

# سرمایه‌گذاری منابع صندوق ثروت ملی (صندوق توسعه ملی) برای توسعه حال و آینده کشور ایران

|                   |                                     |                                   |
|-------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|
| محمد رضا عبداللهی | مازیار ماهری                        | مرتضی واسعی                       |
| مدیرعامل          | مدیر فناوری اطلاعات و مهندسی سازمان | مدیر برنامه‌ریزی، بودجه و ارزیابی |
| شرکت آوان شیمی    | سازمان مدیریت صنعتی                 | سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران |

## چکیده

صندوق‌های ثروت ملی با هدف مصون نگه‌داشتن اقتصاد از آثار سوء کاهش نوسان متغیرهای اقتصادی و همچنین برخورداری نسل‌های آینده از ثروت‌های ملی در دو نوع تثبیتی و پس‌اندازی تشکیل می‌شوند. با توجه به بررسی‌های به‌عمل آمده در این مقاله، رویه فعلی صندوق توسعه ملی به نحوی که بخشی از درآمد سالانه به صندوق واریز و به دو صورت ارزی و ریالی اقدام به اعطای تسهیلات می‌نماید، پاسخ‌گوی نیاز فعلی اقتصاد کشور نبوده و فرآیند ارزش‌افزا و مولدی برای آن در نظر گرفته نشده است و نتوانسته تاثیر چندانی در اقتصاد کشور ایفا نماید. در نتیجه با بررسی کارکرد و عملکرد صندوق‌های شاخص در دنیا، پیشنهادی با هدف افزایش اثربخشی و کارایی منابع صندوق توسعه ملی ایران برای مأموریت‌های آن ارائه شده است. در این پیشنهاد چهار صندوق تثبیت، پس‌انداز نسل‌های آینده، صندوق سرمایه‌گذاری ذخایر ارزی و صندوق توسعه مورد توجه قرار گرفته است و مدل پیشنهادی برای سرمایه‌گذاری منابع صندوق توسعه ملی در ایران به منظور ارزش‌افزایی منابع در اختیار و مصرف اثربخش آن‌ها به نحوی که بتواند بدون آسیب‌های ناشی از ورود منابع مالی به چرخه اقتصاد داخلی، به توسعه زیرساخت‌ها کمک نماید و امانت‌دار نسل‌های آینده از منابع مالی ناشی از فروش نفت باشد، ارائه شده است.

**واژگان کلیدی:** صندوق ثروت ملی، صندوق تثبیت، صندوق پس‌انداز نسل‌های آینده، صندوق سرمایه‌گذاری ذخایر ارزی، صندوق توسعه، سازمان‌های توسعه‌ای صنعتی

## ۱- مقدمه

در چند دهه اخیر، نوسان قیمت نفت شرایط نااطمینانی را برای صادرکنندگان آن ایجاد نموده و این نوسان‌های مثبت و منفی قیمت، باعث بروز اثرات نامناسبی برای اقتصاد کشورهای صادرکننده نفت شده است. نوسان قیمت نفتی مانند شمشیر دولبه عمل می‌نماید و با افزایش قیمت نفت و درآمدهای نفتی، درآمدهای ارزی افزایش یافته که باعث افزایش درآمد ملی و رشد اقتصادی می‌گردد، اما از طرف دیگر، کاهش قیمت نفت باعث کاهش درآمدهای نفتی دولت‌ها گردیده و می‌تواند رشد متوازن اقتصادی را مختل نماید. کشورهای صادرکننده نفت با هدف مصون نگه‌داشتن اقتصاد از آثار سوء، کاهش نوسان متغیرهای اقتصادی و همچنین برخورداری نسل‌های آینده از ثروت‌های ملی، نسبت به تاسیس صندوق ثروت ملی جهت ایجاد پس‌انداز احتیاطی اقدام نموده‌اند.

به‌طور کلی صندوق‌های ثروت ملی در دو نوع تثبیتی و پس‌اندازی دسته‌بندی می‌گردند. کارکرد صندوق‌های تثبیتی به‌منظور پس‌انداز مازاد منابع نفتی در هنگام نوسان مثبت قیمتی و استفاده از این منابع به هنگام نوسان منفی قیمت

نفت می‌باشد تا از نوسان در مخارج دولت جلوگیری به عمل آید. کارکرد صندوق‌های پس‌اندازی نیز به منظور غلبه بر چالش‌های بلندمدت، پایداری مالی و عدالت بین نسلی با توجه به عدم تجدیدپذیر بودن این منابع می‌باشد. (قدیرزاده و همکاران، ۱۴۰۰)

تجربه‌های خوب و بد در سطح بین‌المللی نشان می‌دهد از زمان شروع بحران مالی جهانی در اواسط سال ۲۰۰۷ تاکنون ثبات مالی یکی از دغدغه‌های اصلی مقامات پولی بوده است. بازارهای سرمایه بین‌المللی، کاهش شدید قیمت، هزینه‌های بالای تامین منابع مالی و نتیجتاً رفتار گلایه‌آمیز دست‌اندرکاران اقتصاد را تجربه کردند و در پاسخ، مداخلات دولت، اقداماتی در جهت بهبود وضعیت نقدینگی را به همراه داشت. در حالی که مقررات وضع شده برای مدیریت نقدینگی، امیدها را در میان فعالان بازار افزایش داد، در این بین صندوق‌های ثروت ملی<sup>۱</sup> (SWF) نیز به دلیل حجم سرمایه و منحصر به فرد بودن، یکی دیگر از منابع مهم نجات به شمار آمدند. به همین دلیل، صندوق‌های ثروت ملی از سوی جوامع دانشگاهی و فعالان اقتصادی مورد توجه بیشتری قرار گرفته‌اند. (پارک و همکاران، ۲۰۱۹)

در سال‌های گذشته، اهمیت صندوق‌های ثروت ملی وابسته به دولت (SWF) در سیستم مالی جهانی برای جلب علاقه پژوهش‌گران و سیاست‌گذاران به‌طور فزاینده‌ای افزایش یافته است. بر اساس آمارهای اخیر، ارزش سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی در سراسر جهان در شرکت‌های صنعتی و مالی به ۷,۴۶ تریلیون دلار رسیده است (رتبه‌بندی صندوق‌های ثروت ملی، فوریه ۲۰۱۸). (گانگی و همکاران، ۲۰۱۹)

به نظر می‌رسد در ایران، صندوق توسعه ملی نتوانسته الزامات این صندوق‌ها را پیاده‌سازی نماید و در نتیجه آثار موثر آن در اقتصاد به شکل صحیح نمایان نمی‌باشد. لذا با مطالعه عمیق‌تر تجربیات بین‌المللی، پیشنهادهایی برای هدایت منابع صندوق و ارزش‌افزایی آن در این مقاله ارائه می‌گردد.

## ۲- تنوع منابع مالی ورودی به صندوق‌های ثروت ملی در دنیا

### ۲-۱- صندوق ثروت ملی بر اساس درآمدهای حاصل از منابع طبیعی تجدیدناپذیر

درآمدهای حاصل از منابع طبیعی غیرقابل تجدید می‌تواند سهم مهمی در کنترل رشد فراگیر و توسعه پایدار داشته باشد، مشروط بر این‌که درآمدهای این نوع منابع به‌طور مناسب مدیریت و به‌طور مؤثر در داخل کشور هزینه شود تا درآمدهای منابع طبیعی محدود را به درآمدهای طولانی‌مدت و مولد تبدیل کند.

از سال ۲۰۱۳، OECD<sup>۲</sup> خط‌مشی‌هایی در مورد توسعه مبتنی بر منابع طبیعی و به اشتراک‌گذاری تجربیات کشورها در مورد فروش منابع طبیعی، مزایا و معایب آن و مدیریت درآمد منابع طبیعی و مکانیسم‌های هزینه مالی حاصل از فروش منابع طبیعی فرآوری‌نشده با تاکید بر ایجاد و مدیریت صحیح صندوق‌های پس‌انداز ثروت ملی منتشر کرد. مهم‌ترین چالش برای سیاست‌گذاران، تطبیق اهداف توسعه بلندمدت و برابری بین نسلی و نیاز به مدیریت نوسانات و عدم قطعیت درآمدهای منابع تمام‌شدنی است که در دستور کار توسعه پایدار کشورهای عضو OECD تا سال ۲۰۳۰ قرار گرفته است. (گزارش OECD، ۲۰۱۸)

به منظور مدیریت منابع مالی ناشی از فروش منابع تجدیدناپذیر، کشورهای مختلف صندوق‌های ذخیره‌ای با اهداف گوناگون ایجاد نموده‌اند که در زیر تعدادی از آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است:

1- Sovereign Wealth Fund

2- The Organisation for Economic Co-operation and Development

## مغولستان - صندوق ثبات مالی<sup>۳</sup>

در سال ۲۰۱۳ به عنوان بخشی از قانون ثبات مالی<sup>۴</sup> تأسیس شد. این صندوق دارایی‌ها را بر اساس درآمدهای بخش معدن پس انداز می‌کند. به عنوان مثال، زمانی که بخش معدن، درآمد بیش از درآمد پیش‌بینی شده است، مازاد به صندوق تثبیت منتقل می‌شود. این قانون در سال ۲۰۱۳ لازم‌الاجرا شده است و هر ۴ سال، یکبار مورد بازبینی قرار می‌گیرد. (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۸)

## نروژ - صندوق دولتی نفت (SPF)<sup>۵</sup>

صندوق دولتی نفت نروژ در سال ۱۹۹۰ تأسیس شد و در سال ۲۰۰۶ به صندوق بازنشستگی دولتی (GPF-G)<sup>۶</sup> تغییر نام داد. صندوق دولتی نفت نروژ در سال ۱۹۹۶ زمانی که دولت با مازاد درآمد مواجه بود، با انباشت مداوم دارایی‌ها این صندوق را در سال ۲۰۱۱ به بزرگ‌ترین صندوق سرمایه‌گذاری مستقل در جهان تبدیل کرد و در حال حاضر نیز بزرگترین صندوق باقی مانده است. (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۸)

## شیلی - صندوق ثبات اقتصادی و اجتماعی (ESSF)<sup>۷</sup>

هدف اصلی صندوق، تثبیت هزینه‌های مالی در سراسر اقتصاد کشور شیلی در زمانی است که قیمت و یا تولید مس پایین‌تر از پیش‌بینی انجام شده است. دارایی‌های این صندوق همچنین می‌تواند برای کمک‌های به صندوق ذخیره بازنشستگی و تامین مالی پرداخت بدهی‌های عمومی استفاده گردد. ESSF با دریافت مقدار باقیمانده مازاد مالی تأمین می‌شود. مازاد مالی، مازاد منابعی هستند که از درآمد ملی کشور (که عمده آن را فروش مس استخراج‌شده از معادن تشکیل می‌دهد) پس از کسر هزینه‌های دولت باقی می‌ماند. (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۸)

## ۲-۲ - صندوق‌های ثروت ملی بر اساس درآمدهای غیر از درآمدهای حاصل از منابع طبیعی تجدیدناپذیر

### سنگاپور - شرکت سرمایه‌گذاری دولت سنگاپور (GIC)<sup>۸</sup>

GIC در سال ۱۹۸۱ توسط دولت سنگاپور با تخصیص اولیه ۵ میلیارد دلار آمریکا تأسیس شد. هدف بلندمدت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری دولت سنگاپور، مدیریت و حفظ ذخایر خارجی سنگاپور است. علاوه بر این، درآمدهای ایجادشده توسط GIC می‌تواند به عنوان یک بافر تثبیت کوتاه‌مدت مالی عمل کند.

منابع اصلی صندوق، واریزی‌هایی است که توسط دولت سنگاپور انجام می‌شود، در صورت وجود یک مازاد مالی و/یا مازاد در تراز حساب جاری. مبلغ این واریزی‌ها مشخص می‌شود و بنا به صلاحدید دولت انجام می‌شود. منبع مهم دیگر تامین منابع مالی صندوق درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد که در قانونی به نام مشارکت خالص بازده سرمایه‌گذاری (NIRC)<sup>۹</sup> تعیین می‌شود. (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۸)

3- Mongolia- Fiscal stability fund

4- Fiscal Stability Law

5- Norway- State Petroleum Fund

6- Government Pension Fund-Global

7- Chile- the Economic and Social Stabilization Fund

8- Singapore- Government of Singapore Investment Corporation

9- Net Investment Returns Contribution rule

### کره جنوبی - شرکت سرمایه‌گذاری کره (KIC)<sup>۱۰</sup>

بحران مالی آسیایی در کره جنوبی نیاز به ایجاد منابع ذخیره قوی‌تر و مدیریت بهتر ذخایر خارجی را برانگیخت که منجر به تاسیس شرکت سرمایه‌گذاری کره KIC شد که هدف اصلی آن حفظ و مدیریت ذخایر ارزی کشور با ایجاد بازده سالانه بالاتر از نرخ تورم است.

KIC سرمایه اولیه به مبلغ کل ۳۰ میلیارد دلار آمریکا را از وزارت استراتژی و دارایی و بانک کره دریافت کرد که این مبلغ قابل افزایش است. یکی دیگر از منابع مهم تامین مالی KIC درآمد سالانه حاصل بازده سرمایه‌گذاری صندوق است. (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۸)

### ۲-۳- صندوق‌های توسعه

#### سنگاپور Temasek

تماسک هولدینگ لیمیتهد یا به زبان ساده تماسک یک شرکت هلدینگ دولتی سنگاپور است که متعلق به دولت سنگاپور است. تماسک که در ۲۵ ژوئن ۱۹۷۴ ثبت شد دارای ۳۸۱ میلیارد دلار سنگاپور تا سال ۲۰۲۱ است. از سال ۲۰۰۲، پس از بحران ارزی آسیا، تماسک شروع به سرمایه‌گذاری جهانی در زمینه‌های خاص مانند: هوانوردی، خدمات مالی، بهداشت و درمان و مخابرات کرد. در سال ۲۰۰۵ تماسک با کسب رتبه اعتباری شروع به انتشار اوراق قرضه کرد. سرمایه اولیه صندوق با انتقال مالکیت از دولت ایجاد شد و بازارهای مالی بین‌المللی به عنوان منبع اضافی تامین مالی در نظر گرفته شده است.

منابع اصلی یا درآمد عادی صندوق عبارت است از درآمدهای سرمایه‌گذاری در طول سال مالی، از جمله سود سهام به دست آمده از پورتفوی شرکت‌هایی که مالک یا دارای سهام است. صندوق فقط می‌تواند نیمی از درآمد سالانه ناشی از سرمایه‌گذاری را برای ایجاد ذخایر پس‌انداز کند. (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۸)

### ۳- تنوع بخشی و توزیع منابع صندوق‌های با مأموریت‌های متفاوت

صندوق ثروت ملی نشان‌دهنده یک گروه متنوع از وجوه است که شامل صندوق‌های تثبیت مالی، صندوق‌های پس‌انداز، صندوق‌های سرمایه‌گذاری ذخیره و صندوق‌های توسعه می‌شود. ایجاد چنین صندوق‌هایی لزوماً به معنی ایجاد نهادهای مستقل نیست بلکه تمامی آن‌ها اگر چه می‌توانند مستقل باشند ولی همچنین می‌توانند به صورت مفهومی تعریف گردند. البته شفافیت در منابع ورودی و مصارف آن‌ها و نیز نظارت و پاسخ‌گویی عملکرد آن‌ها لازم بوده، لذا چنانچه در دل یک نهاد مرکزی ایجاد گردند نیز می‌باید از نظام شفاف مالی و مستقل برخوردار باشند. صندوق ثروت ملی معمولاً برای خدمت به دو اصل تاسیس می‌شود. هدف اول معمولاً کوتاه‌مدت و هدف تثبیت بودجه دولت و در نهایت اقتصاد، با کاهش تأثیر درآمدهای ناپایدار دولت بوده و هدف دوم بلندمدت است و آن ایجاد ذخیره‌ای از ثروت برای نسل‌های آینده است و به‌منظور کنار گذاشتن برخی منابع و به تدریج ایجاد یک ذخیره ثروت است تا نسل‌های آینده بتوانند از بخشی از درآمد حاصل از منابع طبیعی تجدیدناپذیر استخراج شده یا هر منبع دیگری بهره‌مند شوند. (گزارش بانک جهانی، ۲۰۱۸)

### ۳-۱- صندوق‌های تثبیت

ایجاد یک چارچوب سیاست مالی روشن و منسجم همراه با تعهد به مدیریت کلان اقتصادی صحیح درآمدهای منابع طبیعی با صندوق‌های تثبیت مناسب می‌تواند به مصونیت اقتصاد از قیمت، تولید یا سایر شوک‌های خارجی کمک کند و پایداری مالی در میان مدت و بلندمدت ایجاد نماید به نحوی که موجب دستیابی به اهداف توسعه بلندمدت گردد. برای دستیابی به اهداف مورد نظر، لازم است وجوه تثبیت از طریق قوانین شفاف در خصوص واریز درآمدهای منابع طبیعی و برداشت پول برای استفاده در مخارج و سرمایه‌گذاری دولت در بودجه ادغام شود.

صندوق‌های تثبیت زمانی که بازارهای کالایی سقوط می‌کنند و درآمدهای حاصل از منابع طبیعی کاهش می‌یابد، یک بافر مالی ایجاد می‌کنند. مدیریت سرمایه‌گذاری و حاکمیت صندوق‌های تثبیت باید از اهداف تثبیت بودجه آن‌ها حمایت کند. این به معنای طراحی صندوق‌های تثبیت‌کننده به منظور مناسب با منابع انسانی کافی در رابطه با سطح ریسک پذیرفته شده برای دستیابی به اهداف سیاستی، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری که عاری از نفوذ سیاسی است، و مکانیسم‌های شفاف که شفافیت و پاسخ‌گویی را فراهم می‌کند، می‌باشد. به عنوان یک منبع پس‌انداز احتیاطی، وجوه تثبیت باید در دارایی‌های خارجی مطمئن، سرمایه‌گذاری شود تا از نقدینگی کافی برای مقابله با نوسانات قیمت اطمینان حاصل شود. صندوق‌های تثبیت، ابزار مؤثری برای کمک به برآوردن نیازهای سرمایه‌گذاری داخلی نیستند، به ویژه در اقتصادهای در حال توسعه که عطش زیادی برای جذب سرمایه در آن‌ها وجود دارد و کشورهایی که ساختار اقتصادی آن‌ها وابسته به منابع طبیعی بوده و همواره با تلاطم قیمت این منابع مواجه هستند.

### ۳-۲- صندوق‌های سرمایه‌گذاری

فراتر از سطح مناسب پس‌انداز احتیاطی لازم برای ایجاد یک بافر مالی برای تضمین پایداری مالی در طول زمان، کشورهای غنی از منابع، نیاز به مدیریت مبادله بین سرمایه‌گذاری در اقتصاد داخلی یا خارج از کشور و پس‌انداز برای نسل‌های آینده دارند. نیازها و شرایط توسعه خاص کشور باید در نحوه مدیریت این مبادله منعکس شود. قوانین مالی می‌تواند به گونه‌ای طراحی شود که به نفع هزینه‌های جاری و میان‌مدت درآمدهای منابع طبیعی یا انباشت ثروت برای نسل‌های آینده در صندوق پس‌انداز باشد، به گونه‌ای که با اولویت‌های ملی و محدودیت‌های ظرفیت جذب سازگار باشد. هنگام اولویت‌بندی سرمایه‌گذاری داخلی، باید از مکانیسم‌های هزینه‌ای که به مخارج عمومی دامن می‌زند اجتناب شود، زیرا این امر اثرات نوسان قیمت کالاها را بر اقتصاد تشدید می‌کند. تخصیص بودجه می‌تواند چرخه‌ای بودن را تشویق کند و انعطاف‌پذیری بودجه را محدود کند، منجر به ناکارآمدی و سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر در برخی خدمات عمومی شود. سیاست‌گذاران باید از کیفیت و کارایی مخارج سرمایه‌گذاری عمومی اطمینان حاصل کنند تا ثروت منابع طبیعی را به انباشت سرمایه مولد تبدیل شده و منجر به دستاوردهای توسعه گسترده‌تر گردد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری استراتژیک با هدف نهایی دوگانه خود، که به موجب آن همه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری باید معیارهای ریسک و بازده مبتنی بر بازار را برآورده کنند و نتایج مثبت توسعه را ایجاد کنند، در کنار هزینه‌های متعارف از طریق بودجه، ابزار ممکن‌تری را برای کشورهای غنی از منابع ارائه دهند تا توسعه اقتصادی را تسریع کنند. چنین وجوهی به عنوان بخشی از یک سیاست سرمایه‌گذاری شفاف دولتی که اولویت‌ها، معیارها و اهداف سرمایه‌گذاری را تعیین می‌کند، همراه با سطحی از هماهنگی در سطوح دولتی و سازمان‌های مختلف برای جلوگیری از تکرار سرمایه‌گذاری عمومی، بیشترین تأثیر را دارند (گزارش OECD، ۲۰۱۸)

#### ۴- استراتژی‌های ارزش‌افزایی در صندوق‌های ثروت ملی در دنیا

با بررسی صندوق‌های قطر، نروژ و آلبرتا ملاحظه می‌شود در کنار اهداف بلندمدت، اهداف کوتاه‌مدت را نیز برای کسب حداکثر کردن بازدهی مشخص می‌کنند.

یکی از نکات مهم، توجه خاص به معیارها و اهداف صرفاً اقتصادی در بخش بین نسلی است که این موضوع در همه صندوق‌های مورد مطالعه رعایت شده است و آن‌ها به دنبال کسب بازدهی پایدار بلندمدت هستند. در کنار این اهداف اقتصادی و مالی، تأثیرات غیراقتصادی برای برخی از صندوق‌ها اهمیت به‌سزایی دارد. صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا، نروژ و ابوظبی در سرمایه‌گذاری خود به دنبال توجه به فعالیت‌های اجتماعی، محیط‌زیست و حاکمیت شرکتی هستند و معیارهای سرمایه‌گذاری مسئولانه را به‌عنوان یک استاندارد اخلاقی در سرمایه‌گذاری‌ها، وارد کرده‌اند.

لذا می‌توان نتیجه‌گیری نمود موضوع سپرده‌گذاری تقریباً در تمام صندوق‌های موفق، منتفی بوده و سرمایه‌گذاری را در شقوق مختلف آن اعم از اقتصادی و اجتماعی در دستور کار قرار داده‌اند.

عمده صندوق‌های مورد بررسی، در سرمایه‌گذاری‌های خود در بازارهای پولی و سهام بین‌المللی و املاک و مستغلات در سایر کشورها و تبدیل به ارزش‌های مختلف رایج (سنتی و رمزارز) و فلزات گران‌بها متمرکز می‌شوند. همچنین از جمله اهدافی که در این راستا دنبال می‌شود سرمایه‌گذاری و کسب بازده از ذخایر ارزی و حفظ قدرت خرید بین‌المللی کشور است. همچنین صندوق‌های سرمایه‌گذار خود را متعهد به پیاده‌سازی و اجرای مفاد اصول ۲۴ گانه سانتیاگو به رغم غیرالزام‌آور بودن آن می‌دانند و هدف از چنین اقدامی این است که صندوق‌های ثروت ملی از ترتیبات مناسبی تبعیت کنند و به کشورهای سرمایه‌پذیر اطمینان داده شود که این صندوق‌ها با حجم بالای منابع خود اصول اقتصادی و مالی را در سرمایه‌گذاری‌هایشان رعایت می‌کنند.

صندوق نروژ به عنوان بزرگترین و موفق‌ترین صندوق ثروت ملی در جهان استراتژی‌های زیر را در سرمایه‌گذاری‌های خود دنبال می‌کند:

- نگاه بلندمدت، مبنای استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق ثروت ملی نروژ است.
  - مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق نروژ هیچ نوع تعهد کوتاه‌مدت ندارد.
  - تمام سرمایه‌گذاری‌های صندوق در خارج از نروژ انجام می‌شود.
  - صندوق، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت در بخش‌ها و شرکت‌های خاص را تعریف نموده و در دارایی‌هایی که انتظار می‌رود طی زمان بازده فراوانی ایجاد می‌نماید، سرمایه‌گذاری می‌کند.
- این صندوق وظایف و اختیار بخشی از سرمایه‌گذاری دارایی خود را در زمینه‌های کاملاً مشخصی که توسعه مهارت‌های داخل سازمانی و تیمی در آن زمینه‌ها چندان مناسب نیست را به نهادهای باتجربه و با سابقه خوب واگذار می‌نماید. (حسینی مکارم و همکار، ۱۳۹۴)

#### ۵- سرمایه‌گذاری در داخل در مقابل سرمایه‌گذاری در خارج و آثار و تبعات هر یک بر اقتصاد کشور

پیش از ورود به موضوع لازم است تبعات اقتصادی ناشی از وابستگی کشورها به فروش منابع طبیعی غیرتجدیدپذیر مورد بررسی قرار گیرد.

## ۵-۱- ناپایداری درآمد

همواره قیمت پاره‌ای از منابع طبیعی دستخوش نوسانات شدید است، به‌عنوان مثال، قیمت نفت خام در سال ۱۹۹۹/۱۹۹۸ حدود ۱۰ دلار در هر بشکه بود در حالی که در سال ۲۰۰۸ به بیش از ۱۰۰ دلار در هر بشکه رسید. این چنین نوساناتی به سردرگمی دولت در برنامه‌هایش می‌انجامد. تغییراتی این چنین ناگهانی در واقعیت‌های اقتصادی اغلب به به‌هم‌خوردن گسترده قراردادهای اقتصادی منجر می‌شود.

از آنجا که دولت انتظار درآمدهای بیش‌تر را در آینده دارد با وجود بهره‌مندی از درآمدهای حاصل از منابع طبیعی به زیر بار قرض نیز می‌رود. عواملی چون افزایش نقدینگی و یا مرض هلندی که باعث کاهش نرخ بهره در قبال قرض می‌شود نیز در ترغیب دولت‌ها به این کار مؤثر است. علاوه بر این، خود منابع طبیعی کشور نیز به صورت منبع تضمین موازی برای دریافت اعتبار بیشتر عمل می‌کند. با این حال، چنان‌چه قیمت مواد خام طبیعی و نرخ معاوضه ارز در یک زمان افت کند دولت پول کافی برای پرداخت دیون نخواهد داشت. به عنوان نمونه می‌توان از نیجریه و ونزوئلا نام برد که در دهه ۱۹۷۰ با رشد ناگهانی قیمت نفت به سرعت خود را به زیر بار دیون سنگین بردند، اما وقتی در دهه ۱۹۸۰ از قیمت نفت کاسته شد؛ موسسات مالی از پرداخت وام به آن‌ها سر باز زدند و بسیاری از این کشورها بسیار مقروض شدند و با احتساب جریمه‌ای که بر بهره آن‌ها افزوده می‌شد همچنان به زیر بار قرض بیشتری رفتند.

## ۵-۲- نفرین منابع<sup>۱۱</sup>

این ایده که وجود منابع طبیعی می‌تواند بلا باشد تا برکت در سال ۱۹۸۰ مطرح شد؛ و در ۱۹۹۳ ریچارد اوتی<sup>۱۲</sup> این موضوع را که چرا کشورهایی با انبوه منابع طبیعی نتوانسته‌اند از ثروتشان در جهت شکوفایی اقتصادشان بهره‌گیرند را توضیح داد.

رشد اقتصادی پایین‌تر (نسبی) کشورهایی با منابع طبیعی گسترده نسبت به سایر کشورها تناقضی است که به نفرین منابع یا به تناقض فراوانی شهرت دارد. این پدیده بر اثر عوامل مختلف ممکن است به وجود آید، از آن جمله کاهش قدرت رقابتی در سایر بخش‌های اقتصادی (که بر اثر نرخ واقعی ارز که به طبع تزریق درآمد حاصل از منابع به‌طور مستقیم در اقتصاد حاصل می‌شود)، فرار سرمایه از بخش منابع طبیعی، عدم مدیریت دولت یا بر اثر فساد سیاسی ممکن است اتفاق بیفتد.

لذا با تشریح مقدمات فوق و بررسی گذرای اتکای کشورها به درآمد ناشی از منابع طبیعی غیر تجدیدپذیر مانند نفت و گاز به وضوح می‌توان به شکننده بودن اقتصاد این کشورها در مقابل نوسانات قیمت و تزییع منابع درآمدی پی برد. علی‌رغم اینکه تقریباً تمامی کشورهای دارای منابع نفت و گاز دارای صندوق ثروت ملی بوده و بخشی از درآمد ناشی از فروش منابع طبیعی را به این صندوق‌ها واریز می‌کنند، ولی همواره دست‌اندازی دولت‌ها به منابع صندوق و برداشت یا کسری واریزی به آن به‌منظور جبران هزینه‌های جاری به این صندوق‌ها و عملکرد آن لطمه وارد نموده است. در حالی که نقش صندوق در توسعه اقتصادی و زیرساختی کشور نادیده گرفته می‌شود.

آنچه در مرور عملکرد صندوق‌های ثروت ملی موفق جهان مبرهن است ارزش‌افزایی منابع آن‌ها از طریق سرمایه‌گذاری خارجی این صندوق‌ها می‌باشد. ولی نسخه سرمایه‌گذاری خارجی همیشه نمی‌تواند اثربخشی لازم را برای تمامی کشورها داشته باشد.

11- The resource curse hypothesis

12- Richard Auty

سرمایه‌گذاری منابع صندوق ثروت ملی در کشورهایی که دارای زیرساخت‌های ضعیف در حوزه‌های صنعت، حمل‌ونقل، کشاورزی، ارتباطات و ... هستند در پروژه‌هایی که اثرات ماندگار آن برای نسل‌های آینده خواهد داشت و به توسعه زیرساخت‌های کشور کمک می‌کند می‌تواند از موارد جذاب باشد. مشروط بر این که تضمین برداشت منافع ناشی از بهره‌برداری آن‌ها به منظور جبران منابع تامین شده از صندوق به آنان واگذار شود.

به عنوان مثال، دولت عربستان سعودی اعلام کرده ۴ درصد از سهام آرامکو به ارزش ۸۰ میلیارد دلار را به صندوق ثروت این کشور (PIF)<sup>۱۳</sup> منتقل کرد. دولت عربستان معتقد است این سهام در میان‌مدت، موقعیت مالی قوی و رتبه اعتباری بالای صندوق سرمایه‌گذاری عمومی را تقویت می‌کند. ارزش شرکت سعودی آرامکو عربستان ۱,۹۹ تریلیون دلار می‌باشد و آن را پس از با ارزش‌ترین شرکت جهان یعنی اپل و مایکروسافت قرار می‌دهد.

به این ترتیب صندوق سرمایه‌گذاری عمومی عربستان سعودی PIF در سود ناشی از فروش نفت و فرآورده‌های نفتی این شرکت سهیم شده و منابع مالی جدیدی به صندوق اضافه نموده از طرفی با پرداخت وجه ۸۰ میلیارد دلاری سهم، نقش مهمی در تامین مالی شرکت ایفا نموده است. لازم به ذکر است آرامکو، بزرگ‌ترین عرضه اولیه عمومی جهان را در اواخر سال ۲۰۱۹ با عرضه ۱,۵ درصد از سهام خود در بازارهای جهانی به ارزش ۲۹,۴ میلیارد دلار انجام داد.

#### ۶- تجربه کشورها با اقتصاد مبتنی بر فروش نفت در مواجهه با بحران و نحوه مدیریت مصارف منابع صندوق (مطالعه موردی بحران ناشی از همه‌گیری بیماری کووید ۱۹)

نمونه موفق صندوق‌های ثروت، صندوق نفت نروژ است که امسال به کمک دولت نروژ آمده و در بودجه تعدیل‌شده نروژ برای کرونا، دولت اجازه یافته برابر ۴۸ میلیارد دلار از آن برداشت کند. رقم برداشت سال قبل ۲۳ میلیارد دلار بوده است. صندوق ثروت نروژ در سال ۹۶ میلادی تاسیس شد. کل نفت نروژ را بخش خصوصی می‌فروشد و به دولت ۵۸٪ مالیات می‌دهد که این وجوه مستقیم به صندوق نفت نروژ واریز می‌شود. دولت می‌تواند حداکثر ۳٪ ارزش روز را برداشت کند که غالباً کمتر برداشته است. به‌رغم این، همین برداشت کم برابر ۲۰٪ کل درآمد بودجه کشور است؛ وجوهی که عملاً از محل سود صندوق مصرف می‌شود. در بودجه کرونایی امسال، به صورت استثنا دولت اجازه یافته ۵٪ از ارزش صندوق را برداشت کند.

صندوق‌های ثروت ملی در کشورهای حوزه خلیج فارس از نظر افزایش تعهدات مالی به بودجه‌های عمومی و خطر کاهش نقدینگی با چالش‌هایی روبرو هستند. همچنین این صندوق‌ها با توجه به پیامدهای ویروس کرونا و افت قیمت نفت، با کسری نقدینگی روبرو شده است.

کاهش قیمت نفت ناشی از اپیدمی ویروس کرونا نیازهای کلی دولت‌های خلیج فارس را برای استقراض، بسیار افزایش داده است که این امر تنها با برداشت از صندوق‌های ثروتمند دولتی محقق می‌شود که در نتیجه، باعث کمبود نقدینگی می‌شود. عربستان بودجه خود را از طریق بدهی و برداشت از ذخایر دولتی نزد بانک مرکزی تأمین می‌کند، که سال گذشته (۴۰ میلیارد دلار) از ذخایر خارجی بانک مرکزی برداشت کرد و به تأمین هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری اختصاص داد.

کویت با هدف تقویت منابع مالی خود در بحبوحه‌ی قیمت پایین نفت و همه‌گیری ویروس کرونا، انتقال سالانه ۱۰٪ از درآمدهای دولت به صندوق ثروت ملی را مشروط به مازاد بودجه می‌کند. کویت در نظر دارد انتقال سالانه ۱۰٪ از



درآمدهای دولت به صندوق ثروت ملی را مشروط به مزاد بودجه کند. کویت سعی دارد منابع مالی خود را در بحبوحه‌ی قیمت پایین نفت و همه‌گیری ویروس کرونا تقویت کند. صندوق بین‌المللی پول تخمین زده کسری بودجه کویت در سال جاری میلادی علیرغم ثروت بالای این کشور صادرکننده نفت، به ۱۱٪ تولید ناخالص داخلی آن برسد در حالی که سال گذشته ۴٫۸ میلیارد دلار مزاد بودجه داشت. کویت با توجه به مخالفت مجلس با یک قانون بدهی که توسط دولت ارائه شده، نمی‌تواند به وام‌های بین‌المللی دسترسی داشته باشد.

همین اتفاق به کرات در خصوص صندوق توسعه ملی ایران نیز اتفاق افتاده که جدول زیر نشان‌دهنده نوسان در واریز درآمدهای سهم صندوق در سنوات مختلف می‌باشد که علاوه بر تبعات ناشی از همه‌گیری ویروس کرونا، تحریم‌های بین‌المللی و کاهش درآمدهای نفتی بر کاهش واریزی به صندوق در سال‌های ۱۳۹۸ به بعد دیده می‌شود.

| سال  | سهم صندوق | سال  | سهم صندوق |
|------|-----------|------|-----------|
| ۱۳۸۹ | ۲۰        | ۱۳۹۵ | ۲۰        |
| ۱۳۹۰ | ۲۰        | ۱۳۹۶ | ۳۰        |
| ۱۳۹۱ | ۲۳        | ۱۳۹۷ | ۳۲        |
| ۱۳۹۲ | ۲۶        | ۱۳۹۸ | ۲۰        |
| ۱۳۹۳ | ۲۹        | ۱۳۹۹ | ۲۰        |
| ۱۳۹۴ | ۲۰        |      |           |

منبع: قوانین بودجه سالانه کشور ایران

۷- بررسی نحوه هزینه‌کرد درآمدهای ناشی از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مختلف و آموزه‌های آن برای ایران  
با عنایت به توضیحات بالا و مرور تجربیات صندوق‌های ثروت ملی در کشورهای شاخص، می‌توان نتیجه‌گیری نمود رویه فعلی صندوق توسعه ملی به نحوی که بخشی از درآمد ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات، سالانه به صندوق واریز و صندوق بر اساس آیین‌نامه‌های تبیین‌شده از طریق بانک‌های عامل به دو صورت ارزی و ریالی اقدام به اعطای تسهیلات می‌نماید، پاسخ‌گوی نیاز فعلی اقتصاد کشور نبوده و ضمن نادیده‌گرفتن عامل کاهش ارزش ذاتی منابع مالی صندوق به جهت نوسانات نرخ برابری ارز در ایران و جهان، فرآیند ارزش‌افزا و مولدی برای آن در نظر گرفته نشده است. از طرفی اعطای تسهیلات نیز در ۱۱ سال گذشته از عمر صندوق با صرف تنها ۱۹٪ از منابع، نتوانسته در تاثیر چندانی در اقتصاد کشور ایفا نماید. لذا ابتدا با تاکید بر نتایج صورت‌گرفته در قالب پژوهشی که به تعیین میزان بهینه واریز سهم صندوق می‌پردازد، به این ترتیب که در مطالعه مذکور به بررسی تاثیر کسر ۳۰، ۴۰ و یا ۵۰ درصد سهم‌های ثابت صندوق توسعه ملی از درآمدهای نفتی پرداخته و نتایج بیان‌گر آن است که پس‌انداز ۳۰ درصد منابع نفتی در صندوق توسعه ملی بهترین عملکرد را بین سایر سناریوها به‌منظور ایجاد کمترین نوسان در تولید و تورم دارد. همچنین نشان دادند که قاعده فعلی سهم ثابت پس‌انداز باعث کاهش نوسانات تورم و تولید می‌شود. (قدیرزاده و همکاران، ۱۴۰۰)

در ادامه با توجه به ضرورت شفاف‌بودن عملیات صندوق در امور مختلف نظیر مکمل بودجه‌های سنواتی، سرمایه‌گذاری اقتصادی، اعطای تسهیلات و سایر عملیاتی که می‌توان برای صندوق متصور بود، لازم است چهار صندوق در زیرمجموعه صندوق توسعه ملی به ترتیب زیر تشکیل گردند:

۱- **صندوق تثبیت:** هدف آن کاهش نوسان درآمدهای دولت و جبران کسری بودجه در زمان کاهش قیمت یا میزان صادرات نفت خام، گاز و میعانات گازی و ذخایر معدنی (به صورت خام) است. بدین ترتیب مازاد درآمد ناشی از فروش نفت خام، گاز و میعانات گازی و ذخایر معدنی (به صورت خام) نسبت به رقم پیش‌بینی شده در بودجه به این حساب واریز و در مواقع ضروری مانند کاهش قیمت نفت برای جبران کسری بودجه و یا هزینه‌های پیش‌بینی نشده در بودجه مانند کمک هزینه‌های بیکاری ناشی از همه‌گیری ویروس کرونا به کار گرفته شود.

دامنه سرمایه‌گذاری صندوق تثبیت در دارایی‌های کوتاه‌مدت با نقدشوندگی بالا مانند اسناد و اوراق با بازده ثابت خلاصه می‌شود.

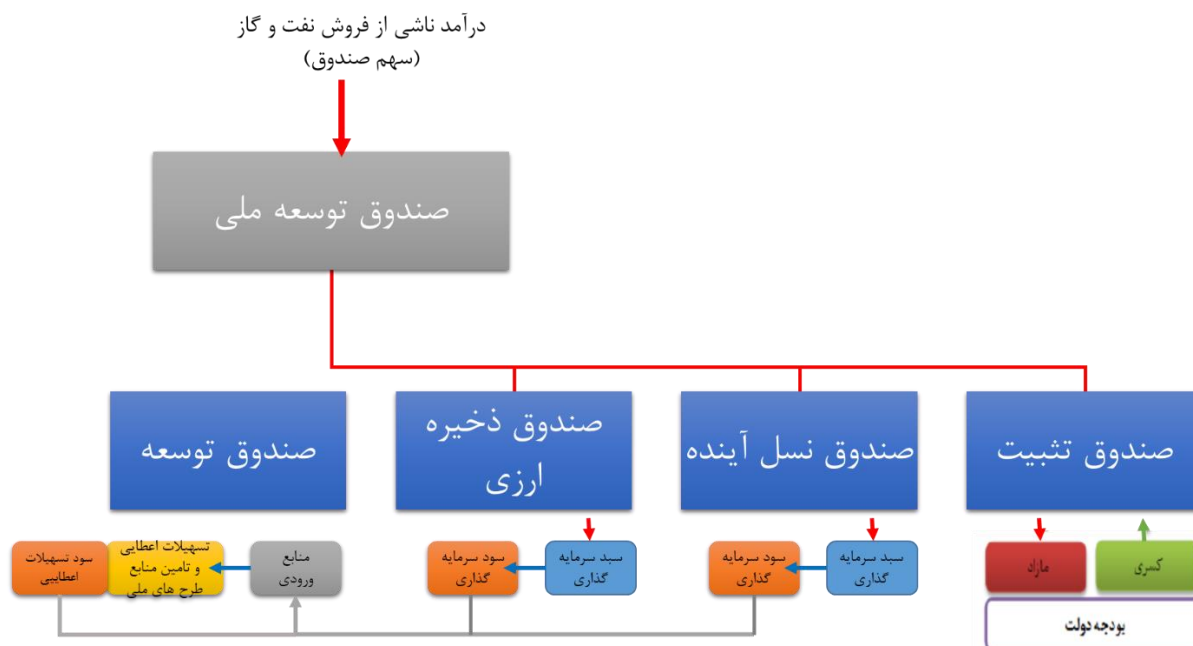
بر اساس قوانین بودجه سنواتی، هر کجا که اشاره به برداشت از ذخایر صندوق می‌گردد، صرفاً برداشت از منابع این حساب برای جبران کسری‌های دولت مجاز می‌باشد.

۲- **صندوق پس‌انداز نسل‌های آینده:** هدف آن حفاظت و انتقال منابع ثروت ملی به نسل‌های آینده است. مکانیزم عمل به این صورت است که قسمتی از درآمدهای نفتی به‌عنوان سهم نسل‌های آینده به صندوق واریز می‌شود. برداشت از اصل منابع واریزی به این صندوق در شرایط عادی غیرممکن و منوط به همه‌پرسی عمومی است. دامنه سرمایه‌گذاری از حساب این صندوق، بازارهای سهام بین‌المللی، املاک و مستغلات در سایر کشورها است. همچنین سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ملی دارای عایدی ارزی ما به ازای تامین منابع مالی پروژه خواهد بود.

۳- **صندوق سرمایه‌گذاری ذخایر ارزی:** هدف آن سرمایه‌گذاری و کسب بازده از بخشی از ذخایر ارزی واریزی به صندوق و حفظ قدرت خرید بین‌المللی کشور است. مکانیزم عمل در این صندوق به این صورت خواهد بود که قسمتی از درآمدهای نفتی به این صندوق جهت حفظ ارزش پول واریز می‌گردد و علت جداسازی آن از صندوق پس‌انداز نسل آینده، ایجاد شفافیت در عملیات و شاخه‌های مختلف اقتصادی و سرمایه‌گذاری صندوق به ترتیب نقدشوندگی زیاد و نقدشوندگی کم می‌باشد. دامنه سرمایه‌گذاری، در بازارهای پولی بین‌المللی و تبدیل به ارزهای مختلف رایج (سنتی و رمزارز) و فلزات گران‌بها به منظور حفظ و بهینه‌سازی ارزش پول سرمایه‌گذاری می‌گردد.

۴- **صندوق توسعه:** هدف آن تبدیل درآمدهای نفتی به ثروت ماندگار، سرمایه مولد و توسعه پایدار از طریق اعطای تسهیلات به طرح‌ها و سرمایه‌گذاری‌های توجیه‌دار و تامین منابع مالی پروژه‌های ملی در حوزه‌های زیرساختی و ماندگار کشور که تامین هزینه‌های آن خارج از بودجه سنواتی است. مکانیزم عمل این است که بخشی از درآمدهای ناشی از سرمایه‌گذاری در صندوق نسل آینده و ذخیره ارزی و سود تسهیلات اعطایی و عایدات ناشی از سرمایه‌گذاری در طرح‌های ملی، به عنوان آورده در این صندوق جهت مصارف در طرح‌های سرمایه‌گذاری مذکور مصرف می‌گردد.

مدل شماتیک توزیع منابع صندوق به صورت ذیل خواهد بود:



#### ۸- مدل پیشنهادی برای سرمایه‌گذاری اثربخش منابع صندوق توسعه ملی در ایران

ساختار مناسب سرمایه‌گذاری، عامل بسیار مهمی جهت جلوگیری از سوء مدیریت در منابع، کاهش تضاد منافع و جلوگیری از پذیرش ریسک بالا است. ایجاد سازوکار و فرآیند مناسب اجرایی و نظارتی و از طرفی ایجاد محدودیت‌ها به شرط عدم کاهش ظرفیت‌ها و توان مدیریت باعث کاهش سوء مدیریت منابع خواهد شد.

در صندوق ثروت ملی همچون هر نهاد مالی دیگر که در آن مدیریت از مالکیت جدا است، تضاد منافع 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 است. یکی از مهم‌ترین اهداف در مدیریت دارایی‌ها حفظ اصل منابع و عدم پذیرش ریسک‌های غیرمنطقی است. تعیین محدودیت‌های لازم در زمینه سرمایه‌گذاری و ریسک از سوی ارکان سیاست‌گذار همچون هیئت امنا و تصویب استراتژی‌های اصلی سبب می‌شود که سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک به صورت معقولانه از سوی مدیران اجرایی انجام گیرد. (محمودی و همکاران، ۱۳۹۸)

در تجربه نروژ، صندوق برای مدیریت بخشی از سرمایه‌گذاری‌های خود در اوراق با بازده ثابت و سهام از استفاده نموده است. صندوق وظایف و اختیار بخشی از سرمایه‌گذاری خارجی سرمایه‌گذاری دارایی خود را در زمینه‌های کاملاً مشخصی که توسعه مهارت‌های داخل سازمانی و تیمی در آن زمینه‌ها چندان مناسب نیست به نهادهای با تجربه و با سابقه خوب واگذار می‌نماید. صندوق با این کار در پی کارگزارانی است که بهتر از بازار عمل کرده و از این طریق بازده متفاوتی برای صندوق کسب نمایند.

لذا با برداشت از تجربیات کارآمد و آسیب‌های احتمالی شناسایی شده بابت ورود سرمایه صندوق‌های ثروت ملی به عرصه کار اقتصادی، لازم است صندوق بدواً پیش‌نیازهایی را ایجاد نماید که از آن جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- فرآیند سرمایه‌گذاری شامل شناسایی اولیه، ارزیابی، اجرا و مدیریت فعال سبد سرمایه‌گذاری تبیین گردد.
- صندوق در تمامی تصمیم‌ها دارای استقلال کامل باشد و دولت در آن‌ها، به ویژه در زمینه توسعه‌ای، نقشی نداشته باشد.

- معیارها و سنج‌های اقتصادی و غیراقتصادی و نیز اهداف کسب بازدهی، نوع، محدودیت‌ها، افق‌ها، پذیرش ریسک مختلف برای سرمایه‌گذاری‌ها باید مشخص باشد.

- مدیریت پورتفولیو توسط کارگزاران خبره، انجام شده ولی تصمیم‌گیری نهایی پس از بررسی‌های لازم با تصویب هیات عامل صندوق انجام می‌شود. به دلیل جلوگیری از ورود نقدینگی به اقتصاد داخلی، حیطه فعالیت کارگزاران ترجیحاً بازارهای خارج از کشور می‌باشد. کارگزارها می‌توانند از شخصیت‌های حقوقی ذیل با دو مأموریت مجری یا سبدگردان و مجری پروژه‌های کلان انتخاب گردند:

بانک‌های سرمایه‌گذاری (Investment Banks)

صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار سرمایه (Brokers)

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (Private Equity Funds)

سازمان‌های توسعه‌ای (در خصوص سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ملی و زیرساختی ماندگار)

نهاد صندوق توسعه ملی

- معیارهای گزینش کارگزاران سرمایه‌گذاری خارج سازمانی و همچنین فرآیند انتخاب آن‌ها در قالب یک دستورالعمل تبیین گردد.

- ایجاد کمیته ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها و ریسک و استقرار سیستم مدیریت ریسک باید در صندوق و فرآیند و روش‌های اندازه‌گیری و پایش و اقدامات بعدی آن شفاف باشد.

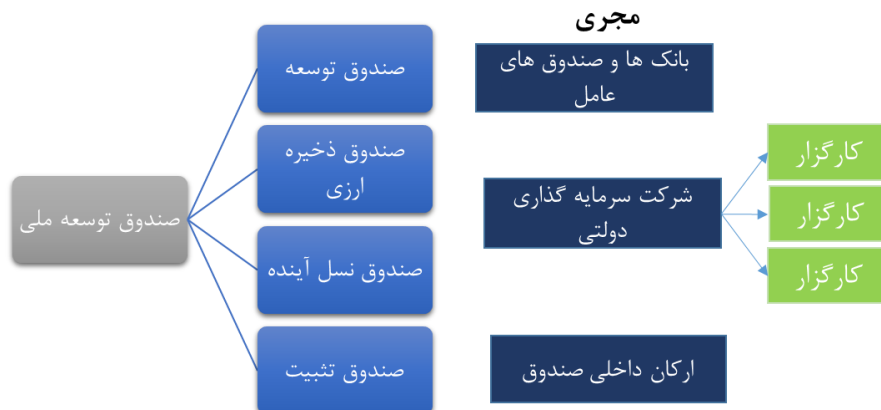
گام‌های اصلی و کلان فرآیند سرمایه‌گذاری پیشنهادی برای صندوق توسعه ملی و مشخصاً در دو حساب یا زیر

صندوق پس‌انداز نسل‌های آینده و ذخایر ارزی به شرح ذیل می‌باشد:

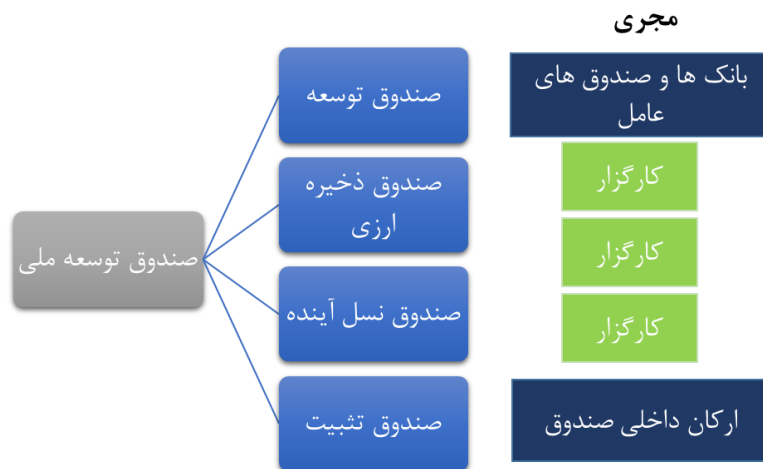


به منظور تفکیک وظایف حاکمیتی از امور اقتصادی و عدم ورود صندوق به امور اجرایی سرمایه‌گذاری و تحلیل‌های سودآوری و بازار پیشنهاد می‌گردد یک شرکت سرمایه‌گذاری دولتی (مشمول گروه (۳) ذیل ماده (۲) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی) در زیرمجموعه صندوق ایجاد گردد و امور اقتصادی و سرمایه‌گذاری و تعامل با کارگزاران از آن طریق پیگیری و اجرا گردد.

مدل تعاملی پیشنهادی به صورت زیر می‌باشد:



بدیهی است در صورتی که بدون واسطه شرکت دولتی سرمایه‌گذاری‌ها مدیریت گردند، مدل زیر پاسخ‌گو خواهد بود ولی به دلیل اختلاط وظایف حاکمیتی و امور اقتصادی، درآمدزایی سودآوری علی‌رغم کوچک‌تر بودن ساختار، در این راهکار، سازمان‌های توسعه‌ای می‌توانند به عنوان کارگزار و مجری پروژه‌های صندوق وارد عمل شوند.



## ۹- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به توضیحات بالا و تشریح مدل‌های کاری صندوق‌های ثروت ملی در دنیا، مشخص می‌گردد اکثر قریب به اتفاق این صندوق‌ها با تقسیم منابع خود در دو بخش کلی تثبیت و سرمایه‌گذاری، در بخش اعظمی از منابع خود را در جهت ارزش‌افزایی در دو بخش داخلی و خارجی اقدام به سرمایه‌گذاری نموده که سرمایه‌گذاری‌های داخلی این صندوق‌ها بر پروژه‌های زیرساختی ملی و عایدات ارزی تمرکز نموده و در بخش سرمایه‌گذاری خارجی، در بازار سهام، املاک و فلزات گران‌بها تمرکز دارند.

لذا با تاکید توصیه می‌گردد صندوق توسعه ملی ایران نیز با به‌کارگیری منابع در اختیار در چرخه اقتصادی اقدام به سرمایه‌گذاری منابع خود در پروژه‌های ملی و زیرساختی با عایدات ارزی نموده به نحوی که بر اساس قراردادی با دولت تا مدت زمان مشخص (حداقل میان‌مدت) عایدات حاصل از این سرمایه‌گذاری به صندوق وارد و پس از اتمام قرارداد تحویل دولت گردد یا در بازار سرمایه واگذار گردد.

همچنین بخشی از سرمایه خود را با ارزیابی ریسک در بازارهای بین‌المللی سهام و املاک، سرمایه‌گذاری نماید که البته لازمه آن اجرای اصول سانتیاگو و اطمینان‌دهی به کشورهای سرمایه‌پذیر از عملیات مبتنی بر اصول صحیح در صندوق توسعه ملی می‌باشد.

در انتها نیز پیشنهادهای زیر به عنوان بایدها و نبایدها در مصرف اثربخش منابع صندوق توسعه ملی ایران به شرح زیر ارائه می‌گردد:

- ایجاد چهار صندوق فرعی غیرمستقل از صندوق توسعه ملی و تسهیم منابع ورودی به صندوق به چهار صندوق تثبیت (مازاد درآمد محقق شده از پیش‌بینی بودجه) صندوق نسل آینده و صندوق ذخیره ارزی (سهام مقرر شده در قانون به عنوان ورودی)، صندوق توسعه (عایدات ناشی از عملیات سرمایه‌گذاری در صندوق‌های نسل آینده و ذخیره ارزی و سود ناشی از تامین منابع مالی و تسهیلات)
- صندوق اقدام به سرمایه‌گذاری منابع خود به جای سپرده‌گذاری نماید.
- دامنه سرمایه‌گذاری خارجی صندوق بازار سرمایه، ارز، املاک و اوراق باشد.
- مشارکت و سرمایه‌گذاری صندوق توسعه در پروژه‌های ملی خارج از بودجه که اثرات ماندگار آن برای نسل‌های آینده خواهد داشت و به توسعه زیرساخت‌های کشور کمک می‌کند، مشروط بر این‌که تضمین برداشت منافع ناشی از بهره‌برداری آن‌ها به منظور جبران منابع تامین شده از صندوق به آنان واگذار شود.
- اصل بر ممنوعیت سرمایه‌گذاری در بازارهای داخلی (تملک شرکت‌ها، خرید و فروش سهام و املاک) است. چون مصداق بارز مداخله دولت در بازار بوده و تعادل بازار را بر هم زده، پایه پولی را افزایش داده و تورم‌زاست. از طرفی این حجم توان مالی باعث ایجاد موسسه‌ای هولدینگی خصولتی می‌شود.
- سیستم مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری باید در صندوق توسعه ملی ایران ایجاد شود.
- تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری در کشورها با پیشنهاد هیات عامل و تصویب هیات امنای
- مدیریت پورتفولیو توسط کارگزاران خبره انجام، ولی تصمیم‌گیری نهایی پس از تایید کمیته ریسک و سرمایه‌گذاری و تصویب هیات عامل صندوق انجام می‌شود.
- برداشت از اصل منابع صندوق بین نسلی غیرممکن و فقط از طریق همه‌پرسی عمومی امکان‌پذیر باشد. در صورت امکان تنها برداشت از سود تعریف شود.
- قوانین بودجه سنواتی و سایر مراجع ذی‌صلاح صرفاً اجازه دخل تصرف و تعیین تکلیف منابع صندوق تثبیت را دارند.
- مدیریت منابع باید به‌طور کامل در اختیار مدیران صندوق باشد و از این منابع در سیاست‌های پولی و ارزی کشور استفاده نشود.
- منابع صندوق نباید به ریال تبدیل شود.
- تعیین و تصویب دستورالعمل‌های سرمایه‌گذاری و پیاده‌سازی اصول ۲۴ گانه سانتیاگو

- اختصاص بخشی از عایدات صندوق ذخیره ارزی به عنوان ذخیره موارد بحرانی به منظور بهره‌برداری از آن در شرایط خاص با اذن حکومتی مانند بحران اقتصادی ناشی از ویروس کرونا
- تخصیص وام به بخش خصوصی صرفاً به صورت ارزی به پروژه‌ها جهت خرید و انتقال و بومی‌سازی دانش فنی، پروژه‌های ساخت، نوسازی و تجهیز واحدهای صنعتی با قابلیت صادرات و درآمد ارزی

#### ۱۰- منابع و مراجع

- قدیرزاده، سجاد، مکیان، نظام الدین، بخشی دستجردی، رسول، فیض پور، محمدعلی. (۱۴۰۰). تاثیر سناریوهای متفاوت سهم درآمدهای نفتی در صندوق توسعه ملی بر متغیرهای تولید و اشتغال: مطالعه موردی ایران. فصلنامه نظریه‌های کاربردی اقتصاد. ۸ (۳). ۱۴۱-۱۶۶.
- Park R. J., Xu S., In F., and Ji P. I. (2019). "The long-term impact of sovereign wealth fund investments". *Journal of Financial Markets*, 45: 115-138.
- Gangi F., Meles A., Mustilli M., Graziano D. and Varrone N. (2019). Do investment determinants and effects vary across sovereign wealth fund categories? A firm-level analysis". *Emerging Markets Review*, 38(C): 438-457.
- Managing and Spending Extractive Revenues for Sustainable Development: Policy Guidance for Resource-Rich Countries. OECD. 2018.
- Note on Stabilization/wealth funds- a case study analysis. World Bank Group. 2018.
- حسینی مکارم، عاطفه، خرمی، مجید، (۱۳۹۴)، سرمایه‌گذاری صندوق نروژ در سهام: یک صندوق ثروت ملی اروپایی برای اروپا، *مجله اقتصادی*، ۹ و ۱۰، ۹۳-۱۱۸.
- محمودی، وحید، عبده تبریزی، حسین، شیرکوند، سعید، قهرمانی، رضا، (۱۳۹۸)، الگوی حکمرانی و تخصیص منابع در صندوق توسعه ملی ایران، *اقتصاد مالی*، ۴۹، ۴۷-۱۰۰.
- پدرام، مهدی، شیرین بخش، شمس‌اله و جمشیدلو، راحله (۱۳۹۷). نقش سناریوهای مختلف صندوق توسعه ملی بر متغیرهای تولید و تورم در ایران. *فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی*، ۱۴ (۵۹) ۵۵-۸۳.