

## بهبود تخصیص و مصارف منابع در صندوق توسعه ملی ایران

### چکیده

یکی از موضوعات مهم در صندوق توسعه ملی ایران، بهبود تخصیص و مصارف منابع جهت دستیابی به اهداف صندوق شامل ایجاد ثروت ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسل‌های آینده است. بنظر مسایل و محدودیت‌های موجود، سبب شده است تا صندوق نتواند گردآورنده و حافظ ثروت کشور، برای نسل‌های فعلی و آتی باشد. در این پژوهش تطبیقی با در نظر گرفتن الزامات، محدودیت‌ها و اهداف صندوق توسعه ملی ایران پیشنهادهایی جهت اصلاح تخصیص و مصارف فعلی آن ارائه شده است.

برای دستیابی به اهداف پژوهش، با واکاوی صندوق‌های ثروت ملی نمونه شامل صندوق‌های آلاسکا، آلبرتا، آذربایجان، ابوظبی، قطر، نروژ و کویت، شناخت کامل از ماهیت آنها حاصل و ابعاد و مؤلفه‌های منابع و مصارف تعیین شد. سپس با مطالعه تطبیقی، پیشنهادهایی برای بهبود وضعیت صندوق توسعه ملی در زمینه قوانین مرتبط با منابع و مصارف و سرمایه‌گذاری استخراج شد.

راه کارهای پیشنهادشده در زمینه قوانین مالی واریز و برداشت، فرآیند سرمایه‌گذاری، روش‌ها و ابزارها، برون‌سپاری، استقلال، ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت ریسک ارائه شده است.

**کلیدواژه‌ها:** صندوق توسعه ملی ایران، صندوق ثروت ملی، تخصیص منابع، مصارف، سرمایه‌گذاری

**طبقه‌بندی موضوعی:** G23, E21, G11

### ۱. مقدمه

در سال‌های اخیر صندوق‌های ثروت توجه زیادی را به خود جلب کرده‌اند. با توجه به افزایش تعداد و بزرگ شدن مستمر اندازه این صندوق‌ها به‌طور حتم نقش آن‌ها در صحنه اقتصاد کشورها نیز پررنگ‌تر شده است. بر این اساس مسائل مربوط به صندوق‌ها، از جمله مباحث مربوط به مصارف و جذب منابع مهم‌تر شده است. همگام با گسترش نقش این نهادهای مالی در معادلات داخلی و بین‌الملل و ثبات اقتصادی کشورها، محققان هم‌تمرکز تحقیقات خود را بر آن‌ها افزایش داده‌اند. هدف اصلی این پژوهش ارائه راه کارهای مطلوب از طریق مطالعه تطبیقی با تأکید بر مباحث تخصیص و مصارف منابع جهت ایجاد زمینه مناسب برای دستیابی به اهداف صندوق توسعه ملی ایران است. انتظار است در اثر استفاده از رهنمودهای پیشنهاد شده در این پژوهش، اهداف توسعه و ثبات اقتصادی کشور، تأمین

مالی آیندگان و مدیریت ثروت بین نسلی، حضور کارآمد در زمینه سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی حاصل شود.

منابع عظیم نفت و گاز در ایران جهت تبدیل صندوق توسعه ملی ایران به یکی از بزرگ‌ترین صندوق‌های ثروت ملی در سطح بین‌الملل، یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های این صندوق است. داشتن یک صندوق ثروت با ساختار مناسب جذب منابع و سرمایه‌گذاری بهینه برای منابع فعلی و آتی، ضروری است. بر این اساس از جمله دلایل عمده ضرورت این تحقیق می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- کمک به اقتصاد کشور با هدف ثبات و عقیم‌سازی منابع مازاد ناشی از فروش دارایی‌های زیرزمینی و متنوع‌سازی سرمایه‌گذاری‌ها جهت کاهش ریسک و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری کشورهای مختلف؛
  - کمک به دولت در راستای تعدیل فشارهای ناشی از نوسان قیمت نفت بر اقتصاد ملی و تعدیل کسری‌های بودجه سالیانه و همچنین استفاده مناسب از منابع مازاد در زمان افزایش قیمت نفت و گاز؛
  - ایجاد پس‌اندازی آشکار برای نسل‌های آینده با بازدهی و ریسک مناسب.
- از سوی دیگر در قوانین اقتصادی به‌طور مستقیم به فعالیت و حمایت قانونی از صندوق توسعه ملی اشاره شده است. با توجه به حوزه و اهداف فعالیت صندوق می‌توان از این نهاد در راستای کمک به چشم‌اندازها و سیاست‌های اقتصادی کشور بهره‌جست. موارد ذیل نقش با اهمیت صندوق توسعه ملی ایران در اهداف توسعه‌ای کشور، ایجاد ابزار بین نسلی و انجام سرمایه‌گذاری مولد را نشان می‌دهد و در کنار این اهداف اصلی به وظایف ثبات‌کننده و حمایتی صندوق نیز اشاره دارد:
- اهداف اقتصادی و توسعه‌ای سند چشم‌انداز بیست ساله و زمینه‌سازی برای دستیابی به شاخص‌های کمی همچون بهبود نرخ سرمایه‌گذاری، درآمد سرانه، تولید ناخالص ملی و نرخ اشتغال و تورم جهت تحقق رشد اقتصادی پیوسته، باثبات و پرشتاب؛
  - ایجاد فرصت‌های مناسب جهت تأمین رشد پویا منطبق بر سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی و دستیابی به بندهای ۶، ۹، ۱۰، ۱۳، ۱۵، ۱۸ و ۱۹ این سیاست که به افزایش تولید داخلی نهاده‌ها و کالاهای اساسی (به‌ویژه در اقلام وارداتی)، اولویت دادن به تولید محصولات و خدمات راهبردی، اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور، حمایت هدفمند از صادرات کالاها و خدمات، مقابله با ضربه پذیری درآمد حاصل از صادرات نفت و گاز، افزایش ارزش افزوده از طریق تکمیل زنجیره ارزش صنعت نفت و گاز، قطع وابستگی بودجه به نفت و شفاف‌سازی و سالم‌سازی اقتصاد و جلوگیری از اقدامات، فعالیت‌ها و زمینه‌های فسادزا در حوزه‌های پولی، تجاری، ارزی اشاره دارد؛
  - کمک به دستیابی به بند ۱۰ سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه مبنی بر تغییر نگاه نفت و گاز و درآمدهای حاصل از آن، از منبع تأمین بودجه عمومی به "منابع سرمایه‌ای زاینده اقتصادی".

در این پژوهش در راستای یافتن الگوی مناسب تخصیص و مصارف منابع به عنوان هدف اصلی پژوهش متغیرها، معیارها و محدودیت‌ها مرتبط با هر یک از این حوزه‌ها در صندوق توسعه ملی ایران استخراج شده است.

در این پژوهش در بخش دوم ادبیات نظری و تجربی مطالعات پیشین مرور شده است. در بخش سوم روش تحقیق و همچنین مؤلفه‌های و ابعاد مورد بررسی در این تحقیق بیان شد. بخش چهارم به نتایج حاصل از مطالعات تطبیقی اختصاص یافته است و در نهایت در بخش آخر پیشنهادها و محدودیت‌های موجود در پژوهش حاضر بیان شده است.

## ۲. مرور ادبیات پژوهش

تاریخچه صندوق‌های ثروت ملی از سال ۱۹۵۳ با راه‌اندازی صندوق سرمایه‌گذاری کویت آغاز شد. بعد از آن سایر صندوق‌های ثروت ملی، به عنوان یک نهادی مالی جدید در اقتصاد بین‌الملل، در کشورهای مختلف گسترش پیدا کردند. به طور کل تصمیمات مربوط به راه‌اندازی صندوق‌ها بر مبنای چهار انگیزه اصلی جایگزینی ثروت<sup>۱</sup>، بهبود مازاد منابع<sup>۲</sup>، ضربه‌گیر سیکل‌ها اقتصادی<sup>۳</sup> و خود بیمگی<sup>۴</sup> صورت گرفته است (گریف و اکامپو<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸).

شاید یکی از مناسب‌ترین تعریف‌های برای صندوق‌های ثروت ملی از سوی صندوق بین‌المللی پول ارائه شده است. طبق تعریف، صندوق‌های ثروت ملی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که با اهداف مشخص در اقتصاد کلان تأسیس شده و در تملک دولت‌ها قرار دارند. این صندوق‌ها در راستای نیل به اهداف کلان اقتصادی زیر نظر دولت‌ها منابع خود را مدیریت شده و برای این منظور مجموعه‌ای از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را به خدمت می‌گیرند که در برگیرنده سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی خارجی است. آنها معمولاً بر اساس مازاد تراز تجاری، درآمدهای حاصل از خصوصی‌سازی، مازاد بودجه دولت و درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی تأسیس می‌شوند (کورزیو و میسلی<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰).

به طور کل صندوق‌های ثروت ملی را می‌توان طبق تعاریف اقتصادی از زوایای مختلف تقسیم‌بندی کرد که شامل ویژگی‌های برونی (چه می‌کنند و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری‌های آنها چیست؟)، ویژگی‌های درونی (چطور تأسیس شده‌اند، منابع مالی آنها چطور تأمین می‌شود و چه کسی آنها را کنترل می‌کند) و همچنین اهداف است (کیمیت<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸).

بخش قابل توجه‌ای از صندوق‌های ثروت ملی از محل فروش منابع طبیعی به‌ویژه نفت و گاز تأمین مالی می‌شوند. تعداد کمی از کشورها ذخایر ارزی خود را جهت تأمین مالی صندوق‌ها استفاده می‌کنند.

<sup>1</sup> Wealth Substitution

<sup>2</sup> Resilient Surplus

<sup>3</sup> Counter-Cyclical

<sup>4</sup> Self-Insurance

<sup>5</sup> Griffith & Ocampo

<sup>6</sup> Curzio & Miceli

<sup>7</sup> Kimmit

حدود ۲۰ درصد از صندوق‌ها نیز از منابع دیگری جدا از کالاهای اساسی و ذخایر ارزی تأمین مالی می‌شوند. با وجود اینکه بخش قابل توجه‌ای از صندوق‌ها از طریق کالاهای اساسی تأمین مالی می‌شوند، شاهد رشد قابل توجه‌ای در صندوق‌های ثروت غیر کالایی<sup>۱</sup> و غیر حامل‌های انرژی<sup>۲</sup> هستیم. شیلی به‌عنوان صادرکننده کالای غیر نفت و گاز، منابع خود را از طریق فروش مس تأمین می‌کند. یکی از منابع غیر کالایی مازاد بودجه و تراز تجاری است، که می‌توان به صندوق کشورهای چین و سنگاپور اشاره کرد. یکی از دسته‌بندی صندوق‌های ثروت بر مبنای دو گروه کالایی و غیر کالایی است. صندوق‌های کالایی از طریق صادرات مواد خام خدادادی تأمین مالی می‌شوند. صندوق‌های غیر کالایی، منابع مالی خود را از طریق حساب‌های جاری کالاهای غیر حامل انرژی و مازاد موجود در حساب‌های ارزی تأمین می‌کنند (کروزیو و میسلی، ۲۰۱۰).

با توجه به تنوع منابع تأمین مالی صندوق‌ها می‌توان به چند ویژگی مهم در مورد این نهادها اشاره نمود. اولاً، با توجه به اینکه تعداد زیادی از آن‌ها در دارایی‌های خارجی سرمایه‌گذاری می‌کنند، لزومی بر اینکه منابع حتماً در ابتدا ارزهای خارجی باشد وجود ندارد. دولت می‌تواند منابع را بر اساس ارز ملی دریافت و از آن‌ها برای خرید سرمایه‌گذاری‌های خارجی استفاده کند. دوماً، صندوق ثروت ملی لزوماً به معنای داشتن مازاد حساب‌های جاری نیست. تعداد زیادی از آن‌ها در کشورهایی همچون آذربایجان، آمریکا، فرانسه و استرالیا فعالیت دارند که حساب‌های جاری کشورها کسری دارد. سوماً در مورد صندوق‌هایی که از طریق فروش ثروت‌های خدادادی تأمین مالی می‌شوند، منابع حاصل می‌تواند در داخل یا خارج صرف شود (ترومن، ۲۰۱۰).

صندوق‌های ثروت می‌توانند بر اساس رفتار و اندازه خود بر بازارهای مالی، سیاست‌های پولی و مالی دولت، ترازهای پرداخت بین‌المللی و همچنین میزان تخصیص ثروت در سطح جامعه در بخش عمومی و رفتار سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی تأثیر داشته باشند. دارایی‌ها و بازدهی این صندوق‌ها تأثیر مستقیمی بر مالیه عمومی، سیاست‌های مالی و تراز تجاری دارند. بر اساس گزارش‌های صندوق بین‌المللی پول این صندوق‌ها سیاست مالی و بودجه کشور را از طریق منابع واریزی به صندوق‌های ثروت و قوانین برداشت از صندوق تحت تأثیر قرار می‌دهد (فیکووا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). البته باید توجه داشت که بسیاری از صندوق‌های ثروت در مباحث بودجه‌ای<sup>۴</sup> که زمینه‌ساز ثبات اقتصادی هر کشوری است، موفقیت‌چندانی نداشته‌اند. مباحث بودجه‌ای صندوق‌های ثروت بر اساس ارزیابی در تحقیق ترومن شامل منابع مالی، طبقه استفاده از درآمدهای صندوق، یکپارچه بودن با اهداف بودجه‌ای و دستورالعمل‌های مربوط است. بر اساس رهنمودهای اعلام شده از سوی صندوق بین‌المللی پول، صندوق‌های ثروت نباید به‌عنوان یک منبع ثانویه در بودجه سالیانه یک کشور نقش داشته باشند و هر گونه مخارج صورت گرفته از سوی صندوق‌های ثروت باید همراستا با اهداف بودجه‌ای دولت باشد و

<sup>1</sup> Non-Commodity

<sup>2</sup> Non-Energy

<sup>3</sup> Ficova

<sup>4</sup> Fiscal Treatment

نبایستی دولت‌ها به صورت مستقیم و یا غیر مستقیم از صندوق‌های ثروت منابع قرض کنند (ترومن<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

سیاست‌ها، اهداف، تخصیص دارایی، میزان پذیرش ریسک و تعهدات، موضوعاتی هستند که در سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی باید مورد بررسی قرار بگیرد. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شامل الزامات و رهنمودهای سرمایه‌گذاری است، اهداف بیان‌کننده شاخص‌ها و معیارهایی است که در سرمایه‌گذاری باید به آنها دست پیدا کرد. در تخصیص دارایی سبد سرمایه‌گذاری از دارایی‌های مختلف مثل سبد سهام، اوراق قرضه و وجوه نقد، تشکیل می‌شود. هدف تخصیص دارایی، کاهش ریسک بوسیله متنوع‌سازی است و میزان پذیرش ریسک به مقدار و نوع ریسکی که صندوق‌ها می‌تواند با توجه به اهداف خود آن را قبول کنند، اشاره می‌کند (کاستلی و کاسیوالیانی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲).

هامر، کانزل و پترووا<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) با بررسی معیارهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های ثروت، نتایج زیر را شناسایی کردند: در مورد اهداف سرمایه‌گذاری، ۴۵ درصد صندوق‌ها تعیین اهداف بر اساس شاخص‌های اقتصادی، ۳۰ درصد تعیین بازده استراتژیک برای سرمایه‌گذاری‌ها، ۲۵ درصد هم نداشتن هدف خاص و تصمیم‌گیری بر اساس بازده بازارهای مالی در بلندمدت را معیاری برای تصمیمات سرمایه‌گذاری خود عنوان نموده‌اند. در مورد مدیریت ریسک در بیشتر موارد سطح مورد قبول از سوی دولت تعیین می‌شود اما در برخی موارد این موضوع به مدیران صندوق تفویض شده است. در ۶۵ درصد صندوق‌ها مدیریت ریسک بر مبنای رتبه‌بندی اعتباری صورت می‌گیرد. در این صندوق‌ها ریسک اعتباری با متنوع‌سازی، ریسک نقدشوندگی با سرمایه‌گذاری در بازارهای قانونی و شناور بالا و نهایتاً ریسک ارز بر اساس تنوع‌های حداکثر کردن ریسک در معرض خطر محدود می‌شود. طبق مطالعه کورزیو و میسلی<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) اهداف سرمایه‌گذاری، میزان پذیرش ریسک و تکنیک‌های عملیاتی مدیریت، مدیریت داخلی یا خارجی و محدودیت‌های سهامداری عواملی هستند که تخصیص دارایی در صندوق‌های ثروت ملی را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

تحقیقات بسیاری در زمینه تخصیص دارایی در صندوق‌های ثروت صورت گرفته است. برخی از این تحقیقات راجع به تخصیص بهینه دارایی‌ها بر اساس اصول مالی و اقتصادی مرتبط با ترجیح عمومی سرمایه‌گذاران، مدل‌های احتمالی منابع آتی و تعهدات آتی هزینه‌ای، تحلیل حساسیت منابع صندوق به تغییرات کالاهای اساسی صورت پذیرفته است. برخی دیگر از این تحقیقات بر صندوق‌های ثروت که از منابع درآمدی نفت تغذیه می‌کنند تمرکز کرده است و بر این اساس، مدل تأمین مالی تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد (مگینسون و فوتاک<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵).

فیکووا (۲۰۱۵) در پژوهش خود دلایل تنوع تخصیص دارایی‌های را بررسی کرد. که می‌توان به اهداف مختلف سرمایه‌گذاری، سیاست‌ها و دوره‌های مختلف سرمایه‌گذاری، سبد سرمایه‌گذاری (استراتژی، تاکتیک و هدف تخصیص دارایی)، ریسک‌ها (اعتباری، نقدشوندگی، ارز، نرخ بهره و بازار)، بازده سرمایه‌گذاری، هزینه فرصت و منابع تأمین مالی صندوق ثروت ملی اشاره کرد. برون،

<sup>1</sup> Truman

<sup>2</sup> Castelli & Scacciavillani

<sup>3</sup> Hammer, Kunzel & Petrova

<sup>4</sup> Megginson & Fotak

پاپیوانا و پترووا<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) رابطه بین استراتژی تخصیص دارایی صندوق با بودجه دولت، سیاست‌های پولی و تغییرات نرخ ارز مورد بررسی قرار داد. بر اساس متدولوژی دارایی/تعهدات برای گزینش استراتژی تخصیص دارایی‌های صندوق، ریسک خاص و آسیب‌پذیری یک کشور و همچنین اهداف و محدودیت‌های اقتصاد کلان مورد ارزیابی مستمر قرار می‌گیرد. ژینگ، وانگ، کونگ و لی معیارهای مهم در استراتژی تخصیص دارایی را اهداف، ریسک موردانتظار، نقدشوندگی، نرخ بازدهی، دوره سرمایه‌گذاری و قوانین و مقررات صندوق عنوان کردند. علاوه بر موارد فوق طبق نتایج پژوهش سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های ثروت ملی نباید مغایر با سیاست‌های ارزی کشور و بر هم زننده تعادل بازارهای مالی داخل کشور باشد.

چاچوریا و لایون<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) به بررسی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری این نهادهای مالی پرداختند. بر اساس یافته‌های آنها صندوق‌های ثروت ملی در زمینه متنوع‌سازی، انگیزه‌ها و اهداف متنوعی دارند و تمایل دارند که سرمایه‌گذاری آنها، در صنایع خارج از کشور انجام شود. آنها همچنین در مورد سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی نوعی سوگیری پیدا کردند؛ به این نحو که آنها تمایل دارند در کشورهایی سرمایه‌گذاری کنند که از لحاظ فرهنگی به یکدیگر نزدیک هستند. آنها دلیل این کار را استفاده از مزیت‌های اطلاعاتی عنوان کردند.

فرناندز<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) عنوان کرد که صندوق‌ها تمایل دارند منابع خود را در کشورهای توسعه یافته سرمایه‌گذاری و تنها بخش کمی از منابع خود را در کشورهای در حال توسعه سرمایه‌گذاری می‌کنند. فرناندز عنوان کرد، شرکت‌هایی بزرگ با سودآوری مناسب در کشورهایی با امنیت سرمایه‌گذاری و وضعیت حکمرانی مناسب مورد توجه صندوق‌های ثروت ملی هستند. ویژگی دیگر آنها، عدم حساسیت بالا به نقدشوندگی دارایی‌ها ناشی از افق بلندمدت سرمایه‌گذاری است.

بالدینگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) ساختار سبد سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی را در زمینه تمایل به تأثیرگذاری سیاسی بر کشورهای مقصد، ایجاد آشفتگی در اقتصاد خارجی و بی‌ثباتی در بازارهای مالی بین‌الملل، مورد بررسی قرار داد. بر اساس نتایج این تحقیق صندوق‌های ثروت ملی تأثیر شگرفی بر بازارهای مالی بین‌الملل ندارند. یافته دوم در مورد این صندوق‌ها تأیید عملکرد منطقی سرمایه‌گذاری، در زمینه انتخاب و متنوع‌سازی دارایی در مناطق مختلف جغرافیایی است.

دیگ و مورز<sup>۵</sup> (۲۰۱۱) کار خود را در زمینه سبدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی بین سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۰۸ انجام دادند. آنها یافتند که عدم تجانس در مورد اهداف سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها وجود دارد، که این موضوع در ساختار سبدهای سرمایه‌گذاری این نهادهای مالی قابل مشاهده است. در حالی که تعدادی از صندوق‌های ثروت ملی از معیارهای مالی، جهت بهینه کردن ریسک و بازده در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده می‌کنند تعداد دیگری از آنها با اهداف سیاسی جهت تأثیرگذاری در توسعه روابط کشورهای خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.

<sup>1</sup> Brown, Papaioannou & Iva Petrova

<sup>2</sup> Chhaochharia & Laeven

<sup>3</sup> Fernandes

<sup>4</sup> Christopher Balding

<sup>5</sup> Dyck & Morse

صندوق‌های ثروت معمولاً بدنبال تثبیت بلندمدت درآمدهای خود از طریق سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی خارجی هستند. تخصیص منابع در صندوق‌های ثروت ملی بر اساس دو فاکتور اصلی شکل می‌گیرد: اهداف صندوق و قوانین مربوط به ورود و خروج از سرمایه‌گذاری‌ها بر اساس جریانات آتی صندوق‌ها. سیاست‌های تخصیص دارایی معمولاً شامل اهداف، سطح مورد انتظار ریسک، نقد شوندگی، نرخ بازدهی مورد انتظار و دوره سرمایه‌گذاری مورد نظر، قوانین و مقررات صندوق است. در مقایسه با سایر نهادهای مالی، صندوق‌های ثروت استراتژی‌های سرمایه‌گذاری قاعده‌مندتری دارند. اهداف صندوق‌ها در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت دارایی تبلور می‌کند. برای مثال صندوق‌های تثبیت با اهداف کوتاه‌مدت و میان‌مدت در سبد سرمایه‌گذاری دارایی‌های با ریسک کم و کوتاه-مدت سرمایه‌گذاری می‌کنند. صندوق‌های ثروت که دارای هدف بلندمدت هستند به دنبال بازدهی بالا از طریق سرمایه‌گذاری در سبد سرمایه‌گذاری با ریسک بالا و بلندمدت هستند. این سرمایه‌گذاری‌ها برای مقابله با ریسک ملی و جهت خنثی کردن ریسک زیان ناشی از نوسانات دارایی صورت می‌گیرد و در زمینه ریسک با دارایی‌های همبستگی منفی دارند (ژانگ، کونگ و لی، ۲۰۰۹).

طبق مطالعه ژانگ و همکاران (۲۰۰۹) در ابتدا صندوق‌های ثروت ملی به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و رتبه اعتباری بالا، سهام با نقدشوندگی متوسط و سایر اوراق بهادار بلندمدت و کم نوسان تمایل داشتند؛ اما با فعال‌تر شدن مدیریت صندوق‌ها به دلیل کاهش ارزش دلار و کاهش نرخ اوراق بدهی بلندمدت دولتی آمریکا، سبد آن‌ها متنوع‌تر و ریسک‌پذیرتر شده است. این تغییر رویه به شدت بر بازدهی صندوق‌ها تأثیر و سبب گردید که سبد سرمایه‌گذاری آن‌ها از اوراق بهادار سنتی به ابزارهای مالی نوین همچون سهام، مشتقه‌ها و سهام شرکت‌های خصوصی گسترش یابد.

فعالیت صندوق‌ها طی دهه‌های اخیر به شدت متحول و از لحاظ استراتژی و فرآیندهای سرمایه‌گذاری تغییراتی داشته‌اند (ژانگ، وانگ، کونگ و لی، ۲۰۰۹). این تغییرات عبارت‌اند از:

- افزایش سرمایه‌گذاری فعالانه و متهورانه و پذیرش ریسک آن‌ها.
- گسترش سبد سرمایه‌گذاری در انواع مختلف دارایی و ابزارهای مالی.
- افزایش مشارکت مدیران داخلی برای سبدگردانی صندوق‌ها.
- افزایش قوانین سخت‌گیرانه و مدیریت پیشرفته بر سرمایه‌گذاری صندوق‌ها.
- افزایش درصد سهام و ابزارهای مالی نوین در سبد سرمایه‌گذاری.
- افزایش تقاضا برای ابزارهای مالی در بازار سرمایه.
- گسترش همکاری بین صندوق‌های ثروت ملی از جمله همکاری جهت تشکیل کنسرسیوم برای سرمایه‌گذاری‌های مشترک.

صندوق‌ها باید به‌عنوان نهادهای مالی تحت مالکیت دولت‌ها برای اجرای اصول اخلاقی حتی در صورت تأثیرگذاری بر روی بازدهی، استانداردهای بالایی را باید رعایت کنند. قهرمانی (۲۰۱۴) عنوان کرد سه مدل اساسی برای تحقق اهداف اخلاقی و حقوق بشر در صندوق‌های ثروت ملی وجود دارد؛ هرچند تنها اولین مورد و فقط توسط صندوق‌ها نروژ استفاده می‌شود:

- استثنائات قانونی اخلاق محور<sup>۱</sup>: در زمینه خروج یا عدم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های غیراخلاقی، بر اساس قوانین حاکم و مصوب، فعالانه عمل می‌کنند.
- استثنائات قانونی ملی<sup>۲</sup>: در این روش که در برخی از ایالت‌های آمریکا مورداستفاده قرار می‌گیرد، سرمایه‌گذاری با اهداف انسان دوستانه در برخی از کشورها و مناطق خاص دارای اولویت و در برخی مناطق منع شده است.
- عمل‌گرایی فراقانونی<sup>۳</sup>: در این مورد دولت اهداف قانونی اخلاق محور را تصویب و دنبال می‌کند.

### ۳. روش پژوهش

این تحقیق با استفاده از روش تطبیقی انجام گرفته است. صندوق‌های ثروت ملی منتخب، به‌عنوان نمونه، مورد مقایسه قرار گرفته‌اند. در این تحقیق سعی شد تا اختلافات و تشابهات بین صندوق‌ها از طریق مقایسه موردبررسی قرار گرفته شود. بر این اساس با مقایسه و تطبیق دو یا چند صندوق، به بررسی وضعیت آن‌ها پرداخته و ضمن تحلیل شباهت‌ها و تفاوت‌ها، به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری دست یافتیم (اعرابی، ۱۳۸۰).

جهت بررسی تطبیقی صندوق توسعه ملی ایران با صندوق‌های ثروت ملی منتخب معیارهای مختلفی را جهت گزینش صندوق‌ها در نظر گرفته‌ایم. معیارهای انتخاب نمونه در این تحقیق شامل تشابه اهداف اصلی یا تطابق در برخی از اهداف، تشابه در منابع تأمین مالی و رتبه مناسب در معیارهای شفافیت و گزارش دهی است. لازم به ذکر است که در این نمونه علاوه بر معیارهای فوق، برای نمونه انتخابی ارزش دارایی حداقل ۱۰ میلیارد دلار در نظر گرفته شده است و از صندوق‌های فعال در ایالات متحده آمریکا فقط صندوق آلاسکا در نمونه گنجانده شده است.

در این تحقیق با توجه به بیان مسئله در زمینه صندوق توسعه ملی و در نظر گرفتن تخصیص و مصارف منابع، ابعاد و ارتباط‌های بین آن‌ها را در نظر گرفته و در مرحله بعد موارد شباهت و تفاوت بین صندوق توسعه و صندوق‌های ثروت ملی موردبررسی قرار گرفته است.

بر این اساس راهبردهای زیر دسترسی به راهکارهای مطلوب صندوق توسعه ملی را تسهیل می‌نماید: (۱) شناخت شباهت و تفاوت صندوق‌ها، (۲) نشان دادن علیت متغیرهای موردبررسی بر عملکرد صندوق‌ها و (۳) صورت‌بندی نمودن تبیین‌های عام بر اساس شباهت‌های شناسایی شده.

مطابق روش تطبیقی، از استقرای تحلیلی استفاده شده است. این روش توضیحات علی درباره یک پدیده را بیان می‌کند. یک تعریف تا زمانی موردقبول است که توسط یک مطالعه موردی باطل شود. هنگامی که این اتفاق پیش آید، تحت قوانین استقرای تحلیلی، گزینه‌های جایگزین جای حالت کنونی را می‌گیرد که می‌توان شامل مورد‌های جدید باشد و یا ممکن است پدیده بازتعریف شود (حیدرزاده & مریخ نژاد اصل، ۱۳۹۵).

<sup>1</sup> Ethics-based Legislative Exclusion

<sup>2</sup> Nation-centric Legislative Exclusion

<sup>3</sup> Extra-legislative Activism



### ۳,۱. بررسی ابعاد و مؤلفه‌های تخصیص منابع و مصارف

با بررسی صندوق‌های ثروت ملی متغیرها و مؤلفه‌های مهم در زمینه تخصیص منابع در این نهادهای مالی جهت بررسی در مطالعه تطبیقی استخراج شد در این بخش پس از بررسی اهمیت تخصیص منابع، زیرشاخه‌های مرتبط با این حوزه بر اساس پژوهش‌های پیشین تعیین شده است.

قوانین مناسب مالی در زمینه برداشت، تزریق و تخصیص منابع در صندوق ثروت ملی تأثیر چشمگیری در دستیابی به اهداف اصلی دارد. یکی از مهمترین دلایل تأسیس این نهادهای مالی جلوگیری از بیماری هلندی در اقتصاد و همچنین ایجاد تعادل و ثبات در چرخه‌های اقتصادی در میان-مدت و بلندمدت است تا کشورها کمترین آسیب را از کسری و مازاد بودجه در سال‌های مختلف ببینند. همچنین قوانین مناسب در زمینه برداشت و بهینه کردن دارایی‌ها موجب می‌شود که منابع خدادادی به طور مناسب و عادلانه به تمام نسل‌ها اختصاص یابد.

همچنین قوانین و ساختار مناسب تخصیص منابع عامل بسیار مهمی جهت جلوگیری از سوءمدیریت در منابع، کاهش تضاد منافع و جلوگیری از پذیرش ریسک بالا است. ایجاد سازو کار و فرآیند مناسب اجرایی و نظارتی و از طرفی ایجاد محدودیت‌ها مناسب به شرط عدم کاهش ظرفیت‌ها و توان مدیریت باعث می‌شود که سوءمدیریت منابع در صندوق ثروت ملی به حداقل برسد.

در صندوق ثروت ملی همچون هر نهاد مالی دیگر، که در آن مدیریت از مالکیت جدا است، تضاد منافع نیز وجود دارد. به عنوان مثال دولت‌ها با توجه به مالکیت بر منابع صندوق به دنبال سرمایه‌گذاری‌های خاص و منطبق با انگیزه‌های سیاسی خود هستند. به طور حتم ایجاد قوانین خاص در سرمایه‌گذاری همچون حداقل کردن سرمایه‌گذاری‌های داخلی عامل مهمی در کاهش تضاد منافع در مدیریت صندوق‌های ثروت است. یکی دیگر از موضوعات چالشی در سرمایه‌گذاری، پذیرش ریسک‌های بالا است. به طور حتم یکی از مهمترین اهداف در مدیریت دارایی‌ها حفظ اصل منابع و عدم پذیرش ریسک‌های غیر منطقی در این زمینه است. تعیین محدودیت‌های لازم در زمینه سرمایه‌گذاری و ریسک از سوی ارکان سیاست‌گذار صندوق همچون هیأت امنا و تصویب استراتژی‌های اصلی سبب می‌شود که سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک به صورت معقولانه از سوی مدیران اجرایی انجام شود.

قوانین مالی مشخص و تغییر ناپذیر واریز و برداشت به طور حتم اطمینان خاصی را برای مدیران صندوق و برنامه‌ریزی آنان جهت دستیابی به اهداف بلندمدت صندوق ایجاد خواهد کرد. در زمینه ساز و کار سرمایه‌گذاری باید بیان داشت با توجه به اهداف متنوع در بین صندوق‌ها فرمول خاص و معنی برای سرمایه‌گذاری و تخصیص دارایی‌ها وجود ندارد البته به هر صورت باید در این زمینه از اصول و روش‌های مناسب مدیریت دارایی پیروی کرد. در تصویب ساز و کار سرمایه‌گذاری در صندوق ثروت ملی باید به فرآیند سرمایه‌گذاری، نحوه گزینش دارایی‌ها، معیارهای مورد نظر برای انتخاب دارایی و محدودیت‌ها لازم در سرمایه‌گذاری توجه شود.

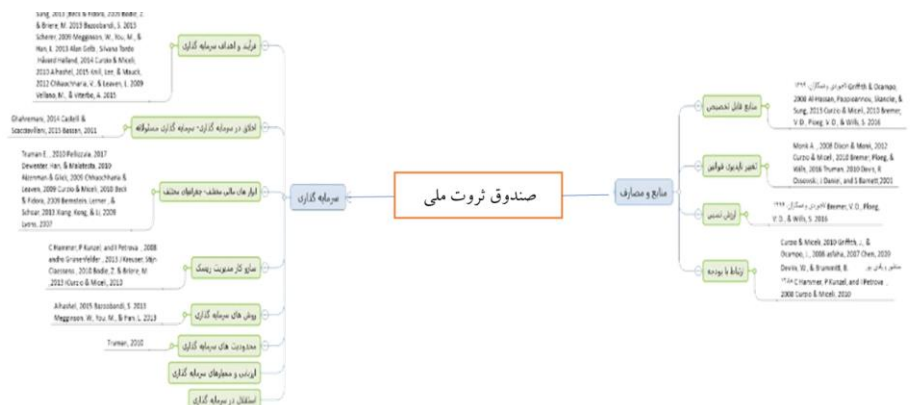
یکی از موضوعات اساسی در زمینه مدیریت منابع صندوق‌های ثروت ملی استفاده از ابزارها مالی مختلف و همچنین روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری جهت دستیابی به اهداف صندوق‌های ثروت ملی است. نحوه سرمایه‌گذاری و گزینش دارایی‌ها با اهداف و همچنین بازدهی مورد نظر صندوق‌های ثروت ارتباط دارد. همچنین با توجه بالا بودن منابع در اختیار و احتمال عدم آشنایی، امکان بررسی و رصد تمامی بازارهای بین‌المللی یکی از موضوعات مهم در صندوق‌های ثروت ملی برون‌سپاری و استفاده از خدمات مدیران دارایی در سطح بین‌الملل است.

استقلال مدیران اجرایی صندوق‌های ثروت ملی در زمینه تخصیص منابع نقش مهمی در موفقیت عملکرد آنها دارد. توجه صرف به ظرفیت‌ها و معیارهای اقتصادی در سرمایه‌گذاری‌ها سبب می‌شود که گزینش فرصت‌ها تنها متکی به عوامل اقتصادی باشد و نگاه غیر اقتصادی و جناح‌های سیاسی تأثیری در انحراف عملکرد صندوق‌ها نداشته باشد.

اندازه‌گیری دقیق عملکرد سرمایه‌گذاری‌های صندوق با اهداف متفاوت باعث افزایش نظارت و قضاوت آگاهانه در زمینه دستیابی به اهداف می‌شود. به طور حتم استفاده از مدل‌ها و روش‌های مختلف ارزیابی سبب می‌شود تا مالکان، ارکان نظارتی و مردم نظارتی مناسب و منصفانه داشته باشند. در نهایت باید اشاره کرد فرهنگ مدیریت ریسک تأثیر مهمی در موفقیت سازمان دارد. مدیریت صندوق‌های ثروت ملی باید در ایجاد و اجرای فرآیندهای مدیریت ریسک در حوزه‌های مختلف سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری در صندوق فعال باشند.

بنابراین مؤلفه‌هایی که در زمینه مدیریت منابع مالی می‌توان در صندوق‌های ثروت ملی با آنها توجه داشت شامل قوانین مالی مرتبط با واریز و برداشت، ساز و کار سرمایه‌گذاری، روش‌ها، ابزارها و جغرافیای سرمایه‌گذاری، برون‌سپاری، استقلال در تصمیم‌ها، معیارهای ارزیابی و مدیریت ریسک است، که در این تحقیق به دو بخش قوانین مرتبط به منابع و مصارف و همچنین سرمایه‌گذاری تقسیم شده است. مطالعات مرتبط به هر یک از زیر شاخه‌های مورد بررسی در نمودار زیر ارائه شده است:

#### نمودار ۱- مطالعات مرتبط به منابع و مصارف در صندوق‌های ثروت ملی



#### ۴. یافته‌ها

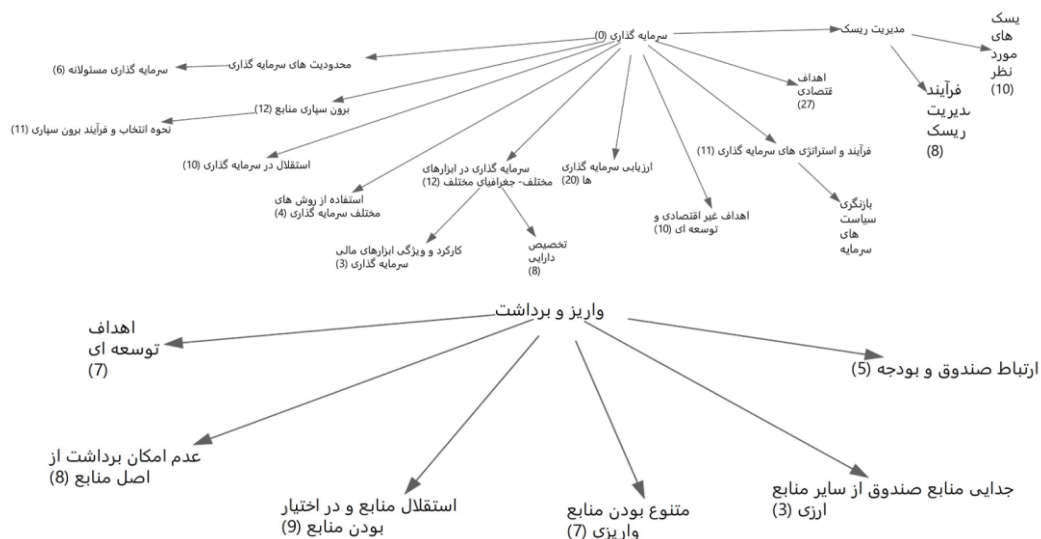
بر اساس مطالعات صورت گرفته در زمینه صندوق‌های ثروت ملی مؤلفه‌ها و متغیرهای مرتبط با تخصیص و مصرف منابع به دو زیر مجموعه الف) قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف، ب) ساختار

اساسی سرمایه‌گذاری تقسیم‌بندی شد. طبق مطالعات صورت گرفته، سؤالات موردنظر در هریک از ابعاد موردنظر در مطالعه تطبیقی پاسخ داده شده است.

جدول ۱ - ابعاد مختلف موردبررسی در مطالعه تطبیقی صندوق‌های ثروت ملی

ابعاد مورد مطالعه	سؤالات مدنظر در مطالعه تطبیقی
قوانین مالی مرتبط با منابع و برداشت	منابع قابل تخصیص به صندوق شامل کدام منابع خدادادی است؟ کدام درآمدهای مرتبط با درآمدها قابل تخصیص به صندوق است؟ نحوه محاسبه درآمدهای قابل تخصیص به چه نحو است؟ (توجه به ارزش نسبی منابع) آیا دسترسی به منابع صندوق طبق قوانین امکان‌پذیر است؟ آیا میزان منابع ورودی به صندوق قابل تغییر است؟ نحوه برداشت از صندوق به چه شکل است؟ ارتباط منابع و مصارف صندوق با بودجه سالیانه صندوق چیست؟
سرمایه‌گذاری	ساختار و فرآیند سرمایه‌گذاری در صندوق چیست؟
	استراتژی‌ها، اهداف و سیاست‌های سرمایه‌گذاری صندوق چیست و توسط کدام ارکان تعیین و اجرا می‌شود؟
	ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری کدام‌اند؟
	در کدام جغرافیا سرمایه‌گذاری باید انجام شود؟
	معیارهای مؤثر در گزینش ابزارهای مالی کدام‌اند؟
	روش‌های مختلف مستقیم و غیرمستقیم سرمایه‌گذاری قابل استفاده کدام‌اند؟
	محدودیت‌های سرمایه‌گذاری کدام‌اند؟ نکات اخلاقی سرمایه‌گذاری کدام‌اند؟
آیا صندوق در مدیریت دارایی‌ها استقلال دارد؟	
آیا استفاده از مدیران خارج سازمانی در صندوق مجاز است؟	
معیارهای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها بر اساس اهداف صندوق کدام‌اند؟	
سازوکار مدیریت ریسک صندوق چیست؟	

در نمودارهای زیر تعداد موارد و مشاهداتی که در مورد معیارهای فوق در مطالعه تطبیقی صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا، آذربایجان، نورژ، قطر، ابوظبی و کویت به آن دست پیدا کرده‌ایم مشخص شده



نمودار ۲ - خروجی مطالعه تطبیقی در زمینه صندوق‌های ثروت ملی

است.

پس از استخراج پیشنهادهای در مطالعه تطبیقی و در نظر گرفتن وضعیت کشور و صندوق توسعه ملی، راه کارها مورد ارزیابی و اصلاح قرار گرفت. در جدول زیر، نتایج مطالعه تطبیقی پیشنهادهای نهایی و اصلاح شده ارائه شده است. در این جدول همچنین کشورهایی که راه کارهای مربوطه را رعایت می-کنند، تعیین شده است.

جدول ۲ راه کارهای پیشنهادی حاصل از مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان در زمینه تخصیص منابع

مؤلفه مورد بررسی	نتایج حاصل از مطالعه	راه کار نهایی پس از نظر خبرگان	صندوق های استفاده کننده از راهکار فعلی					
			زرد	بازو	کویت	آذربایجان	آبنا	فطر
قوانین واریز و برداشت	قوانین مشخص در زمینه واریز، برداشت و سرمایه گذاری نقش چشمگیری در عملکرد مناسب صندوق دارد. اطمینان از ورود منابع مستمر و مشخص و از سوی دیگر عدم امکان برداشت های بی مورد و نامشخص می تواند موجب برنامه ریزی صحیح در صندوق ثروت ملی شود. در صندوق توسعه ملی ایران هر ساله به روش ها و عناوین متفاوت امکان برداشت، دستکاری و دست اندازی به منابع صندوق وجود دارد و همچنین از طرق مختلف نیز منابع ورودی به صندوق تغییر می یابد.	منابع مالی جدا از سایر منابع ارزی کشور و در اختیار صندوق باشد. حساب مستقل از حساب های بانک مرکزی و هیچ دخل و تصرفی در منابع نداشته باشد.	*	*	*	*	*	*
	برداشت در بخش بین نسلی غیر ممکن باشد. جهت تأمین کسری بودجه از بخش تثبیت استفاده شود که در صورت مازاد، این منابع قابل برگشت در سال های آتی است. برای بخش توسعه ای، صندوق به طور مستقیم و مستقل از بودجه دولت به تعیین، تأمین مالی و نظارت پروژه ها وارد شود <sup>۱</sup> .	قوانین مرتبط با برداشت از صندوق حتی در زمان اضطراری همچون بحران های طبیعی و سیاسی به طور کامل در قوانین مشخص شده باشد و سرپیچی از این قوانین غیر ممکن باشد.	*	*	*	*	*	*
	از منابع صندوق به عنوان بودجه ثانویه استفاده نشود و هزینه و مخارج خاص در بودجه صندوق تعیین نشود.	فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاری شامل شناسایی اولیه، ارزیابی، اجرا و مدیریت فعال سبد سرمایه گذاری تعیین و به تصویب برسد.	*	*	*	*	*	*
	سیاست های سرمایه گذاری مصوب در صندوق ثروت ملی، چگونگی بکارگیری منابع را بر اساس استراتژی ها تعیین می کند و در این زمینه علاوه بر تعیین یک طرح مشخص برای سرمایه گذاری، صندوق ثروت ملی را در اجرای فعالیت ها سرمایه گذاری همراستا با اهداف مشخص شده و میزان ریسک قابل قبول هدایت	محدودیت ها و شرایط ویژه سرمایه گذاری مصوب شود. در این زمینه کیفیت اعتباری، نقدشوندگی و کارکرد دارایی ها مشخص شود. به استاندارد حداقل کیفیت دارایی ها، مجوز استفاده از مشتقه ها، حداقل نقدشوندگی با توجه به اهداف و افق سرمایه گذاری در این مصوبات باید اشاره کرد.	*	*	*	*	*	*
مشخص شده و میزان ریسک قابل قبول هدایت	علاوه بر اصول اصلی اقتصادی در صندوق توسعه ملی باید تأثیرات غیراقتصادی از جمله تأثیرات مثبت و منفی سرمایه گذاری بر محیط زیست، جامعه و حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گیرد. در	*	*	*	*	*	*	

<sup>۱</sup> طبق مطالعه صورت گرفته در زمینه حاکمیت شرکتی صندوق توسعه ملی ایران، یکی از پیشنهادها جهت اصلاح ساختار صندوق تقسیم مدیریت شرکت به سه بخش (بر اساس اهداف چندگانه) شامل بین نسلی، توسعه ای و تثبیت-کننده است. تفکیک فعالیت های صندوق بر اساس اهداف مختلف و قرارداد آنها ذیل یک مدیریت واحد یکی از موضوعات مهم جهت مدیریت مؤثر منابع در صندوق توسعه ملی است. در این زمینه پیشنهاد می شود که سه مدیریت تثبیت کننده، توسعه ای و بین نسلی در ساختار صندوق بازتعریف و منابع هر یک از این بخش ها به طور کامل از یکدیگر جدا شود.

						این زمینه باید اصول اساسی پذیرفته شده در زمینه محیط زیست، جامعه و حاکمیت شرکتی بر اساس استانداردهای بین‌المللی تصویب شود.	می‌کند. در تصویب ساز و کار سرمایه‌گذاری در صندوق ثروت ملی به فرآیند سرمایه‌گذاری، نحوه‌گزینش دارایی‌ها، معیارهای مورد نظر برای انتخاب دارایی و محدودیت‌ها لازم در سرمایه‌گذاری توجه می‌شود. رویکرد کلی سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید شیوه‌ها و ماهیت سرمایه‌گذاری، اهداف سرمایه‌گذاری، افق سرمایه‌گذاری و تخصیص مناسب دارایی‌ها را شامل شود. در حال حاضر ساز و کار سرمایه‌گذاری به روش‌های مختلف با توجه به محدودیت‌ها و همچنین شیوه فعلی صندوق توسعه ملی ایران وجود ندارد و متأسفانه به دلیل محدودیت‌های موجود تنها ارائه تسهیلات آنهم فقط از طریق بانک‌های عامل صورت می‌گیرد.	روش‌های و ابزارهای سرمایه‌گذاری
*	*	*	*	*	*	راه‌اندازی واحدهای مختلف سرمایه‌گذاری به صورت فعال در زمینه ابزارهای مالی مختلف به شکلی که بر اساس استانداردهای اخلاقی اقدام به تهیه گزارش‌های کارشناسی مستقل با بهترین کیفیت نماید.		
*		*		*	*	تعیین دوره‌های زمانی مشخص برای بازنگری در سیاست‌ها و استراتژی‌های بر اساس تحولات کشور و جهان		
*	*	*	*	*	*	استفاده از طبقات مختلف دارایی از جمله وجه نقد (ابزارهای بازار پولی)، اوراق بدهی درآمد ثابت، سهام، دارایی‌های جایگزین و در صورت امکان اوراق مشتقه در بخش‌های مختلف صندوق با اهداف مختلف	به طور حتم انتخاب طبقات مختلف دارایی‌ها و روش‌های متنوع سرمایه‌گذاری تا حد زیادی به اهداف صندوق و وضعیت اقتصاد کشور ارتباط دارد. ایجاد تنوع در طبقات دارایی نقش بسزایی در کاهش احتمال ریسک از دست دادن ارزش دارایی‌ها دارد. همچنین استفاده از روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری همچون مشارکت می‌تواند نقش صندوق را بویژه در بخش توسعه‌ای افزایش دهد. در حال حاضر تنها روش سرمایه‌گذاری در صندوق توسعه ملی ایران اعطای تسهیلات ریالی و ارزی است. با وجود تضمین این تسهیلات از سوی بانک‌های عامل و با وجود	
*	*	*	*	*	*	تعیین سیاست‌های تخصیص دارایی در سطح طبقات دارایی، تنوع ارزی و همچنین تنوع جغرافیایی برای هر یک از بخش‌های مختلف صندوق		
		*	*	*	*	استفاده از روش‌های دیگر همچون مشارکت و همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم برای اهداف توسعه‌ای. برای اهداف توسعه‌ای فقط پروژهای ملی و مقیاس بزرگ تأمین مالی شود. اعطای تسهیلات فقط در این بخش و در صورت امکان از طریق بانک توسعه‌ای صندوق انجام شود.		
*	*	*	*	*	*	محدودیت‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها و کشورهای خاص با توجه به وضعیت و سیاست‌های کلان ملی و مذهبی به تصویب برسد.		

							کاهش ریسک، حداقل بازدهی را برای نسل های آینده خواهد داشت.	
						*	معیارهای اقتصادی و غیراقتصادی به تصویب ارکان بالادستی رسیده و قدرت تصمیم گیری و مدیریت منابع به طور کامل به صندوق واگذار شود. در این زمینه لازم است که ارتباط بین صندوق و دولت به حداقل ممکن برسد و دولت هیچ نقشی در تصمیمات صندوق به صورت مستقیم و غیر مستقیم نداشته باشد. در این زمینه اصل Arm's Length رعایت و صندوق به صورت مستقل عمل کند.	استقلال در سرمایه گذاری مهم در فعالیت صندوقها است. به طور حتم ساختار هیأت امنای و نحوه گزینش مدیران نقش چشمگیری در این استقلال دارد. با توجه به ساختار صندوق توسعه ملی ایران و تسلط کامل دولت بر هیأت امنای می توان ادعا داشت که صندوق هیچ نوع استقلالی در عملکرد ندارد و تصمیمات آن کاملاً همراستا با سیاست های دولت است.
					*	*	ایجاد زیر ساخت لازم برای برون سپاری بخش از منابع با در نظر گرفتن اهداف حداکثر بازدهی و تضمین اصل سرمایه، در این راستا لازم است شرایط و فرآیند گزینش و معیارهای ارزیابی کمی و کیفی مدیران خارج سازمانی در دستورالعملی مشخص به تصویب هیأت امنای برسد.	جهت مدیریت بهتر دارایی ها صندوق و با توجه به محدودیت موجود در ارزیابی و نبود اشراف کامل بر تمامی بازارها و ابزارهای مالی استفاده از خدمات مدیران صندوق خارجی و انتقال مدیریت بخشی از دارایی های صندوق به آنان مناسب ترین گزینه است.
					*	*	واحد مرتبط با گزینش و نظارت بر برون سپاری سرمایه گذاری خارج سازمانی در صندوق توسعه ملی ایران راه اندازی شود	برون سپاری سرمایه گذاری
					*	*	تعیین اهداف کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت با نگاه صرفاً اقتصادی و در نظر گرفتن موضوعات اخلاقی در بخش بین نسلی	معیارهای ارزیابی یکی از مهمترین موضوعات در زمینه عملکرد صندوق های ثروت ملی ارزیابی عملکرد دوره ای آنها بر اساس شاخص های متناسب با اهداف اصلی صندوق های ثروت است. در زمینه صندوق بین نسلی به طور حتم معیارهای صرفاً اقتصادی برای دوره های کوتاه مدت تا بلندمدت از سوی بالاترین رکن تصمیم گیری برای صندوق تعیین شود. از طرفی برای سایر اهداف همچون صندوق
					*	*	استفاده از صندوق های ثروت مشابه و برتر جهت مقایسه و ارزیابی عملکرد مدیران صندوق توسعه ملی (بویژه در بخش صندوق بین نسلی)	
					*	*	تعیین اهداف عملکردی در زمینه هر یک از دارایی های مالی. این اهداف می تواند شامل اهداف بازدهی معین و همچنین شاخص های منفعل باشد.	
					*	*	ایجاد سنجه (معیار) کل سید سرمایه گذاری در بخش سرمایه گذاری های بین نسلی به عنوان یک معیار بهینه برای اندازه گیری عملکرد صندوق از سوی یک نهاد مالی بین المللی مستقل	

			*	*	*		توسعه‌ای نیز اهداف و معیارهای توسعه‌ای و مرتبط باید تعریف شود تا از هدررفت منابع صندوق جلوگیری شود. در حال حاضر در صندوق توسعه ملی ایران هیچگونه بررسی در زمینه اثرات ناشی از منابع تخصیص یافته به طرح های توسعه‌ای و دستیابی به اهداف مرتبط انجام نمی‌گیرد.	
*	*	*	*	*	*	*	شناسایی و مدیریت ریسک‌های صندوق از جمله ریسک‌های بازار، اعتباری و نقدشوندگی و ریسک های غیر سرمایه‌گذاری	مدیریت ریسک
*	*	*	*	*	*	*	تعیین و توسعه تکنیک های آماری و معیارهای نسبی و مطلق اندازه گیری ریسک در سطح هر یک از دارایی ها و سبد سرمایه گذاری. تصویب مدل ارزیابی ریسک‌های مختلف؛ شامل ریسک سبد سرمایه-گذاری "ریسک بالا به پایین"، ریسک طبقات مختلف دارایی "ریسک پایین به بالا"، ریسک کشور و طرف معامله، ریسک عملیاتی، ریسک کسب و کار و ریسک مقررات در صندوق	
*	*	*	*	*	*	*	بازطراحی واحدهای عملیاتی مدیریت ریسک و تعریف چهارچوب معین و روشن مسئولیت‌ها، وظایف و روش‌های کنترلی در آنها	



## ۵. پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

پس از بررسی و جمع‌بندی راهکارهای ارائه شده در جدول فوق و با توجه به مشکلات و نواقص موجود در صندوق توسعه ملی ایران، راه کارهای نهایی از طریق مطالعه تطبیقی تعیین شده است. پیشنهادهای زیر در زمینه اصلاح تخصیص منابع ارائه می‌گردد.

یکی از نتایج مهم این تحقیق تقسیم صندوق به بخش‌های مختلف بر مبنای اهداف متفاوت است. تعیین اهداف نهایی مشخص و چندگانه از جمله اهداف بین نسلی، توسعه‌ای و تثبیت‌کننده همچون صندوق‌های قطر و کویت مدیریت صندوق می‌تواند موجب بهبود و افزایش کارایی این نهاد شود. این کارکردهای چندگانه در مطالعات باکون و سیلوانا (۲۰۰۶)، ونتال و جونز لانگ (۲۰۰۶) و فاسانو (۲۰۰۰) نیز بررسی و بر آن تأکید شده است. پیشنهاد می‌شود که سه مدیریت تثبیت‌کننده، توسعه‌ای و بین نسلی در ساختار صندوق بازتعریف و منابع هر یک از این بخش‌ها به‌طور کامل از یکدیگر تفکیک شود.

همانند آنچه در صندوق‌های نروژ، آذربایجان، قطر، آلبرتا و آلاسکا انجام می‌گیرد برداشت از اصل منابع صندوق به‌ویژه سهم صندوق بین نسلی غیرممکن باشد. در صورت کسری در بودجه سالیانه از محل بخش ذخیره ارزی (تثبیت‌کننده) به‌عنوان یک بخش جدید در صندوق به بودجه دولت منتقل می‌شود. از سوی دیگر در صورت مازاد در بودجه دولت، این منابع قابل انتقال و برگشت به حساب صندوق در سال‌های آتی است. در صورت کسب سود و درآمد در بخش‌های دیگر صندوق به‌جز بخش بین نسلی، به صندوق بین نسلی انتقال یابند. ولی جریان معکوس (از صندوق بین نسلی به سایر بخش‌ها) ممنوع باشد.

مطابق تجربه صندوق‌های نروژ، آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان، از بخش بین نسلی و توسعه‌ای به‌عنوان بودجه ثانویه استفاده نشود و هزینه و مخارج خاص در بودجه از محل منابع صندوق تعیین نشود. با توجه به راه‌اندازی بخش تثبیت‌کننده، کسری بودجه از این محل تأمین شود و از منابع سایر بخش‌ها به‌عنوان بودجه ثانویه استفاده نشود. صندوق در بخش توسعه‌ای نیز در زمینه پروژه‌های خارج بودجه‌ای، ولی در راستای اهداف توسعه‌ای دولت فعالیت داشته باشد. این موضوع با مطالعه مانک (۲۰۰۸) و دیویس و دیگران (۲۰۰۱) مطابقت دارد.

منابع صندوق به‌طور کامل مستقل از سایر منابع ارزی کشور باشد و این منابع به‌طور کامل در اختیار صندوق قرار بگیرد. حساب‌ها مستقل از حساب‌های بانک مرکزی باشد و هیچ دخل و تصرفی از سوی این بانک انجام نگیرد. استفاده از منابع جهت مدیریت سیاست‌های پولی و ارزی به هر نحو ممنوع و به‌هیچ‌وجه منابع ارزی این صندوق به ریال تبدیل نشود. استقلال در مدیریت منابع، منطبق بر نتایج مطالعات باگاتینی (۲۰۱۱)، ترومن (۲۰۰۹) و هامر، کانزل و پترووا (۲۰۰۸) است.

صندوق به‌طور مستقیم به تعیین، تأمین مالی و نظارت پروژه‌ها وارد شود. پروژه‌های ملی باید مطابق صنایع هدف تعریف شده و همچنین زیرساخت‌های مهم و اساسی در کشور از طریق بخش توسعه‌ای تأمین مالی شود. منابع قابل تخصیص از سوی صندوق و همچنین محل هزینه کرد آن به‌طور کامل مشخص و مستقل از بودجه سالیانه دولتی باشد و نظارت و ارزیابی آن به بر عهده صندوق قرار بگیرد و به‌طور کامل در این زمینه شفاف‌سازی شود. اقدامات مرتبط با اهداف توسعه‌ای می‌تواند از طریق بانک

توسعه‌ای ایجاد شده در صندوق انجام شود. این پیشنهاد برگرفته از مدل کشورهای قطر، آذربایجان، کویت و کانادا است.

معیارها و اهداف غیراقتصادی در زمینه صندوق توسعه‌ای برای صندوق تعریف شود که این موارد برای توسعه اقتصادی کشور می‌تواند شامل ایجاد شغل جدید، توسعه صادرات، متنوع کردن اقتصاد، افزایش سطح آموزش، ایجاد زیرساخت‌های لازم توسعه و سایر موارد باشد. صنایع هدف مطابق اسناد بالادستی قانونی و سند استراتژی توسعه صنعتی کشور به صنعت انرژی، حمل‌ونقل و صنایع نوین اشاره می‌شود که بر اساس برنامه‌ریزی هسته‌ای<sup>۱</sup> تعیین شده‌اند. این بخش از صندوق به دنبال بهبود کیفیت اقتصادی و فضای کسب‌وکار خواهد بود. صنایع هدف بر اساس شاخص‌های کلیدی نظیر سطح اشتراک با صنایع دیگر و دانش‌بنیان بودن صنعت و توجه به صنایع و طرح‌های موجود اولویت‌دار با اتکا بر مزیت‌های منطقه‌ای و طبیعی انجام شده است. در این صندوق باید به ساخت زیرساخت‌های جدید، افزایش اشتغال و متنوع سازی اقتصاد نیز توجه شود. در صندوق توسعه اجتماعی به‌عنوان یکی از زیرمجموعه‌های بخش توسعه‌ای، اهداف آموزش و پرورش و توسعه اجتماعی مورد توجه قرار می‌گیرد. در این صندوق بهبود شاخص‌های رفاه لگاتوم و به‌طور خاص زیر شاخص‌های آموزش و پرورش، سلامت و محیط‌زیست مورد نظر است. این صندوق به دنبال توسعه پایدار باهدف توسعه‌ای همه‌جانبه خواهد بود. به‌طور کل صندوق توسعه بر اساس برنامه‌ریزی توسعه‌ای، به دنبال نوسازی و تغییر ساختارها در حوزه‌های اقتصادی و اجتماعی به‌صورت بنیادی و پایدار است.

یکی از موضوعات اصلی در زمینه تخصیص (به‌طور خاص در بخش بین نسلی) توجه به تعیین اهداف و معیارهای اقتصادی است. در پژوهش حاضر پیشنهاد شد همچون تمامی نمونه‌های مورد بررسی، معیارهای اقتصادی و غیر اقتصادی برای هر بخش‌های مختلف صندوق (مبتنی با اهداف خاص) تعریف شود. در مورد معیارهای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها محققینی همچون فیکووا (۲۰۱۵)، ولنو و ویتروبو (۲۰۱۵)، ژینگ، وانگ، کونگ و لی (۲۰۰۹)، بادی و بریر (۲۰۱۳)، مگینسو، یوو و هان (۲۰۱۳)، الحسن، پاپیوانو، شانک و سانگ (۲۰۱۱)، بازوبندی (۲۰۱۱)، دیک و مورز (۲۰۱۱)، چاچوریا و لایون (۲۰۰۹)، هامر، کانزل و پترووا (۲۰۰۸) و لیونز (۲۰۰۷) مطالعاتی داشته‌اند و معیارهای مهم اقتصادی در این پژوهش‌های مورد واکاوی قرار گرفته شده است. پیشنهاد می‌شود در صندوق توسعه ملی ایران نیز معیارها و اهداف اقتصادی به‌طور کامل تعیین و تصویب شوند.

در صندوق توسعه ملی ایران به سرمایه‌گذاری‌های مسئولانه نیز باید توجه شود. علاوه بر اصول اصلی سرمایه‌گذاری اقتصادی در صندوق که به‌طور مشخص به بازدهی و ریسک توجه دارد، باید تأثیرات غیراقتصادی از جمله تأثیرات مثبت و منفی سرمایه‌گذاری بر محیط‌زیست، جامعه و حاکمیت شرکتی مطابق دستورالعملی مصوب از سوی بالاتری رکن مورد بررسی قرار بگیرد. در حال حاضر در صندوق‌های نروژ، آمریکا و کانادا به این موضوعات توجه شده است. این پیشنهاد منطبق با پژوهش‌های قهرمانی (۲۰۱۴)، کاستلی و ساکیویالانی (۲۰۱۲) و باسان (۲۰۱۱) نیز می‌باشد.

<sup>۱</sup> Core Planing

فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شامل شناسایی اولیه، ارزیابی، اجرا و مدیریت فعال سبد سرمایه‌گذاری به تصویب بالاترین رکن صندوق برسد. علاوه بر سرعت و دقت به استقلال کامل تصمیم‌گیری‌ها و نظارت کافی نیز باید توجه شود. در فرآیند سرمایه‌گذاری محدودیت‌ها و شرایطی ویژه مدیریت سرمایه‌گذاری در صندوق باید تعیین و مصوب شود. در این تصمیمات لازم است که ارتباط بین صندوق و دولت به حداقل ممکن برسد و دولت هیچ نقشی در تصمیمات به صورت مستقیم و غیرمستقیم نداشته باشد. در این زمینه اصل غریبانه رعایت و به صورت مستقل عمل کند. لازم است که اهداف بازدهی کسب شده، نوع دارایی‌ها، محدودیت‌ها، افق‌ها، میزان پذیرش ریسک برای سرمایه‌گذاری‌ها باید مشخص از سوی ارکان بالادستی صندوق مشخص شود.

تعیین استراتژی تخصیص دارایی در سطح طبقات دارایی، تنوع ارزی و همچنین تنوع جغرافیایی برای هر یک از بخش‌های مختلف صندوق شامل صندوق بین نسلی و توسعه‌ای. در این زمینه نیاز است با توجه به اهداف اصلی از طبقات مختلف دارایی از جمله وجه نقد (ابزارهای موجود در بازار پولی)، اوراق بدهی در آمد ثابت، سهام و دارایی‌های جایگزین استفاده شود. محدودیت مرتبط با سرمایه‌گذاری با توجه به مسائل ملی و مذهبی باید به تصویب برسد. در کشورهای قطر، امارات متحده عربی، کویت و آذربایجان روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری همچون مشارکت، اعطای تسهیلات و سرمایه‌گذاری مستقیم نیز کاربرد دارد. این تنوع سرمایه‌گذاری در مطالعات محققینی همچون پلینولا (۲۰۱۷)، برنستین، لرنر و چوور (۲۰۱۳)، دیک و مورس (۲۰۱۱)، ترومن (۲۰۱۰)، کورزیو و میسلی (۲۰۱۰)، ژینگ و همکاران (۲۰۰۹)، لایون (۲۰۰۹)، بورتلوتی، فوتاک، مگینسون و میراکی (۲۰۰۹)، فریرا و ماتوس (۲۰۰۸) و لیونز (۲۰۰۷) مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین محققانی همچون فیکووا (۲۰۱۵)، بادی و برییز (۲۰۱۴)، بالدینگ و یاو (۲۰۱۱)، فرنانسز (۲۰۱۰)، آزیمن و گلیک (۲۰۱۰)، برون و همکاران (۲۰۱۰)، اسکرر (۲۰۰۹)، گینتشل و اسکرر (۲۰۰۸)، بهبودی، متفکرزاده، محمدزاده و صادقی (۱۳۹۱)، به موضوع تخصیص دارایی در صندوق‌های ثروت ملی پرداخته‌اند.

از دیگر موضوعات در حوزه سرمایه‌گذاری، ارزیابی عملکرد صندوق در هر یک از بخش‌ها، مطابق معیارها و شاخص‌های تعیین شده همچون صندوق‌های ثروت ملی مورد مطالعه در این پژوهش است. ارزیابی عملکرد صندوق با استفاده از روش‌های مختلف همچون تعیین بازدهی معین، مقایسه با صندوق‌های مشابه و همچنین تعریف سنج‌های منفعل می‌تواند عملی شود. همچنین مطابق نظر خبرگان، در بخش توسعه‌ای لازم است ارزیابی فعالیت‌ها مورد توجه قرار گرفته و در آن نتایج سریع و مستقیم و اثرات کوتاه‌مدت تا بلندمدت فعالیت‌ها و پروژه‌های توسعه‌ای و اقتصادی در جامعه مورد ارزیابی قرار بگیرد. مطابق بررسی و نظر خبرگان، می‌توان در صندوق توسعه ملی ایران از سیستم‌های ارزیابی اثرات توسعه‌ای پروژه‌ها استفاده نمود.

با در نظر گرفتن اهداف حداکثر بازدهی و تضمین اصل سرمایه، در مورد برون‌سپاری منابع به افراد خارج سازمانی از سوی صندوق اقدامات لازم انجام شود. در این زمینه لازم است شرایط و معیارهای گزینش مدیران سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین فرآیند انتخاب آن‌ها در یک دستورالعمل مشخص به تصویب هیئت‌امنا برسد. همچون سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته درون‌سازمانی، معیارهای ارزیابی

کمی و کیفی مدیران سرمایه‌گذاری خارج سازمانی بر اساس اهداف اقتصادی و همچنین دوره‌های بررسی و ارزیابی عملکرد این مدیران باید در دستورالعملی مشخص تهیه و به تصویب هیئت‌امنا برسد. در این راستا لازم است واحد مرتبط با گزینش و نظارت بر برون‌سپاری سرمایه‌گذاری در صندوق راه-اندازی شود.

ریسک‌هایی که صندوق با آن مواجه است از جمله ریسک‌های عملیاتی (منابع انسانی، سیستم‌های، حسن شهرت، فرآیند و قانون‌گذاری) و سرمایه‌گذاری (بازار، اعتباری، نقدشوندگی) شناسایی و سازوکار مدیریت آن‌ها به‌طور کامل طراحی شود و به تصویب بالاترین رکن برسد. در این زمینه با راه-اندازی یک واحد مدیریت ریسک و حضور تیم حرفه‌ای، معیارهای نسبی و مطلق برای ارزیابی مستمر تمامی ریسک‌ها، تعیین و توسعه یابد. این واحد باید علاوه بر اجرای چهارچوب مدیریت ریسک در صندوق، اقدامات لازم در مواجهه با موارد اضطراری همچون وقوع بلایای طبیعی و سایر وقف‌های تجاری صندوق را طرح‌ریزی نماید، تا سیستم انعطاف لازم را در فعالیت‌های خود داشته باشد. موضوعات مرتبط با مدیریت ریسک‌ها از سوی محققینی همچون بادی و بریر (۲۰۱۳) و کلاسنس و کریوزر (۲۰۱۰)، هامر، کانزل و پترووا (۲۰۰۸) مورد بررسی قرار گرفته است که در این پژوهش‌ها نیز بر بحث مدیریت ریسک در صندوق‌های ثروت تأکید شده است.

به‌طور حتم با وجود نقش این پژوهش در ارائه راهکارها مناسب برای صندوق توسعه ملی ایران، برخی از محدودیت‌ها برای انجام این پژوهش وجود داشت که در ادامه به برخی از مشکلات و محدودیت‌ها اشاره شده است:

محدودیت نمونه آماری در زمینه صندوق‌های ثروت ملی و همچنین عدم ارائه اطلاعات کامل و کافی از سوی برخی از صندوق‌ها محدودیت مهمی بود. زمان زیادی صرف جمع‌آوری اطلاعات مرتبط با صندوق‌های ثروت ملی شد و دلیل اصلی این موضوع عدم دسترسی به پایگاه‌های اطلاعاتی مناسب با توجه به محدودیت‌های کشور است. در زمینه پژوهش‌های داخلی محدودیت و کمبود منابع وجود دارد. منابع علمی بسیار کم و محدودی به صورت فارسی در این زمینه موجود است.

## ۶. منابع

- [۱] بهبودی، داوود، متفکرزاده، محمد علی، محمدزاده، پرویز، صادقی، سیدکمال، (۱۳۹۱). صندوق توسعه ملی یا توزیع مستقیم درآمدهای نفتی (بررسی مقایسه‌ای). فصلنامه مجلس و راهبرد، ۴۰-۸۶
- [۲] لاجوردی، سیدعنان، توحیدی نیا، ابولقاسم، و رضائی صدر آبادی، محسن (۱۳۹۴). بررسی نقش صندوق توسعه ملی در تحقق عدالت اقتصادی. مطالعات اقتصاد اسلامی، ۹۱-۱۲۰.
- [۳] نادعلی، محمد (۱۳۹۲). مسیر حرکت آتی صندوق توسعه ملی. صندوق توسعه ملی ایران، همایش ملی ثروت ملی، توسعه پایدار، تهران.
- [۴] محمودی، وحید، و عبده تبریزی، حسین، و شیرکوند، حسین، و قهرمانی، رضا (۱۳۹۸). الگوی حکمرانی و تخصیص منابع در صندوق توسعه ملی ایران. فصلنامه اقتصاد مالی، ۴۸-۱۰۰.

- [1] Aizenman, J & ,Glick, R .(۲۰۰۹).Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance *International Finance*.۳۸۶-۳۵۱ ,
- [2] Al-Hassan, A., Pappioannou, M., Skancke, M & ,Sung, S .(۲۰۱۳).Sovereign Wealth Funds; Aspects of Governance Structures and Investment Management *IMF Working Paper*.۳۵ ,
- [3] Bagattini, G .(۲۰۱۱).The Political Economy of Stabilisation Funds: Measuring their Success in Resource-Dependent Countries *IDS Working Papers*.۶۰-۱ ,
- [4] Balding, C & ,Yao, Y .(۲۰۱۱).Portfolio Allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth *International Finance Review*.۳۱۲-۲۹۳ ,
- [5] Bassan, F .(۲۰۱۱).*The Law of Sovereign Wealth Fund* .Cheltenham: Edward ElgarPublishing Limited.
- [6] Bazoobandi, S .(۲۰۱۳).*The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds: A Case Study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and the United Arab Emirates* .London: Routledge.
- [7] Bernstein , S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *Journal of Economic Perspectives*, 219-238.
- [8] Bodie, Z & ,Briere, M .(۲۰۱۳).Optimal Asset Allocation for Sovereign Wealth Funds: Theory and Practice *Boston School of Management Research* .۳۴-۱
- [9] Borgne , E., & Medas, P. (2007). Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries: Macro-Fiscal Linkages. *IMF Working Paper 07/297*, 1-29.
- [10] Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W. & ,Miracky, W.(۲۰۰۹) . Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance. *Working Paper*.
- [11] Bremer, V. D., Ploeg, V. D & ,Wills, S .(۲۰۱۶).The Elephant in the Ground: Oil and Sovereign Wealth *European Economic Review*.۱۳۱-۱۱۳ ,
- [12] Brown, A., Papaioannou, M & ,Petrove, I .(۲۰۱۰).Macrofinancial Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity-Based Sovereign Wealth Funds . *IMF working Paper No. ۳۲-۱* ,۹/۱۰
- [13] Castelli, M & ,Scacciavillani, F .(۲۰۱۲).*The New Economics of Sovereign Wealth Funds* .London: Wiely Finance.
- [14] Chen, C .(۲۰۰۹).Sovereign Wealth Fund: Macroeconomic Policy Alignment and Fiscal Stability *China Investment Corporation* .
- [15] Chen, C .(۲۰۰۹).The theoretical Logic of Sovereign Wealth Fund *China Investment Co Paper* .
- [16] Chhaochharia, V & ,Leaven, L .(۲۰۰۹).The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds *SSRN Electronic Journal*.۵۲ ,
- [17] Curzio, A. Q & ,Miceli, V .(۲۰۱۰) .*Sovereign Wealth Fund* .London: Harriman House.

- [18] Dyck, A & ,Morse, A .(٢٠١١) .Sovereign Wealth Fund Portfolios .*Chicago Booth Research Paper No. ١٥-١١*; *MFI Working Paper No. ٠٠٢-٢٠١١*; *Rotman School of Management Working Paper No. ١٧٩٢٨٥* .
- [19] Fasano, U .(٢٠٠٠) .Review of the Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries .*IMF Working Paper* .
- [20] Fernandes, N .(٢٠٠٩) .Sovereign Wealth Fund: Investment Choices and Implications Around the World *IMD and European Corporate Governance institute* .
- [21] Ferreira, M & ,Matos, P .(٢٠٠٨) .The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World .*Financial Economics* .٥٣٣-٤٩٩ ,
- [22] Ficova, A .(٢٠١٥) .Analysis of Sovereign Wealth Funds: From Asset Allocation to Growth .*Global Journal of Management and Business Research* .٧٤-٩٥ ,
- [23] Ghahremani, S .(٢٠١٤) .Sovereign, Socially Responsible Investing, and the Enforcement of International Law Through Portfolio Investment and Shareholder Activism: The Three Models .*International Law* .١٠٩٥-١٠٧٣ ,
- [24] Gintschel, A & ,Scherer, B .(٢٠٠٨) .Optimal Asset Allocation for Sovereign Wealth Fund .*Journal of Asset Management* .٢٣٨-٢١٥ ,
- [25] Griffith, J & ,Ocampo, J .(٢٠٠٨) .Sovereign Wealth Funds: A developing Country Perspective .*Andean Development Corporation* .London.
- [26] Hammer, C., Kunzel, P., & Petrova, I. (2008). Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices. *IMF Working Paper* .
- [27] Kimmitt, R .(٢٠٠٨) .Public Footprint in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy .*Foreign Affairs* .١٣٠-١١٨ ,
- [28] Kreuser, J & ,Claessens, S .(٢٠١٠) .Strategic Investment and Risk Management for Sovereign Wealth Funds .*Central Bank Reserves and Sovereign Wealth Management* .٢٨٤-٢٤٧ ,
- [29] Lyons, G .(٢٠٠٧) .State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Fund .*Journal of Management Research* .٣٤٢-٣١٩ ,
- [30] Megginson, W., & Fotak, V. (2015). Rise of the Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research. *Journal of Economic Survey*, 733-778.
- [31] Megginson, W., You, M & ,Han, L .(٢٠١٣) .Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments .*The Financial Review* .٥٧٢-٥٣٩ ,
- [32] Pellizzola, L .(٢٠١٧) .*HUNTING UNICORNS(Sovereign Wealth Fund Annual Report)* .(٢٠١٧) Milan: Bocconi University and FEEM.
- [33] Scherer, B .(٢٠٠٩) .A Note on Portfolio Choice for Sovereign Wealth Funds .*Financial Markets and Portfolio Management* .٣٢٧-٣١٥ ,
- [34] Truman, E .(٢٠١٠) .*Sovereign Wealth Fund: Treat or Salvation* .Washington: Peterson Institute for International Economics.
- [35] Truman, E. M .(٢٠٠٩) .A Blue Print for Sovereign Wealth Fund Best Practice .*Revue d'economie financiere(English ed)* .٤٥١-٤٢٩ ,(
- [36] Xiang, J., Kong, Z & ,Li, W .(٢٠٠٩) .Investment Analysis of Sovereign Wealth Fund in the World .*International Journal of Economic and Finance* .٢٩٢-٢٥٨ ,

- [37] Xiang, J., Wang, S., Kong, Z., & Li, W. (2009). Investment Analysis of Sovereign Wealth Funds in the world. *International Journal of Economic and Finance*, 258-262.