گیری آن‌ها (یعنی تحقق بیمه اجتماعی به منزله یکی از اجزای اصلی نظام تأمین اجتماعی کشورها) به کلی دور می‌کند (رستمی و بادینی، ۱۳۹۸: ۲۷۰).

در عمل نیز صندوق‌های بازنشستگی (عمدتاً به دلایل فوق) سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی را بر سرمایه‌گذاری مستقیم ترجیح می‌دهند. رویه موجود میان صندوق‌های بازنشستگی کشورهای عضو اتحادیه اروپا نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از سال ۲۰۱۰ تاکنون روندی کاهشی داشته است (همت‌جو، ۱۳۹۸: ۱۱۴). حتی برخی از صندوق‌های بازنشستگی در دهه‌های اخیر سرمایه‌گذاری مستقیم را به کلی از رویه خود حذف و در عوض شیوه‌های غیر مستقیم را انتخاب کرده‌اند (Inderst, 2009: 22).

۲.۲. سبب سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی

حال که مشخص شد سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی عمدتاً از نوع سرمایه‌گذاری غیر مستقیم است، این سؤال مطرح می‌شود که در این نوع سرمایه‌گذاری‌ها سبب سرمایه‌گذاری (پرتفوی) به چه صورت است؟

در پاسخ باید گفت با وجود آنکه سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی به شیوه‌های مختلف شامل خرید سهام و اوراق قرضه و سایر اسناد مالی می‌تواند صورت گیرد و انتخاب هر یک از این دارایی‌ها می‌تواند موجب تنوع سرمایه‌گذاری و کاهش مخاطراتش شود، رویه عملی صندوق‌های بازنشستگی، که اقدام به سرمایه‌گذاری خارجی می‌کنند، خرید سهام شرکت‌هاست. مثلاً، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ در سال ۲۰۱۹ حدود ۷۱ درصد از کل دارایی‌های خود را در ۷۴ کشور دنیا به شکل سهام سرمایه‌گذاری کرده است. همچنین، در همین سال، بزرگ‌ترین صندوق بازنشستگی کشور هلند مجموعاً ۳۸ درصد از سبد سرمایه‌گذاری خود را به بازار سهام، شامل بازار سهام کشورهای توسعه‌یافته (به میزان ۲۵ درصد) و بازار سهام کشورهای نوظهور و سهام خصوصی (به میزان ۱۳ درصد)، اختصاص داده است (ABP Pension fund, 2019: 23-24).

غلبه سهام در ترکیب دارایی‌های بین‌المللی صندوق‌های بازنشستگی دلایل متعددی دارد. نخست آنکه بررسی‌ها نشان می‌دهد میان انواع سرمایه‌گذاری‌ها سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها معمولاً پربازده‌ترین سرمایه‌گذاری به شمار می‌آید. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های خارجی، علاوه بر کاهش ریسک پرتفو در بلندمدت، افزایش بازده سرمایه‌گذاری را به دنبال دارد و موجب رعایت اصل تعادل امنیت و سودآوری در سرمایه‌گذاری می‌شود (جهان‌فر، ۱۳۹۹: ۱۹)، بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی با هدف کسب سود حداکثری بخش زیادی از دارایی‌های خود را در سهام شرکت‌های فعال در بازارهای نوظهور یا شرکت‌های تجاری‌ای که زمینه فعالیت آن‌ها در بازار داخلی این شرکت‌ها وجود ندارد سرمایه‌گذاری می‌کنند (Collie et al., 2021: 13). دوم آنکه تجربه‌های تاریخی سرمایه‌گذاری در بسیاری از کشورها نشان می‌دهد سهام بهترین مصونیت را در مقابل تورم دارد (یاری، ۱۳۹۸: ۲۱). این موضوع برای صندوق‌های بازنشستگی، که در کشورشان شاهد تورم سالیانه و کاهش ارزش پول ملی هستند، اهمیت فراوانی دارد. منطق ورای این استدلال آن است که تعهدات مالی صندوق در برابر بیمه‌شدگان (تعهد به پرداخت مستمری) به ارز داخلی و به یک میزان نسبتاً مشخص است؛ حال آنکه قیمت سهام خارجی با ارز خارجی سنجیده می‌شود. در نتیجه به دنبال کاهش ارزش پول ملی (یا به عبارت دیگر بالا رفتن قیمت ارز خارجی) صندوق از محل سود حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی در سهام به آسانی قادر به ایفای تعهدات خود (با ارز داخلی) خواهد بود (Afanador et al., 2021: 9). سوم آنکه گرایش صندوق‌های بازنشستگی به سهام شرکت‌ها میان همه گزینه‌های سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی تا حد زیادی به ساختار کلی سبد دارایی آن‌ها بازمی‌گردد. در واقع، مدیران برخی صندوق‌های بازنشستگی بر این باورند که باید بیشترین قسمت مجموع سبد سرمایه‌گذاری صندوق به سهام شرکت‌ها اختصاص یابد. به تبع این موضوع، بیشترین قسمت سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی نیز به سهام شرکت‌های خارجی اختصاص می‌یابد. در واقع در بیشتر موارد یک رابطه مستقیم میان ترکیب مجموع دارایی‌های صندوق بازنشستگی با سبد سرمایه‌گذاری خارجی آن‌ها وجود دارد. مثلاً، در سال ۲۰۱۷، ۷۸ درصد از دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی کانادا به سهام شرکت‌ها اختصاص یافت. به تبع این موضوع، بیشترین میزان سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی کانادا در سهام شرکت‌های تجاری بوده است (CPP Investment Board, 2020: 4-5).

۳. چالش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی

سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی با وجود ضرورت‌های آن در برخی موارد با چالش‌های حقوقی و غیر حقوقی همراه است که مهم‌ترین آن‌ها در ادامه شرح داده می‌شود.

۱.۳. چالش‌های حقوقی

مهم‌ترین چالش حقوقی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ریشه در قوانین نظام‌های حقوقی دارد. به طور کلی، رویکرد نظام حقوقی کشورها در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی به سه دسته قابل تقسیم است: ۱. تجویز سرمایه‌گذاری خارجی (به طور مطلق)؛ ۲. تجویز توأم با محدودیت قانونی؛ ۳. ممنوعیت قانونی سرمایه‌گذاری خارجی. در برخی نظام‌های حقوقی، سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی به طور مطلق، یعنی بدون هیچ‌گونه محدودیت قانونی، پذیرفته شده است. در بیشتر کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، مقررات سرمایه‌گذاری ملی هیچ‌گونه محدودیتی برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در خارج از کشور ایجاد نمی‌کنند. این موضوع حتی در کشورهایی که خود آن‌ها نیز نیاز مبرم به سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی و جذب سرمایه دارند- مانند بلغارستان، کرواسی، استونی، لتونی، لیتوانی، رومانی، اسلواکی- قابل مشاهده است (OECD, 2021: 3-4).

در برخی دیگر از نظام‌های حقوقی، سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی، به موجب قانون، از جهت نوع یا میزان دارایی، محدودیت دارد یا آنکه با توجه به نوع صندوق بازنشستگی به کلی برای سرمایه‌گذاری خارجی محدودیت برقرار شده است. مثلاً در برخی کشورهای اروپایی، به موجب مقررات، نوع دارایی در سید سرمایه‌گذاری خارجی فقط باید اوراق قرضه باشد و صندوق‌های بازنشستگی نمی‌توانند در سهام شرکت‌های خارجی سرمایه‌گذاری کنند. در این خصوص می‌توان صندوق‌های بازنشستگی فعال در کشورهای چک و ارمنستان و گرجستان را مثال زد که در سال ۲۰۲۱ تقریباً هیچ میزان از دارایی خود را در سهام شرکت‌های خارجی سرمایه‌گذاری نکردند (OECD, 2021: 3-4). همچنین در آلمان، طبق قانون، صندوق‌های بازنشستگی از سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی که توسط مؤسسات رتبه‌بندی بزرگ زیر امتیاز سرمایه‌گذاری ارزیابی شده‌اند منع شده‌اند (یاری، ۱۳۹۸: ۱۷).

در برخی دیگر از کشورها محدودیت قانونی از جهت میزان سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد. مثلاً، برای صندوق‌های بازنشستگی کشور کاستاریکا تا ۵۰ درصد، پرو تا ۴۲ درصد، کلمبیا تا ۴۰ درصد، لهستان تا ۳۰ درصد، مکزیک و روسیه تا ۲۰ درصد، و شیلی تا ۸۰ درصد محدودیت قانونی وجود دارد (OECD, 2018: 11). در برخی کشورها محدودیت قانونی از جهت نوع صندوق بازنشستگی (دولتی یا خصوصی بودن) است. مثلاً در کشور روسیه قانون به صندوق‌های بازنشستگی دولتی اجازه سرمایه‌گذاری خارجی نمی‌دهد و فقط صندوق‌های بازنشستگی خصوصی (به میزان ۲۰ درصد) مجاز به این امر هستند (Chowa & Mhlanga, 2014: 172).

در نهایت، در گروه سوم از نظام‌های حقوقی، قوانین و مقررات به صراحت هر گونه سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی را به کلی منع می‌کند. میان کشورهای در حال توسعه، قوانین برخی از کشورها، مانند نیجریه و جمهوری دومینیکن، به صندوق‌هایشان اجازه سرمایه‌گذاری در خارج از کشور نمی‌دهند (OECD, 2018: 12).

محدودیت یا ممنوعیت قانونی سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی، که عمدتاً به رویکرد محافظه‌کارانه دولت‌ها و دخالت آن‌ها در تنظیم قواعد صندوق‌های بازنشستگی (به دلیل مسئولیت آن‌ها در مقابل بیمه‌شدگان به منزله بخشی از تکالیف دولت در زمینه حقوق تأمین اجتماعی) بازمی‌گردد، برای بسیاری از صندوق‌ها که به دلایلی، چون محدودیت بازار سرمایه داخلی یا بازدهی اندک سرمایه‌گذاری‌های داخلی، نیاز مبرم به امکان سرمایه‌گذاری خارجی یا بهره‌مندی از اختیارات قانونی بیشتر در انتخاب نوع یا میزان دارایی خارجی دارند یک چالش حقوقی مهم محسوب می‌شود؛ طوری که موجب می‌شود صندوق‌ها بسیاری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب یا پربازده را از دست بدهند. البته چالش‌های حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌ها را نباید محدود به نظام‌های حقوقی دانست که در آن‌ها برای سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی محدودیت یا ممنوعیت

قانونی وجود دارد. زیرا این دسته از چالش‌ها حتی در برخی از کشورهایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری خارجی به طور مطلق تجویز شده است از نوع دیگری وجود دارد؛ از جمله آنکه با وجود اینکه در نظام حقوقی برخی کشورها به صراحت محدودیت یا ممنوعیتی در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی مشاهده نمی‌شود، راه‌های قانونی کافی و مناسب نیز در این زمینه در قوانین و مقررات وجود ندارد؛ طوری که رویکرد نظام حقوقی در زمینه امکان حمایت از دارایی صندوق (در صورت بروز مشکلات حقوقی یا سیاسی) در قلمرو کشور خارجی یا نحوه حمایت قانونی از سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی دلالت دارد، در عمل، موجب کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری خارجی برای صندوق‌های بازنشستگی و بی‌انگیزگی آن‌ها برای این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود (Aliu & Knapkova, 2017: 239).

پس از بررسی رویکرد نظام‌های حقوقی در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی، این سؤال مطرح می‌شود که رویکرد نظام حقوقی ایران در خصوص این موضوع با کدام یک از رویکردهای سه‌گانه یادشده مطابقت بیشتری دارد؟ در پاسخ باید گفت در نظام حقوقی ایران در هیچ‌یک از قوانین موجود به سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی ایران تصریح نشده است. فقط در برخی مقررات قواعدی وجود دارد که می‌توان مفاد آن‌ها را به صندوق‌های بازنشستگی نیز قابل تسری دانست. میان مقررات موجود، «آیین‌نامه (ضوابط کلی) نحوه مدیریت وجوه و ذخایر و سرمایه‌گذاری‌های دستگاه‌های اجرایی دولتی و عمومی غیر دولتی فعال در قلمروهای مختلف نظام تأمین اجتماعی و سازمان‌ها، مؤسسات، و صندوق‌های بیمه اجتماعی و بازنشستگی کشور» (مصوب ۱۳۹۸ شورای عالی رفاه و تأمین اجتماعی) جدیدترین مقرره‌ای است که به صراحت به سرمایه‌گذاری خارجی نهادهای فعال در نظام تأمین اجتماعی ایران، از جمله صندوق‌های بازنشستگی، اشاره دارد. بنابراین، این مقرره دلالت بر آن دارد که سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی در نظام حقوقی ایران تجویز شده و فاقد ممنوعیت قانونی است. با این حال، باید نظام حقوقی ایران را در زمره نظام‌های حقوقی ای دانست که در آن‌ها سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی با محدودیت‌های قانونی همراه است. زیرا همین مقرره بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در بازارهای مالی بین‌المللی شامل سهام در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک باید باشد (بند ۵ ماده ۶). همچنین، سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی بین‌المللی (بند ۵ ماده ۶) حداکثر تا سقف ۲۰ درصد از ارزش روز وجوه و ذخایر مجاز است (بند «ت» ماده ۷). همان‌طور که مشاهده می‌شود این آیین‌نامه فقط سرمایه‌گذاری خارجی غیر مستقیم در سهام شرکت‌های تجاری را تجویز کرده و از نظر روش و میزان نیز برای آن محدودیت قائل شده است.

اگرچه روش سرمایه‌گذاری خارجی (از حیث غیر مستقیم بودن و استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک) و تعیین نوع و سقف آن به شرحی که در آیین‌نامه یادشده بیان شده است، امروزه، در نظام حقوقی بسیاری از کشورها قابل مشاهده است، مقرره فوق بستر قانونی سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی ایران را به خوبی فراهم نمی‌سازد. زیرا آیین‌نامه فقط به طور مختصر به موضوع امکان سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی ایران و عمدتاً محدودیت‌های آن اشاره می‌کند؛ بدون آنکه سازکارهای سرمایه‌گذاری خارجی، از جمله روش‌های حمایت قانونی از سرمایه‌گذار، را به درستی مشخص کند. به همین جهت، به دلیل تردید در امکان بهره‌مندی از حمایت‌های قانونی، نمی‌توان از صندوق‌های بازنشستگی ایران انتظار داشت با اتکا به این مقرره به آسانی به سرمایه‌گذاری خارجی روی آورند.

۲.۳. چالش‌های فراحقوقی

سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی، صرف‌نظر از وجود یا فقدان چالش حقوقی، در برخی موارد با چالش‌های غیر حقوقی نیز مواجه است؛ طوری که گاه چالش‌های فراحقوقی عامل اصلی عدم اقدام به سرمایه‌گذاری خارجی به شمار می‌آیند. برخی از این چالش‌ها، که در بسیاری از کشورها قابل مشاهده است، در ادامه شرح داده می‌شود. نخستین چالش غیر حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی را باید نگرش منفی برخی دولت‌ها به هر نوع سرمایه‌گذاری بین‌المللی دانست. این نگرش که عمدتاً به ملاحظات اقتصادی بازمی‌گردد بر تعیین و تنظیم قوانین و مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی نیز تأثیرگذار است. امروزه، بر مبنای چنین ملاحظاتی، بسیاری از کشورها به‌ویژه کشورهای در حال

توسعه با خروج سرمایه از کشور چندان موافق نیستند. زیرا این موضوع موجب کم‌عمق‌تر شدن بازار سرمایه داخلی آن‌ها می‌شود (World Bank Group, 2000: 3). در واقع، هدایت ذخایر طرح‌های بیمه‌ای به سوی بازارهای خارجی در صورت فقدان سازگار مشابه و همسان میان بازار سرمایه خارجی و داخلی منبع زیان بالقوه‌ای برای توسعه بازارهای مالی داخلی است. این موضوع یکی از چالش‌های مهم پیش روی کشورهای در حال توسعه است که از یک طرف نیازمند جذب سرمایه‌های خارجی هستند و از طرف دیگر به دلیل ناکارآمدی بازارهای داخلی قسمت عمده‌ای از پس‌اندازهای قراردادی تمایل به خروج از کشور دارند (فلاح‌زیارانی، ۱۳۸۳: ۴۵۸). برخی محققان در توجیه این رویکرد گفته‌اند سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی کشورهای در حال توسعه پیامدهای کلان اقتصادی نامطلوبی برای آن‌ها به دنبال دارد. زیرا، حجم زیاد سرمایه‌گذاری در کشورهای خارجی ارزش پول ملی را کاهش می‌دهد. به همین دلیل، برخی از کشورها خروج سرمایه صندوق‌های بازنشستگی را ممنوع می‌کنند یا مناطقی که این صندوق‌ها می‌توانند در آن‌ها سرمایه‌گذاری کنند را محدود می‌کنند تا عملاً سرمایه‌گذاری خارجی این نوع صندوق‌ها را غیر ممکن سازند (تامانگو، ۱۳۸۳: ۱۷۰). عدم تمایل برخی دولت‌ها به سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی دلایل دیگری نیز ممکن است داشته باشد. در برخی موارد دولت‌ها از سرمایه صندوق‌های بازنشستگی برای دست یافتن به اهداف اقتصادی و توسعه اجتماعی خود استفاده می‌کنند. مثلاً در کشور روسیه، در سال ۲۰۱۵ میلادی، وزارت دارایی اقدام به انتشار اوراق قرضه کرد که ۳۰ درصد این اوراق از سوی صندوق‌های بازنشستگی این کشور خریداری شد. علاوه بر این، صندوق‌های بازنشستگی این کشور به خرید اوراق قرضه پروژه‌های زیرساختی نیز اقدام کردند (یاری، ۱۳۹۸: ۲۸ - ۲۹) و بدین طریق به سوی اهداف اقتصادی و اجتماعی دولت گام برداشتند. در واقع، گاه فراهم بودن بستر سرمایه‌گذاری خارجی برای صندوق‌های بازنشستگی ممکن است به خروج بخش زیادی از دارایی صندوق‌ها از کشور بینجامد و موجب شود دولت نتواند منابع مالی مورد انتظار را از صندوق بازنشستگی دریافت کند یا آن را به سمت اهداف اقتصادی و اجتماعی خود سوق دهد. دومین چالش غیر حقوقی را باید رویکرد مدیران برخی صندوق‌های بازنشستگی به سرمایه‌گذاری خارجی دانست. در واقع، در حالی که در نظام حقوقی برخی کشورها تنوع دارایی‌ها از طریق سرمایه‌گذاری فرامرزی پذیرفته شده است، صندوق‌های بازنشستگی در آن کشور جزء سرمایه‌گذارانی هستند که از چنین فرصت‌هایی استفاده نمی‌کنند و بخش نسبتاً زیادی از ثروت خود را به اوراق بهادار داخلی اختصاص می‌دهند. این موضوع می‌تواند دلایل متعددی داشته باشد که مهم‌ترین آن‌ها عبارت است از: ۱. سرمایه‌گذاری خارجی هزینه‌های فراوانی برای صندوق‌های بازنشستگی به دنبال دارد. معمولاً سرمایه‌گذاری در خارج از بازار داخلی پرهزینه‌تر است. این هزینه‌ها می‌تواند شامل هزینه کسب اطلاعات و هزینه‌های مربوط به مبادلات و تبدیل ارز و مانند این‌ها باشد؛ ۲. مدیران برخی صندوق‌های بازنشستگی، به‌ویژه صندوق‌های بازنشستگی دولتی، در زمینه سرمایه‌گذاری در قلمرو کشور خود نوعی تعصب دارند که به «تعصب وطنی»^۱ موسوم است (Aliu & Knapkova, 2017: 239). بر مبنای این تعصب، مدیران این صندوق‌ها، به‌ویژه صندوق‌های بازنشستگی دولتی، با توجه به تبعات نامطلوب اقتصادی که خروج سرمایه از کشور دارد، تمایلی به سرمایه‌گذاری خارجی ندارند. از نظر آنان، تعصب وطنی موجب تعمیق بازارهای مالی داخلی و توسعه زیرساخت‌های نهادی می‌شود. به همین جهت در سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی باید سرمایه‌گذاری در داخل در اولویت قرار گیرد (Reisen, 1997: 1173-1182). سومین چالش به موضوع اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاری بازمی‌گردد. به طور کلی سرمایه‌گذاران، هنگام حضور در بازارهای جهانی، باید شرایط اقتصادی و غیر اقتصادی (از جمله شرایط سیاسی) زیادی را مورد توجه قرار دهند. بر همین اساس، صندوق‌های بازنشستگی برای سرمایه‌گذاری و تخصیص دارایی در بازارهای مالی خارجی باید عملکرد بازار مقصد و نحوه تعاملات با آن‌ها را همواره مد نظر قرار دهند و ریسک‌های آن را ارزیابی کنند (مزینی و علی‌زاده، ۱۳۹۹: ۱۸). علاوه بر این، اتخاذ تصمیم درباره سرمایه‌گذاری خارجی منوط به بررسی قوانین بازار سرمایه کشور میزبان و همچنین چارچوب‌های آن کشور در زمینه ورود و خروج سرمایه است. بدون تردید، همه این موارد مستلزم بودن داده‌ها و اطلاعات قابل اعتماد در زمینه‌های متعدد است. حال آنکه در عمل بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی به اطلاعات کافی و موثق درباره همه موارد یادشده دسترسی ندارند. با توجه به این موضوع، برخی پژوهشگران بیان داشته‌اند که ناآشنایی با بازارهای مالی خارجی نخستین و

اساسی‌ترین مانعی است که صندوق‌های بازنشستگی، به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی، برای حرکت به خارج از بازار داخلی با آن مواجه می‌شوند (Collie et al., 2021: 21). چهارمین چالش قابل بیان آن است که سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی تا حد زیادی با تعاملات اقتصادی و سیاسی جهانی دولت متبوع آن‌ها ارتباط دارد. در مورد تعاملات اقتصادی می‌توان سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی کشور کانادا را مثال زد. زیرا سرمایه‌گذاری‌های خارجی صندوق‌های این کشور عمدتاً در حوزه‌هایی از بازارهای بین‌المللی است که دولت کانادا با آن‌ها روابط مالی و تجاری فعال دارد و بر اساس قانون سرمایه‌گذاری از حضور در آن بازارها منع نشده است (فلاح‌زیرانی، ۱۳۸۳: ۷۴). علاوه بر این، تعاملات سیاسی میان کشور محل پیدایش صندوق و کشور خارجی مقصد سرمایه‌گذاری نیز نقش مهمی در انتخاب کشور مقصد سرمایه‌گذاری دارد. زیرا، صرف‌نظر از اینکه سرمایه‌گذاران بین‌المللی می‌توانند در برابر تصمیمات سیاسی دولت‌ها آسیب‌پذیر باشند و این موضوع ممکن است بر حقوق مالکیت آنان تأثیر منفی بگذارد یا توانایی آن‌ها را برای انتقال سرمایه محدود کند (Collie et al., 2021: 33)، فقدان روابط سیاسی میان دو کشور موجب می‌شود صندوق‌های بازنشستگی به دلایلی چون ترس یا تردید در حمایت حقوقی یا سیاسی دولت متبوعشان از سرمایه‌گذاری در کشورهایی که دولت متبوع آن‌ها با آن دولت هیچ رابطه سیاسی ندارند اجتناب کنند. مثلاً، در حالی که ایالات متحده آمریکا مهم‌ترین مقصد سرمایه‌گذاری‌های جهانی است، صندوق‌های بازنشستگی کشورهایی که با این کشور رابطه سیاسی ندارند عمدتاً از سرمایه‌گذاری در این کشور اجتناب می‌کنند.

با توجه به چالش‌های غیر حقوقی برشمرده‌شده، این سؤال پیش می‌آید که آیا عدم تمایل یا اقدام صندوق‌های بازنشستگی ایران به سرمایه‌گذاری خارجی را می‌توان علاوه بر چالش‌های حقوقی با یک یا چند مورد از چالش‌های غیر حقوقی نیز مرتبط دانست؟ در پاسخ باید گفت بیشتر چالش‌های غیر حقوقی بیان‌شده، مانند عدم تمایل کشورهای در حال توسعه به خروج سرمایه از کشور (به دلایل بیان‌شده)، مشکلات مربوط به مبادلات ارزی، و دشواری‌های مرتبط با کسب اطلاعات لازم از وضعیت نظام حقوقی و اقتصادی و سیاسی کشور مقصد سرمایه‌گذاری، در مورد صندوق‌های بازنشستگی ایران نیز همانند بیشتر کشورهای در حال توسعه متصور است. با این حال به نظر می‌رسد تأثیر چالش فقدان یا ضعف تعاملات اقتصادی و سیاسی با کشورهایی که امروزه جزء مقاصد مهم سرمایه‌گذاری بین‌المللی هستند بیشتر از سایر موارد باشد. علاوه بر این‌ها، چالش دیگری که برای صندوق‌های بازنشستگی ایران وجود دارد و ممکن است صندوق‌های بازنشستگی سایر کشورها با آن مواجه نباشند موضوع تحریم‌های بین‌المللی دولت ایران است. این وضعیت، علاوه بر اینکه مبادلات پولی و مالی را برای صندوق‌های بازنشستگی ایران دشوار می‌کند، ممکن است موجب توقیف یا مسدودی اموال یا وجوه اختصاص‌داده‌شده به سرمایه‌گذاری خارجی در کشور مقصد سرمایه‌گذاری شود. به نظر می‌رسد برای رهایی از مشکل اخیر بتوان از طریق سرمایه‌گذاری در بازار اقتصادی کشورهایی که از یک سو جزء کشورهای پرترفدار برای سرمایه‌های خارجی هستند و از دیگر سو دولت ایران با آن‌ها تعاملات سیاسی و اقتصادی مناسبی دارد اقدام کرد.

نتیجه

امروزه در بسیاری از کشورها سازکارهای قانونی متعددی برای سرمایه‌گذاری بین‌المللی فعالان اقتصادی در نظر گرفته شده است که بر سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی نیز حاکم است. با وجود پیش‌بینی چنین سازکارهایی، در عمل، سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی در برخی موارد با چالش‌های حقوقی و فراحقوقی مواجه است. صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران نیز جزء نهادهایی هستند که در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی با مشکلاتی مواجه‌اند؛ طوری که با وجود آنکه سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی در نظام حقوقی ایران پذیرفته شده است، به دلیل چالش‌های حقوقی و غیر حقوقی، به‌ویژه چالش‌های اقتصادی، این نهادهای مالی تاکنون به سرمایه‌گذاری خارجی مبادرت نکرده‌اند. این در حالی است که به دلیل محدودیت بازار سرمایه داخلی ایران و بازدهی اندک سرمایه‌گذاری در بازار داخلی ایران، به منظور کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری برون‌مرزی برای صندوق‌های بازنشستگی ایران ضرورت دارد. اگرچه با توجه به مجموع مشکلات موجود ارائه راهکارهای عملی برای همه چالش‌های سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های

بازنشستگی ایران (به‌ویژه آن دسته از چالش‌های فراحقوقی که به مشکلات نظام اقتصادی ایران بازمی‌گردند) تا حدی دشوار است، در جهت فراهم شدن زمینه‌های سرمایه‌گذاری فرامرزی صندوق‌های بازنشستگی چند راهکار حقوقی می‌توان پیشنهاد کرد. نخست آنکه با توجه به اینکه در میان هجده صندوق بازنشستگی ایران بیشتر آن‌ها در بحران مالی به سر می‌برند، به منظور ایجاد قواعد حقوقی منسجم و جامع در زمینه سرمایه‌گذاری فرامرزی آن‌ها، تدوین پیش‌نویس قانون سرمایه‌گذاری بین‌المللی صندوق‌های بازنشستگی از سوی وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی با همکاری وزارت اقتصاد ضرورت دارد. در این قانون، لازم است قواعد مربوط به سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی بین‌المللی - از جمله بازار سهام شرکت‌های تجاری (به‌ویژه در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک)، بازار اوراق قرضه، بازار مشتقات، بازار کالا - مشخص شود. دوم آنکه با توجه به اینکه محدودیت قانونی در تملک سهام شرکت‌های تجاری موجب محدودیت سرمایه‌گذاری فرامرزی در سهام شرکت‌های خارجی نیز می‌شود لازم است با اصلاح قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی محدودیت قانونی صندوق‌های بازنشستگی در خصوص سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، که در حال حاضر تا سقف ۴۰ درصد است، تعدیل شود. زیرا، چنان که پیش از این بیان شد، امروزه در بسیاری از کشورها صندوق‌های بازنشستگی می‌توانند تا ۸۰ درصد دارایی خود را در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند یا حتی برخی صندوق‌ها در این خصوص هیچ محدودیتی ندارند. این وضعیت موجب شده است صندوق‌های بازنشستگی چنین کشورهایی در سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی آزادی عمل و حق انتخاب فراوانی داشته باشند. سوم آنکه با توجه به اینکه یکی از سازکارهای حقوقی حمایت از سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی انعقاد موافقت‌نامه‌های بین‌المللی سرمایه‌گذاری است ضروری است دولت ایران برای حمایت از سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی صندوق‌های بازنشستگی ایران با کشورهای دارای بازار مالی پویا، که با آن‌ها تعاملات اقتصادی و سیاسی مناسب دارد، مانند چین و روسیه و ترکیه و قطر، مبادرت به انعقاد چنین موافقت‌نامه‌هایی کند. به منظور تحقق این موضوع، می‌توان در قانون برنامه هفتم توسعه دولت را مکلف کرد در بازه زمانی سال‌های اجرای این قانون به انعقاد تعداد مشخصی از این موافقت‌نامه اقدام کند.

منابع

- احمدی امویی، بهمن (۱۳۹۶). اصلاح ساختار شرکت‌ها و هلدینگ‌سازی؛ تجربه صندوق بازنشستگی کشوری. تهران: طرح نقد. تاماگنو، ادوارد (۱۳۸۳). سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی؛ اصول و ملاحظات (تجربه طرح بازنشستگی کانادا). تأمین اجتماعی، ۱۹، ۱۶۷ - ۱۸۸.
- جهان‌فر، نیلوفر (۱۳۹۹). بیانیه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی منتخب. تهران: مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا. رستمی، مرتضی و بادینی، حسن (۱۳۹۸). بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی در نظام تأمین اجتماعی ایران. پژوهش حقوق عمومی، ۶۳، ۲۷۱ - ۲۹۵.
- رستمی، مرتضی و حبیب‌نژاد، سید احمد (۱۳۹۶). بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری. حقوق خصوصی، ۱، ۹۵ - ۱۱۵.
- فلاح‌زیرانی، علی (۱۳۸۳). ابزارها و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی؛ مقایسه تطبیقی با سازمان تأمین اجتماعی. تأمین اجتماعی، ۱۷، ۴۵۰ - ۴۶۲.
- محرابی، لیلیا (۱۳۹۹). گذری بر عمده‌ترین چالش‌های ساختاری و مقرراتی بازار سرمایه در ایران. تازه‌های اقتصاد، ۱۶۱، ۵۲ - ۵۴.
- مرادی، محمدحسین و همکاران (۱۴۰۰). گزارش کارشناسی «بررسی لایحه بودجه سال ۱۴۰۱ کل کشور؛ صندوق بازنشستگی کشوری». تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- مزینی، امیرحسین و علی‌زاده هسپستان، رضا (۱۳۹۹). بررسی رویکردهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی (مطالعه موردی: سازمان تأمین اجتماعی ایران). تأمین اجتماعی، ۲، ۱۳ - ۳۹.
- میرزاابراهیمی، رضا و جهان‌فر، نیلوفر (۱۳۹۹). استراتژی تخصیص منابع در صندوق‌های بازنشستگی منتخب. زیر نظر مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا. تهران: عمران.
- همت‌جو، علی (۱۳۹۸). بررسی توسعه سرمایه‌گذاری خارجی شرکت‌ها و نهادهای تحت پوشش سازمان تأمین اجتماعی. تأمین اجتماعی، ۴، ۱۰۳ - ۱۳۷.
- یاری، حمید (۱۳۹۸). گزارش کارشناسی «اصول سرمایه‌گذاری بهینه منابع صندوق‌های تأمین اجتماعی». تهران: مؤسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی.
- ABP Pension fund (2019). Annual Report of ABP Pension fund of Netherland.
- Afanador, J. P. et al. (2021). Estimating the Gains from International Diversification; The Case of Pension Funds, World Bank Group.
- Ahmadi Umayi, B. (2016). *Reforming the structure of companies & holding companies; The experience of the country's pension fund*. Tehran: Tarh Naqd. (in Persian)
- 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), 237-244.
- AP2 Pension Fund (2019). Annual Report of AP2 Pension Fund of Switzerland.
- Chowa, T. & Mhlanga, R. (2014). A Review of Foreign Investments Allowance for Pension Funds in Zimbabwe. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 5(7), 171-176.
- Collie, B. et al. (2021). How do UK pension schemes approach investment into overseas assets?. The Pensions Policy Institute.
- CPP Investment Board (2020). Statement of Investment objections, Policies, Return Expectation and Risk Management for the Investment Portfolio of Canadian Pension plan.
- Falah-Ziyarani, A. (2013). Tools and limitations of pension fund investments; A comparative comparison with the Social Security Organization. *Social Security Quarterly*, Vol. 17, 450-462. (in Persian)
- Hamtjo, A. (2018). Examination of foreign investment development of companies and institutions covered by the Social Security Organization. *Social Security Quarterly*, 4, 103-137. (in Persian)
- Inderst, G. (2009). *Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*. No. 32.
- Jahanfar, N. (2019). *Statement of investment in selected pension funds*. Tehran: Saba Retirement Strategies Institute. (in Persian)
- Mehrabi, L. (2019). Overview of the main structural and regulatory challenges of the capital market in Iran. *Tashehai Ekhtaz Monthly*, 161, 52-54. (in Persian)
- Mirza Ebrahimi, R. & Jahanfar, N. (2019). *Resource allocation strategy in selected pension funds, under the supervision of Saba Retirement Strategies Institute*. Tehran: Omran. (in Persian)

- Moradi, M. H. et al. (2021). *Expert report "Examination of the budget bill for the year 1401 of the whole country; National Pension Fund"*. Tehran: Islamic Council Research Center. (in Persian)
- Mozini, A. & Alizadeh Hespistan, R. (2019). Investigation of investment approaches in pension funds: a case study of Iran's Social Security Organization. *Social Security Quarterly*, 2, 39-13. (in Persian)
- OECD (2013). *Pensions at a Glance 2013; OECD and G20 indicators*, OECD Publishing.
- OECD (2018). *OECD Survey of Investment Regulation of Pension Funds*, Paris.
- OECD (2021). *Pension Funds in Figures*.
- OECD (2023). *Foreign direct investment (FDI)*, OECD Library, available at: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/foreign-direct-investment-fdi/indicator-group/english_9a523b18-en
- Reisen, H. (1997). Liberalizing foreign investments by pension funds: Positive and normative aspects. *World Development*, 25(7), 1173-1182.
- Rostami, M. & Badini, H. (2018). Management of Pension Funds in Iran's Social Security System. *Public Law Research Quarterly*, 63, 271-295. (in Persian)
- Tamagno, E. (2013). Investment of social security funds; Principles and Considerations (Canadian Pension Plan Experience). *Social Security Quarterly*, 19, 167-188. (in Persian)
- World Bank Group (2000). *Portfolio limits: Pension investment restrictions compromise fund performance*, World Bank Pension Reform Primer.
- Yari, H. (2018). *Expert report "Principles of optimal investment of social security fund resources"*. Tehran: Higher Institute of Social Security Research. (in Persian)