

## نقطه عطف صندوق توسعه ملی

صندوق توسعه ملی با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی و فرآورده‌های نفتی به ثروت‌های ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسل‌های آینده از منابع نفت و گاز و فرآورده‌های نفتی تشکیل می‌شود. اصل اساسی تشکیل این صندوق به این معناست که صندوق توسعه ملی یک صندوق ثروت ملی کالایی و صیانتی است.

صندوق توسعه ملی ایران یکی از صندوق‌های ثروت ملی جهان است که با دارایی نسبتاً بالایی وارد عرصه تعادل بین نسلی اقتصاد و عواید ناشی از منابع طبیعی شد. حال بعد از گذشت ده سال از آغاز به کار این صندوق، مدیران ارشد به درستی به بررسی عملکرد گذشته آن و راه پیشروی صندوق دارند.

صندوق‌های ثروت ملی (SWF) ابزارهای سرمایه‌گذاری هستند که توسط دولت‌ها برای دستیابی به برخی از اهداف اقتصادی از پیش تعریف‌شده ایجاد می‌شوند. در حالی که کشورهای در حال توسعه مانند هند این افزایش SWF ها را فرصتی برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی باثبات می‌دانند، کشورهای توسعه یافته مواضع محتاطانه‌ای اتخاذ می‌کنند و هر حرکت و فعالیت این صندوق‌ها را برای شناسایی انگیزه‌های استراتژیک و حتی امنیتی زیر نظر دارند. با این وجود، در میان همه ابهامات، یک مساله واضح است؛ آنکه صندوق‌های ثروت ملی با حمایت دولت‌های مستقل و با سرمایه‌گذاری مبالغ هنگفتی در مجموعه‌ای متنوع، می‌توانند ماندگار بمانند تا سهم نسل‌های آتی را حفظ کنند.

SWF یک نهاد مالی است که توسط دولت یک کشور برای سرمایه‌گذاری آن کشور ایجاد شده است. ایده اصلی پشت پرده دلیل وجود و شکل‌گیری SWF این است که مصرف امروز مازاد ملی را به تعویق بیندازیم و آنها را به گونه‌ای سرمایه‌گذاری کنیم که با گذشت زمان، حجم دارایی ملی بزرگتر شود و بودجه آماده برای دستیابی به اهداف مختلف در آینده را در دسترس سازد.

در نوشتار پیش رو انواع صندوق های ثروت ملی را از جنبه های مختلف بررسی می شوند تا دید کلی به خواننده ارائه شود و در نهایت با توجه به سابقه نویسنده از فضای سیاسی-اقتصادی کشور و صندوق توسعه ملی، پیشنهاداتی برای شروع دهه دوم عمر این صندوق ارائه می شود.

## تعریف صندوق ثروت ملی

سه تعریف برجسته توسط مجمع بین المللی صندوق های ثروت ملی (IFSWF) ارائه شده است:

مجمع بین المللی صندوق های ثروت ملی (IFSWF) صندوق ثروت ملی را به عنوان "صندوق یا ترتیبات سرمایه گذاری با هدف ویژه، متعلق به دولت عمومی" تعریف می کند. SWF که توسط دولت عمومی برای اهداف کلان اقتصادی ایجاد شده است، دارایی هایی را برای دستیابی به اهداف مالی نگهداری، مدیریت یا اداره می کند و مجموعه ای از استراتژی های سرمایه گذاری را به کار می گیرد که شامل سرمایه گذاری در دارایی های مالی خارجی می شود. SWF ها معمولاً از مازاد تراز پرداخت ها، عملیات رسمی ارز خارجی، درآمدهای خصوصی سازی، مازاد مالی و/یا دریافتی های حاصل از صادرات کالا ایجاد می شوند (IWGSWF,2008).

آزمایشگاه سرمایه گذاری ملی (Sovereign Investment Lab (SIL) (دانشگاه Bocconi، ایتالیا) SWF ها را به عنوان یک ابزار سرمایه گذاری تعریف می کند که: (۱) به طور مستقیم تحت مالکیت یک دولت مستقل هستند. (۲) مستقل از سایر مؤسسات مالی و سیاسی دولتی اداره می شوند. (۳) تعهدات الزام آور پرداختی مستمر ندارند. (۴) در مجموعه ای متنوع از دارایی های مالی برای رسیدن به بازدهی تجاری سرمایه گذاری می کنند. (۵) بخش قابل توجهی از سرمایه گذاری های گزارش شده عمومی خود را در سطح بین المللی انجام داده اند (SIL,2017).

موسسه SWFI نیز این تعریف را ارائه می کند: صندوق یا نهاد سرمایه گذاری دولتی که معمولاً از مازاد تراز پرداخت ها، عملیات ارزی رسمی، درآمدهای خصوصی سازی، پرداخت های انتقالی دولتی، مازاد مالی و/یا دریافتی های ناشی از آن ایجاد می شود. این تعریف سایر دارایی های دولتی را نیز شامل می شود: دارایی های ذخیره ارزی خارجی که توسط مقامات پولی برای تراز پرداخت های سنتی یا اهداف سیاست پولی نگهداری می کنند، شرکت های دولتی به معنای عمومی، صندوق های بازنشستگی کارکنان دولت (تامین مالی شده توسط بخشی از حقوق کارکنان) و دارایی هایی که به نفع افراد مدیریت می شوند (SWFI,2021).

موسسه SWFI معیارهای اساسی شناسایی یک نهاد به عنوان صندوق ثروت ملی را بسیار گسترده در نظر گرفته است. برای مثال، در حالی که آزمایشگاه سرمایه گذاری مستقل (SIL) «مالکیت مستقیم توسط دولت مستقل» را به عنوان پیش نیاز ضروری برای طبقه بندی یک سازمان به عنوان SWF الزامی می کند، IFSWF و SWFI مالکیت توسط دولت مرکزی یا ایالتی را شرط کافی می دانند. تعداد SWF ها بر اساس هر یک از این تعاریف متفاوت است.

با توجه به تعاریف فوق دیده می شود که SWF ها به عنوان صندوق ها یا ترتیبات سرمایه گذاری با هدف ویژه، متعلق به دولت عمومی تعریف می شوند. SWF که توسط دولت عمومی برای اهداف کلان اقتصادی ایجاد شده است، دارایی ها را برای دستیابی به اهداف مالی نگهداری، مدیریت یا اداره می کند و مجموعه ای از استراتژی های سرمایه گذاری را به کار می گیرد که اغلب شامل سرمایه گذاری در دارایی های مالی خارجی می شود. SWF ها معمولاً از مزاد تراز پرداخت ها، عملیات رسمی ارز خارجی، درآمدهای خصوصی سازی، مزاد مالی و/یا دریافتی های حاصل از صادرات کالا ایجاد می شوند.

اهداف کلان اقتصادی صندوق ها ممکن است از نیاز به کسب نرخ بازده بالاتر نسبت به ذخایر ارزی کشور یا حفاظت اقتصاد در برابر شوک های قیمتی و مواردی از این دست، به ویژه زمانی که اقتصاد وابسته به کالا باشد، متفاوت باشد. علاوه بر این، SWF ها ممکن است وجوه خود را در داخل و هم در خارج از کشور سرمایه گذاری کنند، اگرچه روش سرمایه گذاری در خارج رایج تر است. نکته مهم تفاوتی است که بین SWF و سایر نهادهای دولتی وجود دارد (Kimmitt, 2008). از طرفی صندوق های ثروت ملی با ذخایر بین المللی نیز متفاوت هستند زیرا برخلاف ذخایر بین المللی، نه نقدینگی اولویت اصلی آنهاست و نه اصلاح تراز پرداختها هدف اصلی آنها تعریف می شود. SWF ها همچنین ریسک بیشتری دارند و عموماً برای بلندمدت سرمایه گذاری می کنند. به طور مشابه، SWF ها نیز با صندوق های بازنشستگی متفاوت هستند، زیرا هیچ تعهد بازنشستگی از پیش تعیین شده ای به این صندوق ها پیوست نشده اند و از کمک های بازنشستگی کارفرما-کارمند تأمین مالی نمی شوند. به همین ترتیب، شرکت های دولتی صرفاً شرکت هایی تحت مالکیت دولت هستند که در سرمایه گذاری خارجی نیز شرکت می کنند و برخلاف SWF ها، سرمایه گذاری شکل اصلی کسب و کار آنها نیست.

### چالش های پیشروی صندوق های ثروت ملی

سه چالش اصلی مرتبط با این صندوق ها وجود دارد. اول اینکه، SWF ها اطلاعات بسیار کمی در مورد خود با مردم به اشتراک می گذارند (Caner, 2010; Clark, 2009; Das, 2008; Johnson, 2007; Seward, 2014). این فقدان شفافیت باعث ایجاد حس عمیقی از بی اعتمادی و ناامنی در میان کشورهای دریافت کننده شده که می ترسند SWF ها برای رسیدن به اهداف سیاسی و استراتژیک ایجاد شده باشند و ممکن است به منافع کشور میزبان لطمه بزند (Hemphill, 2009; Hildebrand, 2007; Ram Mohan, 2008; Truman, 2007). در حالی که هیچ مطالعه تجربی برای نشان دادن وجود این پدیده وجود ندارد (احتمالاً به این دلیل که SWF ها داده های کافی را در گزارش های خود ارائه نمی کنند)، معمولاً بر اساس شواهد شهودی و نه اثباتی این نتیجه در ذهن متبادر می شود.

تلاش های ناموفق DP World (یک شرکت دولتی دبی) برای خرید ۶ بندر بزرگ در ایالات متحده آمریکا (Rose, 2009) و شرکت سرمایه گذاری چین (SWF چین) ۹,۹٪ در بزرگترین گروه سرمایه گذاری جایگزین جهان یعنی Blackstone، دو نمونه برجسته هستند (Kwok, 2008). در واقع، چین از طریق SWF های خود در خط مقدم سرمایه گذاری های بحث برانگیز صندوق های ثروت ملی است. در سال ۲۰۱۲، شرکت سرمایه گذاری چین همچنین ۱۰ درصد از سهام فرودگاه نمادین هیثرو لندن را به مبلغ هنگفت ۷۲۶ میلیون دلار به دست آورد (بی بی سی، ۲۰۱۲).

دوم، تنظیم کننده ها و واسطه ها بر این باورند که ماهیت مخفی SWF می تواند باعث ایجاد مرحله ای از حمایت مالی شود که بر عملکرد بازارهای آزاد تأثیر می گذارد (Hildebrand, 2007; Truman 2007). چند کشور پذیرای سرمایه گذاری خارجی صندوق های ثروت ملی مانند ایالات متحده آمریکا، بریتانیا و استرالیا، نهادهای تخصصی برای نظارت (و مسدود کردن) سرمایه گذاری های SWF در کشور خود ایجاد کرده اند.

سوم اینکه، احتمال سوءمدیریت در بخشی از دولت هایی که این بودجه ها به آنها سپرده شده است نیز بسیار واقعی است (Truman, 2007). صندوق ثروت ملی مالزی (IMDB) که در شش کشور به دلیل اختلاس های ۳,۵ میلیارد دلاری از صندوق توسط نخست وزیر خود مالزی و همکارانش مورد بررسی قرار گرفته است، نمونه ای از این مورد است (Hope, 2017).

## انواع صندوق های ثروت ملی

صندوق ها بر اساس اهداف خود به صندوق های تثبیت، پس انداز، استراتژیک یا چندهدفی طبقه بندی می شوند (IFSWF, 2020). صندوق های تثبیت توسط کشورهای

غنی از کالا ایجاد می‌شوند تا اقتصاد خود را در برابر تغییرات نامنظم قیمت کالاها مقاوم کنند و اثرات بیماری هلندی را کاهش دهند. صندوق های پس انداز برای توزیع ثروت در بین نسل ها فرموله می شوند. بودجه راهبردی به منظور تخصیص منابع به پروژه های خاص با اهمیت اجتماعی-اقتصادی انجام می شود و صندوق های چند هدفه بر بیش از یک هدف تمرکز می کنند.

#### جدول ۱- طبقه بندی صندوق های ثروت ملی

Basis of Classification	Categories	Meaning	Examples of countries which have such SWFs
Objectives	Stabilization Funds	Set up by commodity rich countries to insulate their economy against erratic changes in commodity prices	Chile, Mexico, Russia
	Savings Funds	Set up to save for future generations	Australia, China, Norway
	Strategic Funds	Set up to allocate resources towards particular projects of socio-economic importance	France, India, Indonesia
	Multi-objective Funds	Set up for more than one objective out of stabilization, savings and strategy	Kuwait, Qatar, Saudi Arabia
Source of Funds	Commodity SWFs	Created out of earnings from commodity exports	Kuwait, Norway, Saudi Arabia
	Non-Commodity SWFs	Created out of fiscal surpluses, foreign exchange reserves, privatization proceeds and debt capital	China, India, Singapore
Source: <i>Investing for Resilience: IFSWF Annual Review 2019</i>			

طبق گفته کانزل و همکارانش (۲۰۱۱)، صندوق تثبیتی و صندوق پس‌انداز محبوب‌ترین شکل SWF هستند. اکثر صندوق‌هایی که توسط کشورهای نفت خیز تأسیس شده‌اند، مانند سازمان سرمایه‌گذاری ابوظبی (ADIA)، سازمان سرمایه‌گذاری کویت، صندوق ذخیره روسیه که ابتدا به عنوان «صندوق تثبیت نفت» تأسیس شده‌اند، اکنون به «صندوق‌های پس‌انداز» تبدیل شده‌اند (وزارت خزانهداری ایالات متحده، ۲۰۰۸). صندوق سرمایه‌گذاری ملی و زیرساخت هند که اخیراً ایجاد شده است، یک صندوق راهبردی است و صندوق سرمایه‌گذاری عمومی عربستان سعودی نمونه‌ای از صندوق‌های چند هدفه یا ترکیبی است.

یک دسته بندی دیگر صندوق‌های ثروت ملی، منبع وجوه آنها است. بسته به منبع وجوه، SWF‌ها به «صندوق کالایی» و «صندوق غیر کالایی» طبقه بندی می‌شوند. صندوق‌های کالایی از درآمد حاصل از صادرات کالا ایجاد می‌شوند، در حالی که صندوق‌های غیر کالایی از طریق انتقال وجوه از ذخایر ارزی رسمی یک کشور ایجاد می‌شوند. سایر منابع تامین مالی SWF‌های غیر کالایی شامل مازاد مالی، درآمد حاصل از خصوصی سازی و سرمایه بدهی است. طبقه بندی مبتنی بر منبع وجوه SWF‌ها به چند دلیل مهم است. از دسامبر ۲۰۱۹، بیش از ۶۰٪ (۴۳ از ۷۰) SWF‌هایی که تعریف IFSWF از SWF را دارند، صندوق‌های کالایی هستند که حدوداً نیمی از کل دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های ثروت ملی را در اختیار دارند. ۳۴ مورد از این ۴۳ صندوق کالایی از کشورهای صادرکننده نفت و محصولات مرتبط می‌آیند و بخش عمده (۹۹٪) دارایی‌های تحت مدیریت SWF‌های کالایی را دارند و تنها یک درصد ناچیز را برای سایر کشورهای صادرکننده کالا باقی گذاشته‌اند. این مساله به این دلیل است که کشورهای صادرکننده نفت (عمدتاً در خاورمیانه واقع شده‌اند) و عملاً پیشگام این صندوق‌ها هستند. اولین SWF توسط کویت در سال ۱۹۵۳ به منظور سرمایه‌گذاری مازاد نفت خود تأسیس شد.

پس از آن کشورهای دیگری مانند ابوظبی، قطر و عربستان سعودی نیز وارد دنیای صندوق‌های ثروت ملی شدند. همچنین تنها به همین دلیل است که منطقه نفت خیز خاور میانه جهان با ۱۳ صندوق، بیشترین سهم (۴۱,۴۶ درصد) از کل دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها را در بین تمام مناطق به خود اختصاص داده است (جدول ۱). پس از خاور میانه، صندوق‌های آسیایی نسبتاً جدید قرار دارند که در یک بازه زمانی کوتاه حدود ۳۶ درصد از کل دارایی‌ها را به خود اختصاص داده‌اند. جهش رشد در دارایی‌های صندوق‌های آسیایی عمده‌تاً به انباشت ذخایر ارزی پس از بحران مالی آسیا (آسلوند، ۲۰۰۷) و نیاز ناشی از آن به سرمایه‌گذاری این ذخایر به شیوه‌ای سودآورتر نسبت داده می‌شود. سنگاپور اولین کشور آسیایی بود که SWF خود را ادغام کرد. اگرچه اروپا سومین مشارکت‌کننده بزرگ در دارایی‌های جمعی

صندوق های SWF است، تقریباً تمام آن متعلق به نروژ (۹۷٪)، بزرگترین SWF جهان (۱,۱۲۲ تریلیون دلار) است. سایر کشورهای اروپایی بازیگران مهمی در عرصه SWF نیستند. صندوق های آفریقایی، حتی با داشتن سومین تعداد SWFs، کمتر از ۱٪ از دارایی صندوق های SWF را دارند. به طور مشابه، سهم نسبی قاره آمریکا نیز ناچیز است (۲,۷۴٪). جالب توجه است که دارایی های جمعی تحت مدیریت ۳۹ صندوق ثروت ملی از خاورمیانه، آسیا و اروپا بیش از ۹۵٪ کل دارایی های تحت مدیریت همه SWF ها را تشکیل می دهد.

تمرکز دارایی های SWF در دست تعداد کمی از آنها نیز با این واقعیت برجسته می شود که دارایی تحت تملک ده صندوق برتر به تنهایی حدود ۸۳٪ از کل دارایی های SWF ها است. در واقع، مطالعه ۱۰ صندوق برتر، ۲ بینش بسیار جالب را نشان می دهد (جدول ۲). اولاً، صندوق های کالایی در میان ۱۰ صندوق سرمایه گذاری برتر دارای اکثریت واضح هستند. بزرگترین SWF (صندوق بازنشستگی دولتی نروژ جهانی - GPF) یک SWF کالایی است و همچنین ۴ صندوق دیگر از خاورمیانه که در فهرست ده صندوق برتر قرار دارند. در واقع، صندوق های کالایی ۵۴ درصد از کل دارایی هایی را تشکیل می دهند که توسط ده صندوق برتر در جهان نگهداری می شوند. دومین روند مهمی که از این تحلیل برمی آید این است که تمام وجوهی که در ۱۰ کشور برتر معرفی می شوند، از کشورهای پردرآمد می آیند، به جز چین و ترکیه که کشورهای با درآمد متوسط بالا هستند (بر اساس طبقه بندی بانک جهانی از کشورهای بر اساس GNI سرانه در سال مالی ۲۰۲۱).

جدول ۲- توزیع صندوق های ثروت ملی بر مبنای کشور مبدا

SWF	Number of SWFs	AUM of SWFs* (\$ Billion)
Middle east	13	2669.20 (41.46%)
Asia	16	2294.14 (35.63%)
Europe	10	1161.53 (18.04%)
North America	10	159.60 (2.48%)
Australia and New Zealand	3	111.39 (1.73%)
Africa	12	25.98 (0.40%)
Latin America and Caribbean	5	16.64 (0.26%)

<b>Grand Total</b>	<b>69</b>	<b>6438.48** (100.0%)</b>
*AUM as reported on SWFI website in Jan-2021		
**AUM of 1 SWF has not been included here because of unavailability of data.		

Source: *Investing for Resilience: IFSWF Annual Review 2019* and SWFI (2021)

جدول ۳- ده صندوق ثروت ملی برتر بر اساس دارایی های تحت مدیریت شان

Country	SW F	Year of Origin	Origin	Objectives	AUM* (\$ Billion)
Norway	Government Pension Fund – Global	1990	Commodity	Savings	1122.11
China	China Investment Corporation	2007	Non-Commodity	Savings	1045.72
UAE	Abu Dhabi Investment Authority	1976	Commodity	Savings	579.62
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	Commodity	Hybrid	533.65
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	1981	Non-Commodity	Savings	453.20
Singapore	Temasek Holdings	1974	Non-Commodity	Strategic	417.35
Saudi Arabi	Public Investment Fund	2008	Commodity	Hybrid	347



a					
UAE	Investment Corporation of Dubai	2006	Non-Commodity	Strategic	301.53
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	Commodity	Hybrid	295.20
Turkey	Turkey Wealth Fund	2017	Non-Commodity	Strategic	240
*AUM as reported on SWFI website in Jan-2021					

Source: *Investing for Resilience: IFSWF Annual Review 2019* and SWFI (2021)

بسته به طبیعت صندوق و شرایط اقتصادی آن کشور، تقسیمات جزئی تری نیز وجود دارد. برای مثال می توان یک گروه بندی بر مبنای درآمد سرانه ای که بانک جهانی طبقه بندی کرده است، تعریف کرد. در چنین گروه بندی که در جدول آمده است سه نکته حایز اهمیت است:

اول اینکه دهه اول قرن ۲۱ را می توان دوره شناخت و تبیین صندوق های ثروت ملی دانست. تعداد صندوق ها دقیقاً دو برابر شد و چند کشور اضافه شدند. دوم اینکه درصد زیادی از کشورها در حقیقت کشورهای در گروه با درآمد بالا یا متوسط بالا هستند که نشانگر اهمیت ثروت انباشته نزد این کشورهاست و سوم اینکه تا قبل از سال ۲۰۰۰ حدود ۷۰ درصد صندوق ها کالایی بودند در صورتیکه در پایان ۲۰۱۰ یعنی دهه اول قرن ۲۱ فقط ۵۸ درصد کالایی و ۴۲ درصد غیر کالایی بوده اند.

جدول ۴- تغییرات صندوق های ثروت ملی بر مبنای منبع وجوه و سطح درآمد سرانه کشور مبدا

Year	COMMODITY				No. of Commodity Funds Added	NON-COMMODITY				No. of Non-Commodity Funds Added	Total Number of Funds Added
	Low Income	Lower Middle Income	Upper Middle Income	High Income		Low Income	Lower Middle Income	Upper Middle Income	High Income		

1951-1960		Kiribati		Kuwait, USA	3					0	3
1961-1970					0					0	0
1971-1980				USA (2), UAE, Canada, Oman, Saudi Arabia	6				Singapore	1	7
1981-1990				Norway, Brunei, USA	3				Singapore	1	4
1991-2000			Azerbaijan, Mexico, Kazakhstan	Trinidad and Tobago	4			Malaysia, Botswana, Peru	Spain	4	8
2001-2010		Timor - Leste	Libya, Russia (2)	Qatar, Chile (2), Oman, UAE(2)	10		Palestine, Vietnam	China, Kazakhstan, Turkmenistan, Indonesia	UAE, Ireland, New Zealand, South Korea, Australia, Bahrain	12	22
2011-18	Uganda	Ghana, Angola, Nigeria, Mongolia (2)	Colombia, Mexico, Iran, Gabon, Guyana	USA, Australia, Nauru, Cyprus	15	Rwanda	Morocco, Bolivia, Senegal, India, Egypt	Turkey, Russia	Italy, Panama, France	11	26
Total Number of Funds in 2019	1	7	11	22	41	1	7	9	12	29	<b>70</b>

Source: *Investing for Resilience: IFSWF Annual Review 2019*, SWFI (2021) and World Bank (2021)

## جریان سرمایه گذاری صندوق های ثروت ملی

طبق داده‌های گزارش شده توسط IFSWF در بررسی سالانه SWF در سال ۲۰۱۹، SWFها معاملاتی به مبلغ ۳۵ هزارمیلیارد دلار در سال ۲۰۱۹ انجام دادند. تقریباً ۷۰٪ از این معاملات مربوط به شرکت‌های غیربورسی بود که به دلیل کمبود داده‌های در دسترس عموم، اغلب ردیابی آنها دشوار است. همچنین شایان ذکر است که سهم شرکت‌های غیربورسی در معاملات انجام شده توسط SWF در چند سال گذشته به طور پیوسته در حال افزایش بوده است: از حدود ۵۰ درصد در سال ۲۰۱۵ به ۷۰ درصد در سال ۲۰۱۹ - که نشان‌دهنده ترجیح فزاینده SWF برای فعالیت به عنوان نهادهای خصوصی است. در بخش‌های فرعی زیر، الگوهای سرمایه‌گذاری SWFها را با توجه به اولویت‌های جغرافیایی و ترجیحات بخشی مورد مطالعه قرار داده‌ایم.

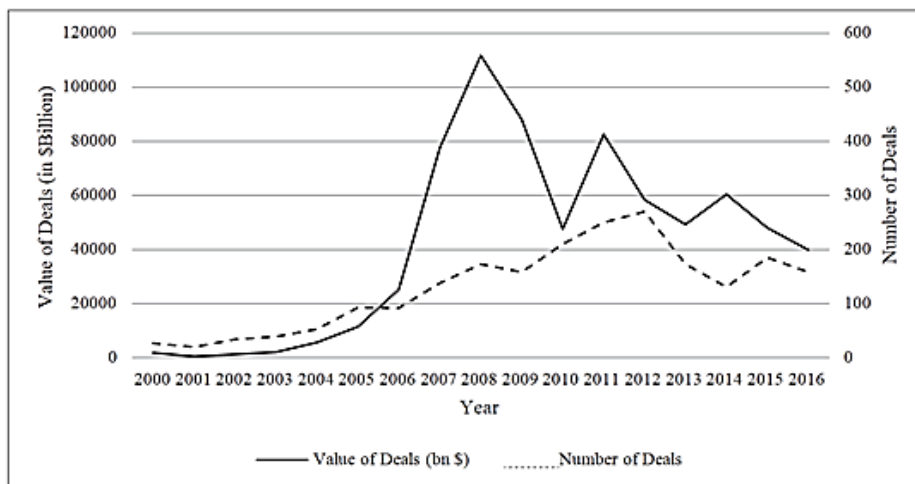
## پراکندگی جغرافیایی صندوق های ثروت ملی

علیرغم اینکه SWFها تقریباً نیم قرن است که وجود دارند، اطلاعات در دسترس عموم در مورد فعالیت های آنها کم است. این در درجه اول به این دلیل است که SWFها می‌ترسند اگر سرمایه‌گذاری های خود را عمومی کنند، مزیت رقابتی خود را برای سایر بازیگران در بازار از دست بدهند (لنیهان، ۲۰۱۴). داده‌های محدود موجود در گزارش‌های سالانه صندوق‌ها بررسی شد: (Monitor-FEEM (2009,2010)، (Monitor (2011)، (SIL (2012,2013,2014,2015,2016,2017) و (IFSWF (2018,2019,2020). تحلیل زیر محدود به سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ است. با توجه به اینکه داده‌های موجود در یک دوره ۱۶ ساله بوده و حدود ۹۰ درصد از کل دارایی‌های تحت مدیریت SWFs را پوشش می‌دهد. می‌توان به درک کلی از رفتار سرمایه‌گذاری SWFها رسید.

بررسی داده‌های موجود (سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۶) دو یافته مهم را نشان می‌دهد: اول، SWFها صرف نظر از منبع وجوه یا کشور مبدا ترجیح می‌دهند در (الف) کشورهای توسعه یافته در اروپا و آمریکای شمالی سرمایه‌گذاری کنند (تقریباً ۵۵٪ از SWFهای خاورمیانه و ۴۰ درصد از سرمایه‌گذاری های SWFهای آسیایی) و (ب) کشورهای همسایه که از نظر جغرافیایی نزدیک تر و از نظر فرهنگی مشابه کشور خودشان هستند (تقریباً ۶۶٪ سرمایه‌گذاری SWFs خاورمیانه و ۵۶٪ سرمایه‌گذاری SWFs آسیایی در کشورهای همسایه انجام می‌شود). دوم، جریان پول بین SWFهای خاورمیانه و آسیا-اقیانوسیه کاملاً یک طرفه است. در حالی که SWFهای خاورمیانه حدود ۲۱ درصد از کل سرمایه‌گذاری خود را بین سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۱۶ در کشورهای آسیایی سرمایه‌گذاری می‌کنند، این امر در مورد SWFهای

آسیایی صادق نیست، زیرا تنها ۰,۱۶ درصد از کل سرمایه گذاری خود را در خاورمیانه سرمایه گذاری می کنند. باید در نظر داشت وجوهی که از هر دو منطقه می آیند، اشتیاق چندانی برای سرمایه گذاری در آمریکای لاتین و آفریقا ندارند (جدول ۴).

شکل ۱- رشد سرمایه گذاری صندوق های ثروت ملی سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶



Source: Based on the data available in the SWF Annual Reports 2008 to 2016 (published by the Sovereign Investment Lab, Bocconi University, Italy)

گزارش ها نشان می دهد بین سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶، فعالیت سرمایه گذاری صندوق های ثروت ملی افزایش یافته و تعداد معاملات در این دوره ۶ برابر شده است، ارزش کل سرمایه گذاری های انجام شده در سال ۲۰۱۶ حدود ۲۰ برابر رقم گزارش شده در سال ۲۰۰۰ شد (از ۱,۸ هزارمیلیارد دلار در سال ۲۰۰۰ به ۳۹,۹ هزارمیلیارد دلار در سال ۲۰۱۶) و میانگین اندازه معاملات بیش از سه برابر شد. بخش بزرگی از این رونق را به بحران مالی ایالات متحده در سال های ۲۰۰۷-۲۰۱۰ نسبت داده اند، برشی از زمان که، بر خلاف سایر مؤسسات مالی موجود در آن زمان، SWFها برای نجات چندین بانک و ارائه دهندگان خدمات مالی بیمار ایالات متحده وارد عمل شدند. گستره این سرمایه گذاری ها به حدی بود که سال ۲۰۰۸ سالی در تاریخ SWFها بود که سرمایه گذاری آنها از ۱۰۰ هزارمیلیارد دلار فراتر رفت (شکل ۲).

جدول ۵- خلاصه جریان های سرمایه گذاری صندوق های ثروت ملی خاورمیانه و آسیا-پاسفیک (۲۰۰۸ تا ۲۰۱۶)

	To Middle East and North Africa	To Asia	To Europe	To North America	To Latin America	To Africa	
From Middle East	19.41%	20.52%	46.44%	9.17%	4.00%	0.46%	100.00%
From Asia-Pacific	0.14%	56.02%	16.11%	23.76%	2.93%	1.04%	100.00%

Source: Based on the data available in the SWF Annual Reports 2008 to 2016 (published by Sovereign Investment Lab [SIL], University of Bocconi)

### بخش‌هایی که صندوق‌های ثروت ملی در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند

تا آنجا که به اولویت‌های بخشی مربوط می‌شود، طبق بررسی سالانه IFSWF در سال ۲۰۱۷، SWFها ترجیح زیادی برای املاک و زیرساخت‌ها نشان دادند که مجموعاً حدود ۴۵٪ از کل سرمایه‌گذاری SWF آن سال بوده است. امور مالی و انرژی به ترتیب در رتبه‌های سوم و چهارم قرار گرفتند. ۹۰ درصد از سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات در نهادهای ثبت نشده بود که با توجه به ماهیت مشکوک معاملات املاک در سراسر جهان، یک افشاگری قابل توجه است. از بین هشت بخش مورد بررسی، تنها سه صنعتی که سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فهرست‌شده بیش از شرکت‌های غیر بورسی بود، کالاهای صنعتی، مواد اولیه و انرژی و بخش فناوری/تلكام بودند.

تا جایی که به مبدأ این معاملات مربوط می‌شود، سنگاپور و قطر بیشترین سرمایه‌گذاری میلیارد دلاری را داشته‌اند و پس از آنها امارات و چین قرار دارند. در واقع، این چهار کشور روی هم بیش از ۸۰ درصد از کل سرمایه‌گذاری‌های میلیارد دلاری را از نظر تعداد و هم از نظر ارزش معاملات، تشکیل می‌دهند.

از نظر بخش‌ها، املاک و مستغلات، امور مالی و انرژی روی هم تقریباً ۷۰ درصد از کل معاملات میلیارد دلاری را تشکیل می‌دهند. بیشترین نسبت معاملات میلیاردی در بخش املاک و مستغلات (۲۹ درصد) و پس از آن بخش مالی (۲۰ درصد) و انرژی (۱۸ درصد) انجام شده است.

اخیراً، هند همچنین SWF خود را تأسیس کرده است با نام صندوق سرمایه گذاری و زیرساخت ملی (NIIF) که یک صندوق ثروت ملی غیر کالایی و استراتژیک است. از دو جهت با صندوق های معمولی متفاوت است. اولاً، ۱۰۰٪ متعلق به دولت نیست و ۴۹٪ توسط مؤسسات مالی بزرگ داخلی یا خارجی تأمین می شود. دوم، بر خلاف سایر صندوق ها که در داخل و خارج سرمایه گذاری می کنند، NIIF منحصراً در هند در بخش های دارای اهمیت استراتژیک برای اقتصاد سرمایه گذاری می کند.

### پیشنهاداتی برای صندوق توسعه ملی

با توجه به مروری گذرا بر داده های ۱۶ ساله و گزارش های حوزه های مختلف سرمایه گذاری صندوق های ثروت ملی چند راهکار در نقطه حساس امروز صندوق توسعه ملی ایران پیشنهاد می شود:

۱- تاثیر وجود صندوق توسعه ملی در نظام پولی و بانکی کشور به همان اندازه اهمیت دارد که تاثیر آن در چرخه اقتصاد کشور. صندوق توسعه ملی به دلیل بسته بودن نظامنامه های تدوین شده و ساختار هیات امنای آن عملاً به عنوان یک نهاد زیرمجموعه سازمان برنامه و بودجه کشور تبدیل شده است که دستهایش برای مدیریت کارآمد و موثر دارایی هایش بسته شده است. بینش محاسباتی و کوتاه مدت برنامه و بودجه که ماهیت آن سازمان است با هدف ساختاری بلندمدت و توسعه ای صندوق توسعه ملی در تضاد است. بنابراین قطعاً اولین پیشنهاد در این نقطه حساس و زمانی که انتظار می رود رویکرد جدیدی به جمهوری اسلامی در دنیای اقتصاد در حال شکل گیری باشد و تحریم ها به سمت کمرنگ شدن می روند، اصلاح ساختار هیات امنایی آن است.

۲- بررسی عملکرد بانکهایی که عاملیت طرح های صندوق را برعهده دارند نه فقط از منظر ارزیابی و رتبه بندی صندوق جهت برنامه ریزی و تخصیص منابع سال های آتی باید مورد توجه قرار گیرد بلکه خاطر نشان می سازد معاونت پولی و بانکی وزارت اقتصاد بایستی در این گزارشگیری از صندوق به جدیت وارد شده و به نوعی وضعیت و دلیل مشکلات تسهیلات معوق را جویا شود. شرایط تایید بانک ها و اعتبارسنجی مشتریان بانکی که طرح هایشان از طریق صندوق توسعه ملی، تأمین اعتبار شده است، علی القاعده بیانگر نحوه اعتبارسنجی نظام بانکی در سایر اعتبارات نیز هست.

۳- فرآیندهای عملیات بانکی و نظام نامه های ارزی و ریالی صندوق که مبنای علمی و عملی آنها نامشخص است می بایستی در این برهه زمانی بازنگری

شده و مستند بر تجربیات گذشته صندوق و نظام بانکی، بازنویسی شود. درصدهای سود و زمان بازپرداخت و سایر مواردی که در قراردادها می‌آید باید بررسی شوند که بر مبنای چه منطقی نوشته یا پیگیری می‌شوند.

۴- ده سال ابتدای فعالیت صندوق توسعه ملی با مخاطرات زیادی همراه بوده است از جمله تحریم‌ها، تغییرات مدیریتی و حواشی فضای مجازی و اخیراً بیماری کرونا که همه آنها به نوعی همه کارگزاران اقتصادی را تحت تأثیر قرار داده است. مجموعه ای در صندوق باید بتواند مطالعات آینده نگر داشته و با نوشتن سناریوهای مختلف، شرایط متفاوتی از مشکلات را بتواند پیش بینی کرده و برای آنها قوانین منعطفی را تصویر کنند تا از امهال چندباره تسهیلات اعطایی جلوگیری کرده از طرفی مشتریان تامین مالی شده هم نتوانند با مدارک و مستندات در هم پیچیده تصمیم گیری صندوق را کند کنند.

۵- پیشنهاد می‌شود فرآیند ناظر-پروژه که هر پروژه را ملزم می‌کند یک نفر ناظر مورد وثوق صندوق توسعه ملی را همراه خود داشته باشد، امکان سنجی شود تا در صورت امکان این نحوه پیگیری و نظارت با هزینه پروژه و همراه با پروژه انجام شود. گرچه وظیفه نظارت بر پروژه‌ها از صندوق توسعه ملی به لحاظ قانونی ساقط شده است عملاً برای وصول مطالبات نیاز به بررسی شرایط و پروژه احساس می‌شود که اجرا نیز می‌شود و این الزام دقیق و زمان بندی شده به حصول نتیجه کمک شایانی خواهد کرد.

۶- ورود به صحنه گفتمان ملی و بین المللی صندوق توسعه ملی که هدف اصلی آن حفظ سهم نسل های آتی است ایجاد حس خوشایند امیدبخشی برای نسل های آتی است و شاید بتواند به جلوگیری از خروج مغزها کمک کند؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود گزارش هایی که در سطح عموم جامعه است برای مردم تهیه و با زبانی شیوا ارایه شوند.

۷- متأسفانه صندوق توسعه ملی به دلیل قوانین بالادستی نتوانسته است خود به طور مستقیم در طرح های با بازدهی قطعی داخلی ورود کند و این موجب خسارت هایی به دارایی های صندوق شده است. پیشنهاد می‌شود این قوانین اصلاح شوند.

۸- با توجه به اینکه صندوق در تامین ارزی طرح ها معمولاً به خرید تجهیزات سرمایه ای تخصیص می‌باید پیشنهاد می‌شود سازو کاری طراحی شود تا صندوق سهم خود از فروش نفت و گاز و میعانات را ارزهای بلوکه شده به طرح های مختلف برداشت نماید و منتظر برگشت قطعی وجوه به بانک مرکزی نماند.

## منابع و ماخذ به ترتیب استفاده در متن

International Working Group of Sovereign Wealth Funds [IWGSWF]. (2008). *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices*, “Santiago Principles.” <https://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>

Sovereign Investment Lab [SIL]. (2017). *Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016*. [http://www.bafficarefin.unibocconi.it/wps/wcm/connect/31b91fab-44a8-4ed3-ab54-50693a010140/report\\_SIL\\_2017.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m](http://www.bafficarefin.unibocconi.it/wps/wcm/connect/31b91fab-44a8-4ed3-ab54-50693a010140/report_SIL_2017.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m)

Sovereign Wealth Fund Institute [SWFI]. (2021). *Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets [SWFI]*. <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>

Kimmitt, R. M. (2008). Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy. *Foreign Affairs*, 87(1), 119–124.

Caner, M., & Grennes, T. (2010). Sovereign wealth funds: The Norwegian Experience. *World Economy*, 33(4), 597–614. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2009.01235.x>

Clark, G. L., & Monk, A. H. B. (2009). The Oxford Survey of Sovereign Wealth Funds Asset Managers. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.1111/j.1475-4967.2008.00352.x>

Das, D. K. (2008). Sovereign-wealth funds: A new role for the emerging market economies in the world of global finance. *International Journal of Development Issues*, 7(2), 80–96. <https://doi.org/10.1108/14468950810909088>

Seward, J., Ulukan, M., Kim, M. J., Tsubota, H., & Gable, T. (2014). *Policy Note: Sovereign Wealth Funds in East Asia* (Issue Sep



t e m b e r ) .  
<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/21102/929320WPOP14840sion0100170140final.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Hemphill, T. A. (2009). Sovereign wealth funds: National security risks in a global free trade environment. *Thunderbird International Business Review*, 51(6), 551–566. <https://doi.org/10.1002/tie.20299>

Hildebrand, P. M. (2007). *The Challenge of Sovereign Wealth Funds* (Issue December). <https://www.bis.org/review/r071219d.pdf>

Ram Mohan, T. T. (2008). Sovereign wealth funds: Western fears. *Economic and Political Weekly*, 43(15), 8–12. <https://doi.org/10.2307/40277328>

Truman, E. M. (2007, September 18). Meeting the Challenge of Sovereign Wealth Funds. *Handelsblatt*. <https://www.piie.com/commentary/oped/meeting- challenge-sovereign-wealth-funds>

Rose, P. (2009). Sovereign Wealth Fund Investment in the Shadow of Regulation and Politics. *Georgetown Journal of International Law*, 40, 1207–1214.

Kwok, V. W. (2008). *China Sovereign Fund Will Get Bigger Piece Of Blackstone*. *Forbes*. [https://www.forbes.com/2008/10/17/cic-blackstone-stakes-markets- equity-cx\\_vk\\_1017markets03.html#44ed53a47e6b](https://www.forbes.com/2008/10/17/cic-blackstone-stakes-markets- equity-cx_vk_1017markets03.html#44ed53a47e6b)

BBC. (2012). *China fund buys 10% stake in London's Heathrow airport - BBC News*. BBC Website. <https://www.bbc.com/news/business-20163907>

Hildebrand, P. M. (2007). *The Challenge of Sovereign Wealth Funds* (Issue December). <https://www.bis.org/review/r071219d.pdf>

Truman, E. M. (2007, September 18). Meeting the Challenge of Sovereign Wealth Funds. *Handelsblatt*. <https://www.piie.com/commentary/oped/meeting- challenge-sovereign-wealth-funds>

Kunzel, P., Lu, Y., Petrova, I., & Pihlman, J. (2011). *Investment Objectives*

*of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm* (WP/11/19).

Aslund, A. (2007). Focus on Gazprom, not sovereign wealth funds. *Moscow Times*. <https://www.piie.com/commentary/op-eds/focus-gazprom-not-sovereign-wealth-funds>

### منابع و ماخذ به ترتيب الفبا

Aslund, A. (2007). Focus on Gazprom, not sovereign wealth funds. *Moscow Times*. <https://www.piie.com/commentary/op-eds/focus-gazprom-not-sovereign-wealth-funds>

BBC. (2012). *China fund buys 10% stake in London's Heathrow airport - BBC News*. BBC Website. <https://www.bbc.com/news/business-20163907>

Caner, M., & Grennes, T. (2010). Sovereign wealth funds: The Norwegian Experience. *World Economy*, 33(4), 597–614. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2009.01235.x>

Clark, G. L., & Monk, A. H. B. (2009). *The Oxford Survey of Sovereign Wealth*

Das, D. K. (2008). Sovereign-wealth funds: A new role for the emerging market economies in the world of global finance. *International Journal of Development Issues*, 7(2), 80–96. <https://doi.org/10.1108/14468950810909088>

Funds Asset Managers. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.1111/j.1475-4967.2008.00352.x>

Hemphill, T. A. (2009). Sovereign wealth funds: National security risks in a global free trade environment. *Thunderbird International Business Review*, 51(6), 551–566. <https://doi.org/10.1002/tie.20299>

Hildebrand, P. M. (2007). *The Challenge of Sovereign Wealth Funds* (Issue December). <https://www.bis.org/review/r071219d.pdf>

Hildebrand, P. M. (2007). *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*

(Issue December). <https://www.bis.org/review/r071219d.pdf>

International Working Group of Sovereign Wealth Funds [IWGSWF]. (2008). *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices, "Santiago Principles."* <https://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>

Kimmit, R. M. (2008). Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy. *Foreign Affairs*, 87(1), 119–124.

Kunzel, P., Lu, Y., Petrova, I., & Pihlman, J. (2011). *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm* (WP/11/19).

Kwok, V. W. (2008). *China Sovereign Fund Will Get Bigger Piece Of Blackstone*. *Forbes*. [https://www.forbes.com/2008/10/17/cic-blackstone-stakes-markets-equity-cx\\_vk\\_1017markets03.html#44ed53a47e6b](https://www.forbes.com/2008/10/17/cic-blackstone-stakes-markets-equity-cx_vk_1017markets03.html#44ed53a47e6b)

Ram Mohan, T. T. (2008). Sovereign wealth funds: Western fears. *Economic and Political Weekly*, 43(15), 8–12. <https://doi.org/10.2307/40277328>

Rose, P. (2009). Sovereign Wealth Fund Investment in the Shadow of Regulation and Politics. *Georgetown Journal of International Law*, 40, 1207–1214.

Seward, J., Ulukan, M., Kim, M. J., Tsubota, H., & Gable, T. (2014). *Policy Note: Sovereign Wealth Funds in East Asia* (Issue September). <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/21102/929320WP0P14840sion0100170140final.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Sovereign Investment Lab [SIL]. (2017). *Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016*. [http://www.bafficarefin.unibocconi.it/wps/wcm/connect/31b91fab-44a8-4ed3-ab54-50693a010140/report\\_SIL\\_2017.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m](http://www.bafficarefin.unibocconi.it/wps/wcm/connect/31b91fab-44a8-4ed3-ab54-50693a010140/report_SIL_2017.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m)

Sovereign Wealth Fund Institute [SWFI]. (2021). *Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets [SWFI]*. <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>

Truman, E. M. (2007, September 18). Meeting the Challenge of Sovereign Wealth Funds. *Handelsblatt*. <https://www.piie.com/commentary/op-eds/meeting-challenge-sovereign-wealth-funds>

Truman, E. M. (2007, September 18). Meeting the Challenge of Sovereign Wealth Funds. *Handelsblatt*. <https://www.piie.com/commentary/op-eds/meeting-challenge-sovereign-wealth-funds>