

## صندوقهای توسعه ملی و تامین مالی توسعه بلندمدت

### ریسکها و فرصتها

احسان قمری<sup>۱</sup>

مهدی صادقی شاهدانی<sup>۲</sup>

### چکیده

صندوقهای ثروت ملی (توسعه ملی) بیانگر مجموعه بزرگ و در حال رشدی از پس اندازها هستند. مالکیت تعداد فزاینده ای از این صندوقها در مالکیت کشورهای صادرکننده منابع طبیعی بوده و اهداف متنوعی از جمله برابری بین نسلی و ثبات کلان اقتصادی را دارند. این صندوقها به صورت سنتی، در داراییهای خارجی علی الخصوص اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای اصلی سرمایه گذاری می کنند. اما شکاف تامین مالی زیرساختی در کشورهای در حال توسعه، این انگیزه را در برخی دولتها ایجاد کرده است که صندوقهای توسعه ملی خود را به سرمایه گذاریهای داخلی تشویق کنند. این مقاله، برخی از عناصر اساسی یک چارچوب مفهومی برای ایجاد سیستم نظارت و تعادل با هدف اطمینان از اینکه صندوقهای توسعه ملی مدیریت کلان اقتصادی را تضعیف نکرده یا ابزاری برای سرمایه گذاریهای سیاسی نباشند را پیشنهاد می کند. ابتدائاً، ریسکها و فرصتهای سرمایه گذاری داخلی (که توسط صندوقهای توسعه ملی انجام می شود) مورد تحلیل قرار می گیرد؛ موضوع دوم، رابطه فیمابین تامین مالی صندوقهای ثروت و فرایند بودجه و همچنین ایجاد معیارها و شاخصهای مناسب برای اطمینان از یکپارچگی تصمیمات سرمایه گذاری است. این مقاله، استدلال می کند که حاکمیت مناسب صندوق ثروت، بانضمام مدیریت و کارکنان حرفه ای، قادر خواهد بود که کیفیت برنامه سرمایه گذاری عمومی را توسعه دهد. اما این ماموریت نباید تکراری از ماموریت سایر نهادهای دولتی همانند سازمان بودجه، بانک توسعه ملی، سازمان سرمایه گذاری و بنگاههای دولتی باشد. وضع قوانین در خصوص نوع سرمایه گذاری (تجاری و شبه تجاری) و روشهای آن (اهرم سرمایه گذاری خصوصی و سهامهای بدون نظارت)، راهکاری جهت اطمینان از تفکیک فعالیتهای صندوقهای ثروت ملی (حاکمیتی) و سایر نهادها می باشد. مساله مهم باقیمانده محدود کردن دامنه سرمایه گذاری صندوق به عنوان یک صندوق ثروت است. در صورت مجاز بودن سرمایه گذاریهایی که بازدهیهای شبه بازاری ایجاد می کنند، میزان تورش باید به صورت شفاف بیان شده و این سرمایه گذاریها به صورت جداگانه گزارش شوند.

کلمات کلیدی: صندوق توسعه ملی (SWF)، سیاست کلان اقتصادی، سیاست مالی، تامین مالی عمومی، سرمایه گذاری عمومی، سرمایه گذاری داخلی، مدیریت ثروت، برابری بین نسلی، ارزیابی پروژه، مشارکت عمومی - خصوصی، سرمایه گذاری زیرساختی

[ghamary@gmail.com](mailto:ghamary@gmail.com)

<sup>۱</sup> استادیار دانشگاه و کارشناس اقتصاد بین الملل سازمان توسعه تجارت ایران

[sadeghi@isu.ac.ir](mailto:sadeghi@isu.ac.ir)

<sup>۲</sup> استاد تمام و رییس دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع)

صندوق‌های ثروت حاکمیتی، مجموعه بزرگ و رو به رشدی از پس‌اندازها را نشان می‌دهند. بسیاری از آنها متعلق به کشورهای صادرکننده منابع طبیعی بوده اهداف بلندمدتی از جمله انتقال ثروت بین نسلی را پیگیری می‌کنند. به طور سنتی این صندوق‌ها در دارایی‌های خارجی به خصوص اوراق بهادار (که به دلایل مختلف از جمله عدم وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری داخلی سودآور، عقیم شده‌اند) سرمایه‌گذاری می‌کنند. در طول زمان و عکس‌العمل به بازدهی پایین در کشورهای توسعه یافته به خصوص پس از بحران مالی، دارایی‌های سرمایه‌گذاری این کشورها به سوی دارایی‌های واقعی و سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه گسترش یافته است. بازدهی رقابتی بالقوه در اقتصادهای در حال توسعه و کاهش شدید منابع سنتی تامین مالی بلندمدت پس از بحران مالی، در علاقمندی مقامات ملی کشورها در جهت سرمایه‌گذاری داخلی به ویژه تامین مالی بلند مدت سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی توسط صندوق‌های توسعه ملی نقش بسزایی داشته است. ذکر این نکته ضروریست که کشورهای با پس‌انداز قابل توجه (که بعضاً و اخیراً به مجموعه کشورهای صادرکننده منابع پیوسته‌اند) در این موضوع از سایر کشورها پیشی گرفته‌اند. تعدادی از صندوق‌های توسعه ملی با هدف غایی سرمایه‌گذاری بخشی از دارایی‌های خود در داخل کشور تاسیس شده‌اند.

سوالی که مطرح می‌شود این است که آیا به کارگیری صندوق‌های توسعه ملی برای تامین مالی نیازهای توسعه بلندمدت مناسب است؟ و آیا داخلی یا خارجی بودن سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط صندوق‌های توسعه ملی اهمیت دارد یا خیر؟ مسئله بحث برانگیز، مشارکت صندوق‌های توسعه ملی در تامین مالی پروژه‌های داخلی جذاب است. به طور خاص، تمرکز این پژوهش بر روی سرمایه‌گذاری‌های تجاری یا شبه تجاری در بازارهای داخلی توسط صندوق‌های توسعه ملی در کشورهای منبع محور بوده و شرایطی را بررسی می‌کند که بر توانایی آنها برای سرمایه‌گذاری‌های کارا (با در نظر گرفتن تقویت تنوع اقتصاد داخلی و تحرک سرمایه‌های بخش خصوصی) اثرات قابل توجهی به جا می‌گذارد.

در نگاه اول تناسب بین اهداف بلند مدت صندوقهای توسعه ملی و نیازهای سرمایه گذاری بلندمدت کشورهای در حال توسعه همسو شده است. صندوقهای توسعه ملی با ظرفیت بالای خود می توانند در قالب یک سرمایه گذار متخصص، مهارت های ارزیابی را برای کمک به توسعه سرمایه گذاریها ارائه دهند. با این وجود، برنامه های سرمایه گذاری داخلی توسط صندوقهای توسعه ملی خطرات و ریسکهای زیر را به دنبال دارد:

(۱) بی ثباتی مدیریت اقتصاد کلان و (۲) تضعیف کیفیت سرمایه گذاری های عمومی همزمان با تضعیف اهداف ثروت صندوق. منشا این خطرات آن است که صندوق توسط نهادی مالکیت می شود ( دولت ) که به دنبال توسعه سرمایه گذاریهای عمومی داخلی است. فراموش نشود؛ این خطرات ممکن است کاهش یابد اما از بین نمی رود.

طبیعتاً هیچ رویکردی بدون ریسک نیست. به عنوان مثال، سطح مخارج مالی می تواند با استفاده از قوانین مالی که بر ثبات نامحدود تأکید دارند، محک زده شوند. ایجاد صندوق های پس انداز خارجی بزرگ خطر محدود شدن توسط دولت های آتی را به همراه دارد. این خطر می تواند به صورت مستقیم یا غیر مستقیم باشد ( وجوه برای مواردی غیر از اهدافی که قبلاً برای آن در نظر گرفته شده است مصرف شده یا بر اساس مشارکت برنامه ریزی شده پرداخت نمی شود. این دو خطر به صورت مستقیم توسط دولتهای بعدی ایجاد می شود. همچنین از طریق انباشت ناپایدار بدهیهای عمومی به صورت غیر مستقیم مورد حمله قرار می گیرند).

از سوی دیگر، برخی کارشناسان اعتقاد دارند ریسک به کارگیری صندوقهای توسعه ملی برای تامین مالی سرمایه گذاریهای داخلی بسیار جدی است و لذا توصیه می کنند سبد داراییهای صندوقهای توسعه ملی باید به دارایی های خارجی با همه سرمایه گذاریهای عمومی از طریق تامین مالی با استفاده از بودجه محدود شود.

باتوجه به نکات گفته شده، در ادامه اطلاعات در دسترس محدود در خصوص مجاز بودن یا موظف بودن صندوقهای توسعه ملی به سرمایه گذاری داخلی بیان خواهد شد. همچنین مسائل کلان اقتصادی و مدیریتی پیرامون سطح و اثربخشی مالی مخارج و سرمایه گذاری عمومی داخلی در کشورهای تولید کننده

منابع (منبع محور) مورد توجه قرار گرفته و ریسکهای مرتبط با مشارکت صندوقهای توسعه ملی در تامین مالی بیان خواهد گردید. با این حال، با اذعان به اینکه برخی از کشورها قبلاً این دوره را آغاز کرده اند، پیشنهاد هایی برای کاهش این ریسکها ارائه خواهد گردید.

اولویت اول این است که اطمینان حاصل شود که سرمایه گذاری های داخلی انجام شده توسط صندوق توسعه ملی در چارچوب برنامه و طرح سرمایه گذاریهای عمومی بوده و با هدف اطمینان از جریان پایدار هزینه های سرمایه گذاری به جای چرخه های رونق و رکود مخرب و پرهزینه در اقتصاد کلان به صورت مرحله به مرحله انجام می شود. اولویت دوم ایجاد تفکیک واضح بین دولت به عنوان توسعه و ترویج دهنده سرمایه گذاریها و به عنوان مالک صندوق توسعه ملی است (سرمایه گذاری داخلی توسط صندوق توسعه ملی نباید برای تامین مالی مخارج عمومی با دور زدن کنترل های بودجه ای انجام پذیرد) در عین حال لازم است برای ایجاد ظرفیت برای صندوق توسعه ملی (به عنوان یک متخصص، حرفه ای و سرمایه گذار) در جهت بالا بردن کیفیت برنامه سرمایه گذاری عمومی اقدام گردد. رویکردهای ممکن شامل:

الف) غربالگری سرمایه گذاریها برای بازدهی تامین مالی تجاری یا نزدیک به آن؛

ب) مشارکت سایر سرمایه گذاران از جمله سایر صندوقهای توسعه ملی و وام دهندگان توسعه ای و همچنین سرمایه گذاران خصوصی با هدف تنوع بخشیدن به ریسک و افزایش ظرفیت اجرایی؛

ج) طراحی نهادی حاکمیت صندوق توسعه ملی با هدف مقاومت در برابر فشارهای سیاسی، تقویت مسئولیت پذیری، اطمینان از نظارت و اعمال مهارت های فنی تصمیمات سرمایه گذاری؛

د) شفافیت کامل، به ویژه در مورد سرمایه گذاریهای داخلی خصوصی و عملکرد مالی آنها؛

برخی از این عناصر قبلاً در اصول عملکرد خوب برای صندوقهای توسعه ملی از جمله قواعد سانتیاگو گنجانده شده اند؛ اگرچه این اصول با تمرکز ویژه بر سرمایه گذاریهای داخلی تدوین نشده و ممکن است نیاز به تقویت در این زمینه داشته باشند. برخی از کشورها ممکن است بتوانند از طریق چنین مکانیسم

هایی، خطرات و ریسکها را کاهش دهند. سایر کشورها با حاکمیت ضعیف تر، در کاهش ریسکها با دشواریهایی روبرو خواهند بود. در اینگونه کشورها این احتمال وجود دارد که خطرات و ریسکهای ناشی از استفاده از صندوقهای توسعه ملی برای تأمین مالی هزینه های توسعه بر مزایای بالقوه آن ارجحیت و برتری داشته باشد.

#### ۱. تنوع سرمای‌ه گذاریهای صندوقهای توسعه ملی

هر چند ذخایر غنی منابع طبیعی ( در درجه اول هیدروکربنها و مواد معدنی ) فرصتهای توسعه فوق العاده ای را ارائه می کنند؛ ولی کشورهای تولید کننده را در معرض پرسشهای سیاستی دشواری قرار می دهند. سوالاتی شامل : چه میزان برای بلند مدت پس انداز شده و چگونه پس اندازها را سرمایه گذاری کنیم؟ میزان ذخایر احتیاطی برای کاهش اثرات مخرب احتمالی از بین رفتن بازار منابع چقدر است؟ نحوه اجرای برنامه های سرمایه گذاری برای جلوگیری از هزینه کرد عجولانه و مخرب مخارج در مقابله محدودیتهای جذبی چگونه است؟ صندوقهای توسعه ملی را می توان برای ایفای نقشهای متعدد تقسیم بندی کرده و بر این اساس فعالیتهایشان را تنظیم کرد اما آنچه اهمیت دارد این است که صندوقهای توسعه ملی ، صرفاً مکانیسمی برای کمک به موارد متعدد بوده و جایگزینی برای تقویت مدیریت مالی یا توسعه حکمرانی نمی باشند ( Dixon and Monk, 2011).

اهداف چندگانه را می توان از طریق تخصیص مناسب داراییهای استراتژیک از طریق یک صندوق به دست آورده یا اینکه می توان داراییها را از طریق صندوقهای جداگانه با ویژگیهای متمایز از یکدیگر جدا کرد. به عنوان مثال ، اگر سبد دارایی بلند مدت، نقدینگی کافی داشته باشد ، صندوق پس انداز می تواند علاوه بر وظیفه اصلی خود ، نقش صندوق احتیاطی را نیز ایفا کند (Van den Bremer and van der Ploeg, 2012).  
(2012) صندوق، بر اهداف سرمایه گذاری و تخصیص داراییهای استراتژیک اثر می گذارد. تمرکز سیاستهای

سرمایه گذاری یک صندوق ، نباید بر روی عملکرد انواع دارایی فردی و منفرد بوده و لازم است بر روی عملکرد سبد دارایی ( به عنوان یک مجموعه) شامل ترکیبی تعادلی از انواع متنوع داراییها تمرکز گردد.

برخی از صندوقهای توسعه ملی با وجود دستور کار و مسوولیت اولیه سرمایه گذاری در خارج از کشور، واجد سابقه طولانی فعالیتهای داخلی هستند. ترومن (۲۰۱۱) تخمین زد که داراییهای داخلی ، ۱۶ درصد از سرمایه گذاری کل در میان نمونه ای شامل ۶۰ صندوق توسعه ملی را به خود اختصاص داده است( در داخل این مجموعه تعدادی از صندوقهای بازنشستگی نیز وجود دارد ) . سرمایه گذاری در زیرساختها در سبد دارایی صندوقهای توسعه ملی غیر معمول نبوده و بر اساس آمار موجود، ۵۶ درصد صندوقهای توسعه ملی در انواع مختلف داراییهای زیرساختی سرمایه گذاری می کنند. همچنین از مجموع صندوقهای فعال در حوزه سرمایه گذاری زیرساختی ، ۳۶ درصد در زیرساختهای اجتماعی مانند بیمارستان سازی و مدرسه سازی ، سرمایه گذاری کرده اند(Preqin, 2012).

انگیزه بخش بزرگی از این سرمایه گذاریها ، اهداف تجاری بوده است. آنها معمولاً بر پروژه های زیر ساختی مورد پذیرش نظام بانکی به ویژه پروژه های زیرساختی با بازدهی بالا متمرکز شده اند. اکثریت قریب به اتفاق جریان این سرمایه گذاریها بر روی داراییهای غیر داخلی ( اغلب در اروپا و آسیا ) متمرکز شده اند؛ هر چند از پروژه های سرمایه گذاری داخلی نیز کسب سودهایی کرده اند . در حالیکه این جنبه از سبد داراییها و عملکرد صندوقهای توسعه ملی بیانگر این است که صندوقهای توسعه ملی می توانند شرکای بالقوه ای برای نهادهای تامین مالی توسعه و سرمایه گذاران خصوصی باشند با این وجود ، تصمیمات آنها بر اساس استراتژیهای بهینه سازی سبد داراییها- که بر بازدهی و تنوع ریسک در کشورهای در حال توسعه متمرکز شده اند- هدایت می شود (Balding, 2008) .

به نظر می‌رسد موجی جهت گنجاندن سرمایه‌گذاری داخلی به عنوان بخشی از دستور کار صندوقهای توسعه ملی در جریان است که در این خصوص می‌توان به سازمان سرمایه‌گذاری حاکمیتی نیجریه و آنگولا اشاره کرد؛ ضمن آنکه موضوع فوق‌الذکر در کشورهایی همچون کلمبیا، مراکش، تانزانیا، اوگاندا، موزامبیک و سیرالئون در حال بحث و بررسی می‌باشد. بسیاری از این صندوقها توسط دولت کشورهای صادرکننده منابع به وجود آمده‌اند. در برخی موارد، نقش سرمایه‌گذاری داخلی صندوقها در نتیجه توسعه حیطه وظایف و عملکرد صندوقهای توسعه ملی پدید آمده است. ذکر این نکته ضروریست که ظهور صندوقهای عمومی به عنوان بازیگران فعال در استراتژیهای توسعه کشورهای واجد منابع غنی، علی‌الخصوص در جهت حمایت از سرمایه‌گذاری استراتژیک، بیانگر تغییر در تفکر و اندیشه استفاده مناسب از عواید منابع است.

## ۲. سرمایه‌گذاریهای داخلی در کشورهای صادرکننده منابع

کشورهای وابسته به منابع طبیعی با پرسشهای سیاستی متعددی در خصوص استفاده از عایدی و درآمدهای منابع طبیعی روبرو هستند. مثلا چه میزان پس انداز و سرمایه‌گذاری جهت اطمینان از ثبات اقتصادی و مالی بلند مدت به جای مصرف امروزی باید انجام شود؟ این منابع طبیعی باید به صورت منابع بادآورده در اختیار شهروندان قرار گیرد یا توسط دولت هزینه شود؟ چه نوع از سرمایه‌گذاریهای بلندمدت علاوه بر حفظ تعادلات کوتاه مدت با هدف کاهش نوسانات قیمتهای منابع، مناسب هستند؟ و در یک کلام بهترین نوع سرمایه‌گذاریهای بلند مدت، چه نوع سرمایه‌گذاریهایی هستند؟

گاهی اوقات، ثبات مالی بلند مدت منابع کشورهای ثروتمند در مقابل برخی از انواع درآمد دائمی (PI) مورد ارزیابی و سنجش قرار می‌گیرد. در فرمولاسیونهای قبلی از این مساله جهت ارزیابی کسری مالی اولیه (بدون احتساب درآمدهای منابع) در مقایسه با جریان درآمد دائمی مورد انتظار بخش منابع استفاده می‌شود.

شد. این فرمول ابهامی به شرح زیر دارد: اگر بخشی از مخارج مالی برای سرمایه گذاری تولیدی باشد؛ این بخش باید به جای اینکه جزء مصرف باشد لازم است بخشی از پس انداز تلقی شود. این مساله، فضای مالی گسترده تری برای مخارج سرمایه گذاری داخلی پیش رو قرار داده است مشروط به اینکه سرمایه گذاری در ایجاد ثروت ملی موثر باشد.

در ادامه این بحث و استدلال، نشان داده می شود که همه کشورها وضعیت بهینه ای جهت ایجاد یک صندوق توسعه ملی با هدف سرمایه گذاری در خارج از کشور را نخواهند یافت. اگر نرخ ریسک داخلی تعدیل شده بازگشت سرمایه گذاری بیشتر از نرخ ریسک داراییهای خارجی باشد؛ استراتژی بهینه، احتمالاً شامل تقویت سرمایه گذاری داخلی به جای انباشت بلند مدت داراییهای خارجی خواهد بود (Berg et al., 2012). (Collier et al., 2009; van der Ploeg and Venables 2010) به صورت کلی و برای کشورهای که قادر به استفاده بهینه منابع مالی برای اهداف تولیدی هستند؛ برنامه ریزی و انجام سرمایه گذاریهای داخلی (شامل برخی از فعالیتها که تیررس بخش عمومی است) می تواند به رشد و تنوع اقتصاد، فارغ از ریسک وابستگی به منابع غالب کمک کند؛

در عمل، اگر این شرایط، از نظر اقتصاد کلان و شرایط نهادی، مهیا شود، محدودیتهای ظرفیت جذب مستلزم آن خواهد بود که بخشی از درآمدها و عایدیها (احتمالاً برای چند سال) در داراییهای مالی نقد خارج از اقتصاد داخلی سرمایه گذاری شوند. همچنین هنوز به منابع احتباطی برای دوره های طولانی و به علت طبیعت دوره های کالا احتیاج است. اگر تنها هدف انباشت وجوه در یک صندوق توسعه ملی، ثبات باشد در این صورت وجود سرمایه گذاری داخلی در آن صندوق، توصیه نمی شود.

ارتباط بین سرمایه گذاری و رشد خودکار و تضمین شده نیست. سرمایه گذاری عمومی، با چالشهای مدیریتی و حاکمیتی قابل توجهی از جمله ظرفیت محدود، حاکمیت ضعیف، چارچوب نظارتی محدود و عدم هماهنگی بین نهادهای عمومی روبرو است. علاوه بر این همپوشانی در سرمایه گذاریهای چندین نهاد می تواند



وجود داشته باشد که این مساله منجر به برنامه های پراکنده و استفاده غیر بهینه از صندوقهای عمومی می گردد. لازم است به این نکته دقت شود که ؛ زمانی که چندین نهاد ، برنامه های سرمایه گذاری عمومی را انجام می دهند هماهنگی ضروری است .

بسیاری از کشورهای صادرکننده منابع ، برنامه های سرمایه گذاری گسترده ای با اثرات محدود را اجرا کرده اند (Gelb,1988). به صورت میانگین ، کشورها در مراحل اولیه هدایت و ارزیابی استراتژیک، نسبتاً قویتر بوده و در مراحل بعدی پروژه از جمله اجرا و به خصوص ممیزی و ارزیابی پروژه ضعیفتر هستند. شاخص کیفیت مدیریت سرمایه گذاری عمومی نشان می دهد ، این امر به صورت قابل ملاحظه ای در کشورهای در حال توسعه صادرکننده منابع نسبت به سایر کشورها ضعیفتر است (Dabla Norris et al. (2011. هر چند برخی از کشورهای منبع محور مانند شیلی نمونه های عملی خوبی ارائه می دهند (World Bank 2018).

عملکرد متغیر کشورها در مدیریت برنامه های سرمایه گذاری عمومی اشاره به این واقعیت دارد که این کشورها از مدیریت مرکزی سطح و کیفیت قوی مخارج عمومی - که به درستی در بودجه ادغام و تحت نظارت پارلمان است- برخوردار نیستند. جریانهای خارج از بودجه ، اغلب ، قابل توجه بوده و دولتهای محلی یا وزارتخانه ها می توانند دامنه قابل توجهی از فعالیتهای مستقل ( با نظارت موثر محدود) را انجام دهند. در بسیاری از کشورها ، شرکتهای دولتی از جمله شرکتهای قدرتمند منابع ملی مسوولیت بزرگی برای سطح گسترده ای از فعالیتهای توسعه ای را با نظارت محدود بازار و یا دولت به عهده می گیرند.

علاوه بر این ، معدودی از صادرکنندگان منابع، توانسته اند سیاست مالی ضد دوره ای را در مواجهه با نوسانات شدید بازارهای منابع اتخاذ کنند. این امر ، اقتصاد آنها را در برابر چرخه های معیوب رونق- رکود (که اثر مستقیمی بر کیفیت سرمایه گذاری عایدیها دارد) آسیب پذیر می سازد. در قسمت صعودی چرخه ، مخارج از ظرفیت مدیریتی فراتر رفته و باعث افزایش چشم انداز و دورنمای مخارج بی کیفیت و ایجاد هزینه هایی برای

کلید سرمایه گذاران می شود. در قسمت نزولی چرخه، ادغام شدید مالی سبب می شود تا پروژه ها و طرحها، نیمه کامل باقی مانده و این امکان به وجود بیاید که استفاده از سرمایه گذاریهای تکمیل شده با محدودیتهایی مواجه شود. شیلی، مثال مناسبی از استفاده از قواعد مالی برای اتخاذ سیاستهای مالی ضد دوره ای و ضد سیکلی می باشد (De Gregorio and Labbe 2011).

گشودن دریچه جداگانه ای برای سرمایه گذاری داخلی به وسیله صندوق توسعه ملی، ظرفیت بالقوه ای برای تشدید ریسکهای فوق الذکر فراهم می کند. این موضوع در بخش بخش کردن برنامه سرمایه گذاری عمومی موثر بوده و حتی ممکن است راهی برای دور زدن نظرات پارلمان بر هزینه ها ارائه نماید. با منابع صندوق فراهم شده از رانتهای منابع (نه از بازار سرمایه)، صندوق توسعه ملی تحت نظارت فعالان بازار و نهادها قرار نخواهد گرفت. علاوه بر این اگر فعالیت صندوق به سرمایه گذاریهای تجاری یا سرمایه گذاریهای با بازدهی نزدیک به سرمایه گذاریهای تجاری محدود گردد، صندوق قادر خواهد بود چرخه های اقتصاد کلان و قیمت داراییها را با سرمایه گذاریهای هنگفت (هنگامیکه قیمت منابع در حال رونق است) تشدید کند. بنابراین، اگر صندوق به عنوان یک سرمایه گذار خبره با ظرفیت بالا با سیاستهای کلان مالی دولت هماهنگ شود صرفا قادر خواهد بود مزیتهای بالقوه ای نسبت به رویکردهای جایگزین ارائه نماید.

### ۳. قوانین سرمایه گذاری و مدلهای نهادی برای کاهش ریسک

در حالیکه حذف تمامی ریسکهای سرمایه گذاری صندوقهای توسعه ملی در اقتصاد داخلی امکانپذیر نمی باشد؛ این امکان وجود دارد که برخی از ریسکها را کاهش داده و در عین حال، اطمینان حاصل کرد که صندوقهای توسعه ملی، نقش سازنده ای در تقویت کیفیت سرمایه گذاری عمومی از طریق فعالیت به عنوان سرمایه گذار حرفه ای بازرگانی ایفا می کنند. این مساله مستلزم آن است که اولاً؛ این اطمینان حاصل شود که سرمایه گذاریهای صندوقها، بی ثبات کننده اقتصاد کلان نباشند. ثانیاً؛ دامنه سرمایه گذاریهای داخلی صندوقهای توسعه ملی برای سرمایه گذاریهای مناسب، محدود شود. ثالثاً؛ سرمایه گذاری صندوقها از طریق مشارکت با

نهادهایی که استانداردهای معتبری را برای کیفیت پروژه ها و حاکمیت به ارمغان می آورند؛ انجام شود. رابعا؛ ترتیبات حاکمیت معتبر برای اطمینان از حرفه ای بودن ، استقلال فعالیت و مسوولیت پذیری دقیق صندوقها ، ایجاد شوند و خامسا؛ الزام به شفافیت کامل به ویژه در مورد سرمایه گذاریهای داخلی و عملکرد آنها صورت پذیرد.

#### ۴-۱. هماهنگی سرمایه گذاریها با سیاستهای کلان اقتصادی

اگر سرمایه گذاریها وسیع باشند، مخارج داخلی صندوقهای توسعه ملی باید در درون چارچوب کلی کلان اقتصادی در نظر گرفته شوند؛ در غیر این صورت این ریسک وجود خواهد داشت که زمانیکه قیمت منابع و عایدیها زیاد باشند ، مقیاس سرمایه گذاری به سرعت رشد پیدا کرده و تلاشها برای اجرای سیاستهای مالی ضد چرخه ای را تضعیف نموده و در نهایت هزینه هایی را بر سایر سرمایه گذاران تحمیل می کند. این موضوع ، برای کیفیت و هزینه های سرمایه گذاریهای صندوقهای توسعه ملی در جهت محدود کردن اثرات نامطلوب توقف و استمرار چرخه ها اهمیت دارد.

علاوه بر این، معمولا ، صندوقهای توسعه ملی ، بودجه خود را برای یکبار و به عنوان هبه یا نقل و انتقالات اختیاری یا منابع خاص درآمدی دریافت می کنند. در خلال رکودهای بازار ، دولت مخارج بخش عمومی را محدود کرده ، کاهش می دهد و یا انتقال به صندوقهای توسعه ملی را متوقف می سازد. بنابراین برنامه های سرمایه گذاری صندوقهای توسعه ملی باید با دقت طراحی شده تا ریسک و خطرات کمبودهای مالی ناگهانی و پرهزینه را محدود کند.

#### ۴-۲. سرمایه گذاری در پروژه های تجاری یا شبه تجاری

سرمایه گذاریهای عمومی را می توان از دو منظر ارزیابی کرد: الف) بازدهی مالی یا خصوصی آنها؛ ب) بازدهی اجتماعی و اقتصادی گسترده آنها. بخش (ب) علاوه بر بازدهی مالی ، شامل اثرات خارجی مثبت یا منفی برای اقتصاد و جامعه بوده که می تواند منجر به این شود که نرخ بازدهی اجتماعی بیشتر یا کمتر از نرخ

بازدهی مالی باشد. به عنوان مثال، یک پروژه زیربنایی، احتمالاً واجد اثرات خارجی مثبت بوده که به طور کامل، تحت تاثیر بازدهی مالی پروژه قرار نمی گیرد. امکان دارد که برخی از سرمایه گذاریهای ارزشمند بازدهی مالی مستقیم نداشته باشند و در عوض به سالهای زیادی جهت انجام هزینه های مکرر با هدف تحقق یک ارزش برای یک کشور نیاز داشته باشد. سرمایه گذاری در ابتدای مسیر توسعه که مهارت های شناختی و ظرفیت کسب درآمد نیروی کار آینده را تقویت می کند مثالی برای این موضوع می باشد.

صندوقهای توسعه ملی به عنوان صندوقهای ثروت نباید در پروژه هایی که انجام آنها به وسیله اثرات خارجی اجتماعی یا اقتصادی توجیه می شوند، سرمایه گذاری کنند. چنین سرمایه گذاریهایی باید از طریق فرایندهای عادی بودجه تامین مالی شده و در آن هزینه های مکرر و ضروری آینده پیش بینی شود. برای نگهداری و حفظ ارزش داراییها در طول زمان از طریق سرمایه گذاریهای تجاری یا شبه تجاری، صندوقهای توسعه ملی باید رویکرد انتقال ثروت بین نسلی را اتخاذ کرده و به درآمد شخصی توجه نمایند. علاوه بر این سرمایه گذاری صندوقهای توسعه ملی که در زمینه های تجاری ضمانت نمی شوند؛ مسوولیت صندوقها را سنگین نموده زیرا مدیریت آنها نمی تواند معیار مناسبی برای بازدهی مالی باشد. همچنین ممکن است صندوقها در قبال بخش اعظمی از اثرات اجتماعی و اقتصادی سرمایه گذاریها (که به عواملی خارج از کنترل آنها وابسته است) پاسخگو نباشند. به عنوان مثال یک وزارتخانه ممکن است داده های متعدد برای کنترل داراییهای ساخته شده (مانند مدرسه) توسط صندوقها را فراهم نسازد. این کاهش مسوولیت، صندوقها را در برابر تغییرات سیاسی آسیب پذیر می کند.

بنابراین، صندوقهای توسعه ملی پیشنهادات و طرحهای سرمایه گذاری داخلی را در درجه اول با توجه به بازدهی مالی آنها و سپس بر اساس جستجوی فرصتهای توسعه بازدهی مالی بازار و همچنین جایگاه سرمایه گذاران بخش خصوصی (نه حذف و جایگزینی آنها) بررسی می کنند.

صندوق می تواند تامین مالی با هدف تمدید اعتبارات خصوصی موجود با استفاده از منافع افق بلند مدت خود را فراهم کند. صندوق قادر است طیف وسیعی از ابزارها برای به اشتراک گذاشتن ریسک و ایجاد پروژه های جذاب تجاری ارائه دهد. در برخی شرایط، این امکان وجود دارد که صندوق، بازدهی تا حدودی کمتر از بازدهی بازار سرمایه گذاریهای داخلی در مقابل فواید بزرگ اقتصادی را بپذیرد. هر چند توضیح این تورش، ضروریست. به عنوان مثال، به جای یک نرخ بازگشت واقعی ۴ درصدی ناشی از سرمایه گذاری خارجی در یک افق دهساله، می تواند یک نرخ بازگشت واقعی ۲ درصدی را در یک افق ۲۰ ساله پیش بینی کند..

لازم است فرایند روشن و شفاف برای ارزیابی بازدهی مالی و مبادله میان اهداف مالی و غیر مالی سرمایه گذاریهایی که به صورت کامل و بر اساس دلایل تجاری، توجیه نمی شوند؛ تعریف شود. این خطر و ریسک وجود دارد که هر گونه فرمول بندی، پاسخگویی عمومی را - به این دلیل که اندازه گیری منافع اقتصادی مبهمتر از منافع مالی است - کاهش دهد. شناسایی اندازه سوگیری و تورش، یک تلاش چالش برانگیز بوده و به ملاحظات خاص یک کشور و ملاحظات خاص طرح و پروژه وابستگی دارد. رویکرد جایگزین برای دولت، تعیین هدف کلی بازدهی سرمایه گذاری برای سبد دارایی صندوق توسعه ملی و حداقل نرخ بازدهی بازگشت همه سرمایه گذاریها می باشد (به عنوان مثال، میانگین نرخ استقراض واقعی بلند مدت دولت برای وامهای تجاری). بر این اساس، صندوق توسعه ملی، در تصمیم گیری در خصوص ترکیب سبد سرمایه گذاری خود - به نحوی که نرخ بازگشت کلی سرمایه را (در حالیکه از سرمایه گذاری در پروژه با بازدهی منفی مورد انتظار محافظت می کند) به حداکثر برساند. برای مسوولیت پذیری بیشتر، لازم است و اهمیت دارد که بخش زیر بازار سبد سرمایه گذاری از بقیه بخشها جدا شود.

جستجوی فرصتهای سرمایه گذاری داخلی با بازدهی مالی بازاری یا نزدیک به بازار و جایی که سرمایه گذاران خصوصی با اطمینان از حمایتهای مالی عمومی، وارد آن می شوند؛ نشان می دهد که برنامه

سرمایه گذاری داخلی صندوق توسعه ملی نمی تواند درصد خاصی از سبد سرمایه گذاری صندوق را به خود اختصاص دهد. صندوق باید قادر باشد که ریت سرمایه گذاری داخلی را با توجه به فرصتهای موجود و همچنین سازگار با مبادلات سیاستهای کلان اقتصادی شکل دهد. در بخش صعودی چرخه منابع، این امکان وجود دارد که فرصتهای داخلی نسبتاً محدودی در مقایسه با رشد سریع منابع در دسترس صندوق وجود داشته باشد. در این حالت، صندوق نباید مجبور به سرمایه گذاری در داخل (که منجر به پروژه های بی کیفیت می شود) گردد. صندوق توسعه ملی باید آزادی عمل در جهت برنامه ریزی سبد دارایی خود در مسیر چشم انداز بلند مدت (از جمله سرمایه گذاریهای داخلی با فرصتهای جدید و نوظهور) را داشته باشد. علاوه بر این باید به سرمایه گذاریهای داخلی جذاب بالقوه اجازه داده شود که با داراییهای خارجی برای وجوه قابل سرمایه گذاری بر اساس بازدهی انتظاری و صحت و سلامت اصول مدیریت سرمایه گذاری رقابت کنند.

### ۳-۴. سرمایه گذاری از طریق مشارکت

صندوقهای توسعه ملی بر اساس اساسنامه خود مجاز به سرمایه گذاری در اوراق بهادار مبادله شده (فقط به عنوان اقلیت سهامدار) هستند. یک اصل مشابه در خصوص سرمایه گذاریهای داخلی (سرمایه گذاری مستقیم یا از سبد دارایی) صادق می باشد. این مساله، تصمیمات سرمایه گذاری را به ارزیابیهای خارجی گسترش داده، مهارت صندوق را افزایش داده و همچنین یک ساختار سرمایه گذاری معتبر برای نظارت بر اجرای سرمایه گذاری و چارچوب سیاستی - که بر عملکرد مالیش اثر می گذارد - ایجاد می کند. صندوقهای توسعه ملی که سرمایه گذاری در سهام انجام می دهند امکان دارد سرمایه گذارانی منفعل و بلند مدت بوده که تمایلی به اثرگذاری بر تصمیمات شرکت با استفاده فعالانه از حق رای خود نداشته و یا سیاست مالکانه فعالتری را ابراز می کنند. این امکان وجود دارد که محدودیتهای صریح در قانون تاسیس صندوق، اعمال شده باشد. صندوقها می توانند به صورت فعالانه به دنبال ایجاد و تاسیس مجموعه های سرمایه گذاری مشترک با یکدیگر و با سایر منابع سرمایه نهادی و سرمایه گذاران بخش خصوصی باشند. این امکان وجود دارد که

قراردادهای مشارکت در سطح پروژه یا سبد دارایی با هدف تقویت کارایی سرمایه گذاری صندوقهای توسعه ملی و فرایند انتخاب سرمایه گذاری منعقد گردیده تا منعکس کننده سرمایه هایی باشند که صرفاً به وسیله سرمایه گذاران بخش خصوصی به کار گرفته می شود. همچنین این احتمال وجود دارد که صندوقهای توسعه ملی در پی اهرم سرمایه گذاریهای بانکهای توسعه چندجانبه باشند. به عنوان مثال، صندوق سرمایه گذاری مشترک عمان- هند (OIJIF)، به عنوان یک ابزار سرمایه گذاری مشترک فیما بین صندوق ذخیره عمومی دولتی عمان (SGRF) و بانک دولتی هند در سال ۲۰۱۰ تاسیس گردید تا سرمایه گذاریهای زیر ساختی در دو کشور را از طریق سرمایه گذاریهای سهام در بخشهای مختلف، تقویت کند. در سال ۲۰۱۱، برهاد ملی خزانه (مالزی) و مجموعه تمسک (سنگاپور)، راه اندازی دو سرمایه گذاری استراتژیک برای توسعه پروژه های زیرساختی در کشورهای مربوطه را آغاز کردند.

صندوقهای توسعه ملی نباید به دنبال تکرار نقش نهادهای موجود باشند. اگر یک بانک توسعه ملی با مدیریت خوب و مهارت ممتاز وجود دارد؛ دیگر نیازی به تقسیم بیشتر سرمایه گذاری داخلی میان مجموعه فوق الذکر و صندوق توسعه ملی با توجه به بازدهی تجاری یا شبه تجاری سرمایه گذاریهای داخلی نیست. در صورت ناکارآمدی، بانک توسعه ای باید تجدید ساختار شده و از گسترش وظایف صندوق توسعه ملی و خلق و ایجاد مسوولیتهای سازمانی بالقوه رقابتی پرهیز گردد. اگر بانک توسعه ای وجود ندارد؛ سرمایه گذاری داخلی صندوق توسعه ملی باید حداقل به میزان سرمایه گذاری داخلی بانک توسعه ای تحت نظارت باشد. این موضوع، شامل پارامترهای تورش دار شفاف (مانند کاهش مجاز نرخ بازدهی در مقابل نرخ معیار بازده دارایی های خارجی) بوده و این امکان وجود دارد که شامل انتقالات از بودجه به سرمایه گذاری داخلی جبرانی با بازدهی کمتر از بازدهی شبه تجاری باشد. اگر بانک توسعه ای ناکارا وجود داشته باشد در حالیکه تجدید ساختار امکان پذیر نباشد همین راه حل می تواند اعمال شود. هر چند در این حالت، نباید هیچگونه همپوشانی بین ماموریت صندوق توسعه ملی و ماموریت بانک توسعه وجود داشته باشد.

#### ۴-۴. مدل‌های نهادی برای کاهش ریسک

وضع قوانین در مورد نوع (مانند سرمایه گذاری تجاری یا شبه تجاری) و روشهای سرمایه گذاری (مانند عدم وجود سهام کنترلی و اهرم سرمایه گذاری بخش خصوصی) توسط صندوق توسعه ملی، یکی از روشهای اطمینان از انفکاک فعالیت‌های صندوق توسعه ملی و سایر نهادهای دولتی فعال در زمینه های سرمایه گذاری است (از جمله سازمانهای بودجه، بانک توسعه ملی، مراجع سرمایه گذاری و شرکتهای دولتی). اما حاکمیت شرکتی خوب، پیش نیازی برای عملکرد اثر بخش و پایدار است (اصطلاح حاکمیت شرکتی به فرایند و ساختار هدایت و نظارت بر مسیر و مدیریت یک شرکت به گونه ای که وظایف و اهداف خود را به طور موثر انجام دهد؛ اشاره دارد. همچنین حاکمیت شرکتی شامل رویه های رسمی و غیر رسمی است که رابطه بین هیات مدیره، مدیریت و مالک شرکت را تعیین می کند). ترتیبات صحیح حاکمیت شرکتی، انگیزه هایی برای هیات مدیره و مدیریت فراهم می کند تا اهداف سهامداران را پیگیری کرده و نظارت بر عملکرد سهامداران و مالکان را تسهیل نماید. این امر برای صندوقهای توسعه ملی و سایر نهادهای دولتی به ویژه مجموعه هایی که وظایف پیچیده ای از جمله حمایت از سرمایه گذاریهای محیط زیست دارند، از اهمیت بسزایی برخوردار است. صندوقهای توسعه ملی به عنوان اشخاص حقوقی مستقل و با مسوولیت قانونی برای مدیریت سرمایه گذاریها و از سوی دولتها تاسیس می شوند. در برخی کشورها، سرمایه گذاری داخلی و خارجی به وسیله صندوقهای توسعه ملی اختصاصی هدایت می شوند. در سایر کشورها، صندوق توسعه ملی از طریق یک شرکت تابعه مستقل، اقدام به سرمایه گذاری می کند. از جمله می توان به شرکت سرمایه گذاری مرکزی مسوولیت محدود Huijin (بازوی سرمایه گذاری داخلی شرکت سرمایه گذاری چین)، شورای سرمایه گذاری ابوظبی (که به صورت مستقل از سوی سازمان سرمایه گذاری اداره می شود) و صندوق سرمایه گذاری نیجریه (یکی از سه صندوقی که توسط سازمان سرمایه گذاری مستقل نیجریه مدیریت می شود) اشاره کرد. یکی از مزیت‌های حفظ سرمایه گذاری داخلی و بین المللی تحت لوای یک صندوق توسعه ملی (به جای ایجاد



صندوقهای مستقل و جداگانه)، خلق رقابت داخلی برای تامین مالی بر اساس بازدهی انتظاری است که به نوبه خود و در نهایت به سبب دارایی انعطاف پذیر و کارا تر منجر شده و این امکان را ایجاد می کند که تصمیمات سرمایه گذاری صندوق، از فشارهای سیاسی مصون باشد.

اهداف و مأموریت صندوق، سازمان عملکرد مالکیت دولت و ترتیبات نهادی حاکم بر ساختار مدیریت داخلی و فرایندها، معمولاً در یک قانون هدفمند (مانند قوانین شرکت، مقررات بخش مالی و اساسنامه صندوق توسعه ملی) متجلی می شوند. اصول سانتیاگو برای عملیات صندوق (IWG, 2008)، رهنمودهای تجدید نظر شده برای مدیریت ذخایر ارزی (IMF, 2013)، ادبیات و مبانی نظری موجود در خصوص عملکرد مثبت حاکمیت شرکتی از جمله اصول حاکمیت شرکتی (OECD, 2004) و رهنمودهای حاکمیت شرکتهای دولتی (OECD, 2006) چارچوب دقیقی برای حاکمیت شرکتی موثر ارائه می کنند. در این بخش به تشریح مسائل حاکمیت شرکتی خارجی و داخلی که از اهمیت زیادی برای صندوقهای توسعه ملی (که مجاز به انجام سرمایه گذاری داخلی هستند) می پردازیم.

۴-۴-۱. حاکمیت خارجی به رابطه بین صندوق توسعه ملی و دولت به عنوان مالک صندوق، اشاره دارد. مالکیت، حقوق و تعهدات خاصی از جمله حق رای در خصوص موضوعات تعریف شده توسط قانون و اساسنامه صندوق توسعه ملی، انتخاب، انتصاب و عزل اعضای هیات مدیره و کسب اطلاعات در خصوص عملکرد هیات مدیره و مدیریت صندوق توسعه ملی، توسط حاکمیت خارجی صندوق، تعیین می شود. ایده ها و نظرات در خصوص بهترین نحوه سازماندهی عملکرد نهادهای دولتی، در طول زمان پیشرفت داشته است. این ایده ها در سه مدل، گروه بندی می شوند: الف) مدل "غیر متمرکز" سنتی که شامل تخصیص مسوولیت هر نهاد دولتی بر اساس انجام فعالیتها در قبال وزارتخانه مربوطه می باشد. ب) "مدل متمرکز" که عملکرد مالکیت را تحت یک وزارتخانه یا نهاد، متمرکز می کند. ج) مدل دوگانه که عملکرد مالکیت را بین یک وزارتخانه و نهاد دولتی و یک سازمان اداری مرکزی تقسیم می کند.

در صندوقهای توسعه ملی، وزیر دارایی، معمولاً به عنوان مالک صندوق از سوی دولت، معرفی می شود. با این وجود، مسوولیت دوگانه، امکان پذیر است؛ به عنوان مثال، زمانیکه صندوق، اهداف سیاستی عمومی در بخشهای خاص اتخاذ کرده یا مخارجی برای مصارفی خاص در نظر می گیرد، مسوولیت دوگانه صندوق مشخص می شود. صندوقهای ساختمانی ملی در استرالیا (گروهی که وظیفه دارند تا تواناییهای مشترک المنافع جهت پرداخت در سرمایه گذاریهای عمومی در حمل و نقل، ارتباطات، انرژی، آموزش، بهداشت و... را افزایش دهند) نمونه ای از این فعالیتها هستند.

زمانیکه چندین نماینده به عنوان مالک، فعالیت می کنند؛ این امکان وجود دارد که مزیتهای رقابتی کاهش یافته و انگیزه های عملکرد هیات مدیره، تضعیف شود. بنابراین تبیین نقشها و مسوولیتها و شفافیت در فعالیتها از جمله تفکیک مالکیت و عملکردهای نظارتی / تنظیم گری با هدف ممانعت از تعارض منافع و تضمین پاسخگویی و استقلال عملیاتی در مدیریت صندوق توسعه ملی ضرورتی انکارناپذیر است. یک خط مشی مالکیتی صریح، می تواند اقتدار و مسوولیت مالک را تقویت کرده و راهنماییهایی به هیات مدیره ارائه نماید (OECD, 2006). سیاست و خط مشی مالکیتی، اهداف کلی مالکیت دولتی، نقش دولت در حاکمیت مشارکتی و نحوه اجرای خط مشی (از جمله میزان مشارکت دولت در بخشهای اولویتدار یا استراتژیک) را تعریف کرده و در ارتباط با اعمال حق رای در سرمایه گذاریهای سهام (مالکیت فعال یا غیر فعال) دیدگاههایی را مطرح می کند (از جمله کشورهایی که دارای خط مشی مالکیت رسمی هستند می توان به فنلاند، فرانسه، نیوزیلند، لهستان، آفریقای جنوبی و سوئد اشاره کرد).

اهداف و ماموریت صندوق توسعه ملی، چارچوبی برای تعریف استراتژیهای سرمایه گذاری به وسیله مدیریت صندوق و اندازه گیری عملکرد صندوق ارائه می کند. لذا وضوح و شفافیت اهداف و ماموریت از اهمیت شایانی برخوردار است (برای مطالعه بیشتر به Khazaneh مالزی، Mumtalakat بحرین، صندوق سرمایه گذاری مستقیم روسیه و صندوق سرمایه گذاری عمومی عربستان سعودی مراجعه شود). تبدیل اهداف به

اهداف عملکردی از جمله وظایف نمایندگان سهامداران است. این موارد، شامل اهداف کلی عملکرد مالی و اهداف عملیاتی در جهت هدایت عملکرد تجاری، نظارت بر کارایی و مشخص کردن اهداف سیاست عمومی برای اندازه گیری سهم صندوق در توسعه اقتصاد محلی است. لازم است اهداف، مشخص و واضح بوده و روش شناسی اندازه گیری آنها در قرارداد سهامداران یا قرارداد مشابه بین مالک و هیات مدیره صندوق به صراحت، بیان شود. از آنجایی که اولویتهای سیاستی و شرایط بازاری در طول زمان تغییر می کند، لازم است این اهداف به صورت دوره ای، بررسی و به روز شود. محک زدن و مقایسه با اهداف و نتایج نهادهای مشابه می تواند ارزیابی عملکرد را تسهیل کرده و به تعریف واقع بینانه اهداف، مساعدت کند.

۴-۴-۲. حاکمیت داخلی، شامل ترتیبات نهادی، مانند ترکیب، ساختار، عملکرد و اختیارات هیات مدیره یا هیات امناء و فرایندهای مدیریتی صندوق توسعه ملی از جمله استخدام، تصمیم گیری، افزایش سرمایه، استقلال سرمایه گذاری، مدیریت ریسک، طبقات دارایی و حسابرسی می باشد.

هیات مدیره صندوق توسعه ملی اعم از مدیران یا هیات امناء، مدیریت سطح بالای فعالیتهای صندوق را به عهده دارند. اصطلاحات trustee و director، اغلب به جای یکدیگر استفاده می شوند؛ اما استانداردهای امانتداری اعضای هیات امناء، تحت اشراف مقررات هیات امناء (امانت داری)، هیات امناء را در استانداردهای رفتاری بالاتری نسبت به مدیران قرار می دهد (به عنوان مثال، سهل انگاری ساده در مقابل سهل انگاری فاحش). ایجاد و تاسیس صندوق توسعه ملی تحت قانون هیات امناء، می تواند برخی از نگرانیهای ناشی از افشای ناکافی اطلاعات را کاهش دهد؛ اما استانداردهای امانتداری (هیات امناء) بالاتر، رویکرد بیش از حد محتاطانه هیات مدیره را برای سرمایه گذاری تشویق کرده و بنابراین کاربرد بیشتری برای صندوقهای توسعه ملی که در سهامهای معینی (در مقابل سهامهای غیر معین و دارایی های واقعی) سرمایه گذاری می کنند؛ دارد. وظایف هیات مدیره، معمولاً شامل انتصاب مدیران شرکت و مدیریت اجرایی و ارزیابی عملکرد آنها می باشد. تصویب سیاستهای سرمایه گذاری، حصول اطمینان از وجود کنترلهای مالی و عملیاتی داخلی و

انتصاب حسابرسان و تایید این موضوع که فرایندهایی برای مدیریت ریسک وجود دارد از دیگر وظایف هیات مدیره می باشد. سایر وظایف صندوق، شامل ایجاد شاخصها و معیارهای عملکرد در راستای اهداف صندوق و حصول اطمینان از اینکه صورتهای مالی به خوبی عملکرد صندوق را نشان می دهند؛ می باشد. این وظایف که معمولاً در قانون، آیین نامه های صندوق و اساسنامه هیات مدیره مشخص می شود، مبنایی برای پاسخگویی مدیریت و تعریف استقلال مدیریت از مالک را ایجاد می کند.

اندازه هیات مدیره و ترکیب آن (حرفه ایها در مقابل مقامات دولتی) بر کارایی، کیفیت و استقلال فرایند تصمیم گیری اثر می گذارد. نیاز به تضمین کافی از حرفه ای بودن و استقلال هیات مدیره (اعم از واقعی و درک شده) برای همه نهادهای دولتی (به ویژه آنهایی که مأموریت سرمایه گذاری داخلی دارند) در جایی که مقامات دولتی به عنوان اعضای هیات مدیره فعالیت می کنند مشترک می باشد. ترکیب نقشهای مالکیت و نظارت، تضاد منافی را نشان می دهد که یکپارچگی هر دو کارکرد را تضعیف کرده و تصمیم گیریها را در معرض تصرفات و دیدگاههای سیاسی قرار می دهد. در برخی از کشورها از جمله نروژ و استرالیا؛ مقامات دولتی از خدمت در هیات مدیره نهادهای مالی دولتی، منع شده اند. در هر صورت، لازم است مهارتها و تجربه های لازم در قانون یا آیین نامه های صندوق توسعه ملی مشخص شده و برای همه اعضای هیات مدیره اعمال شود. علاوه بر این، در جهت تقویت بعد نظارتی هیات مدیره تفکیک عضویت در هیات مدیره و مدیریت اجرایی ضروری بوده و لازم است این تفکیک، رعایت شود. (استفاده از مدیران اجرایی در میان موسسات دولتی رایج بوده که این مساله، استقلال هیات مدیره و توانایی آن برای پذیرش مسوولیت مدیریت را تضعیف می کند. اگر از نظر سیاسی، تفویض اختیار به هیات مدیره برای انتصاب مدیر اجرایی غیر ممکن باشد، راهکار جایگزین توصیه فهرستی از نامزدها به نماینده سهامداران از سوی هیات مدیره است (Scott, 2007)). تعداد مدیران مستقل واجد سوابق حرفه ای و تخصصهای دانشگاهی در زمینه های تجاری مرتبط در موسسات و نهادهای مالی دولتی به صورت فزاینده ای در حال افزایش است (مدیران مستقل، مقامات دولتی، کارمندان یا

نمایندگان کارمندان صندوق توسعه ملی و شرکتهای وابسته به آن را مستثنی می کند). اگر چه انتظار استقلال کامل (زمانیکه دولت ، مالک است ) بیهوده است ولی کمیته نامزدی متشکل از افرادی که خود را مستقل می دانند ، مداخلات سیاسی را کاهش داده و استقلال هیات مدیره را افزایش می دهد؛

از کمیته های تخصصی برای بهبود عملکرد هیات مدیره استفاده می شوند. این کمیته ها شامل کمیته حسابرسی ، کمیته پاداش ، کمیته مدیریت ریسک ، کمیته مدیریت شرکتی و کمیته اخلاق ، هستند. در حالیکه اکثر صندوقهای توسعه ملی ، نسبت به ایجاد کمیته های اجرایی و حسابرسی اقدام کرده اند؛ کمیته های پاداش ، مدیریت ریسک و حاکمیت شرکتی ، نسبتا جدید هستند

فرایندهای حاکمیت داخلی : مدل های سرمایه گذاری صندوقهای توسعه ملی را به دو دسته کلی تقسیم بندی می کنند: گ

- سنتی . صندوقهای توسعه ملی که در سهام و بدهیهای شرکتهای داخلی سرمایه گذاری می کنند و در بورس داخلی عرضه می شود. این مثل ، نیازمند وجود یک بازار سهام محلی بوده و لذا در کشورهای در حال توسعه ، کاربرد محدودی دارد.

- مرزی. صندوقهای توسعه ملی که مستقیما و یا از طریق ایجاد ابزارهای اهداف ویژه (SPVs) در داراییهای واقعی سرمایه گذاری کرده تا از سرمایه گذاران خصوصی یا سایر منابع ، استفاده کنند. این صندوقها، ویژگیهای مشترک متعددی با بانکهای توسعه ای و سرمایه گذاری دارند. ( به علاوه برخی کشورها ، صندوقهایی با اهداف ویژه ، ایجاد کرده اند که از طریق فرایند عادی بودجه ، بودجه را برای بخشها یا پروژه های اولویتدار تامین می کنند . این صندوقها نسبت به حداکثر کردن بازده سرمایه گذاری در پارامترهای ریسک مشخص ، دقیقا شبیه صندوقهای توسعه ملی ، اقدام می کنند. با این حال ، وجوه ، صرفا برای اهداف مشخص شده در آیین نامه ها و قوانین تاسیس صندوق و پس از روند عادی تخصیص بودجه ، قابل برداشت است. صندوقهای ملی ساخت استرالیا، نمونه ای از این رویکرد

برای تامین مالی توسعه است. این در حالیست که این صندوقها، مجوز سرمایه گذاری داخلی را ندارند)

ممکن است صندوقهای توسعه ملی از هر دو مدل سرمایه گذاری برای انجام وظایف خود مطابقت با معیارهای ریسک تعیین شده توسط مالک یا هیات مدیره استفاده کنند. با این حال، اجرای این مدل‌های سرمایه گذاری به مهارتها و تخصصهای متفاوتی نیاز داشته و مستلزم استفاده از ابزارهای مالی مختلف با سطوح ریسک متفاوت بوده و پیامدهایی جهت فرایند حاکمیت داخلی صندوق توسعه ملی را به دنبال دارد. همانگونه که قبلاً ذکر گردید این مساله، ریسکهای متفاوتی برای مدیریت سیاست مالی به دنبال دارد. این بخش فرعی بر سه فرایند حیاتی حاکمیت داخلی، تمرکز دارد: الف) منبع سرمایه. ب) تصمیمات سرمایه گذاری و مدیریت ریسک. ج) حسابرسی.

منبع سرمایه. صندوقهای توسعه ملی، از محل بودجه، تامین مالی شده یا از منابع خاص درآمدی مانند مالیات بر منابع تامین بودجه می شوند. این موضوع، انگیزه های کارآمدی و مسوولیت پذیری را تضعیف کرده و مکانیسمهای حاکمیت شرکتی خوب را آشکار می سازد. ابزارهایی مانند غرامتهای مربوط به عملکرد مدیران اجرایی و استفاده از کمیته های جبران خسارت می تواند به همسویی با اهداف مدیریت و سهامداران کمک کند (با توجه به مباحث کلان در خصوص غرامت مبتنی بر عملکرد بانکداران، چنین غرامتها و جبرانهایی باید با عملکرد بلند مدت مرتبط باشد. بر این اساس کمیسیون پارلمانی استانداردهای بانکی بریتانیا توصیه می کند که پاداشها باید تا ۱۰ سال مسدود شده و به اوراق قرضه یا وثیقه تبدیل شوند) (MartinWolf, FT, June 20th, 2013). با این حال، دستمزد مدیران غیر موظف نباید با عملکرد صندوق تصمیمات سرمایه گذاری و مدیریت ریسک توسعه ملی برای تقویت عینیت و استقلال و عدم وابستگی مرتبط باشد). صندوقهای توسعه ملی که بودجه خود را از سایر نهادهای مالی دولتی مانند صندوقهای بازنشستگی

کارمندان دولت و صندوقهای بیکاری دریافت می کنند از مسوولیت بالاتری برخوردارند. این وجوه دارای یک لایه اضافی از کنترلها و پاسخگویی بوده و اغلب تابع مکانیسمهای کنترل بازار هستند.

. اجرای دستورات سرمایه گذاری شامل چند گام است که میان همه صندوقهای توسعه ملی ( برای سرمایه گذاری در داخل یا خارج ) مشترک است . این گامها شامل تعیین اهداف سرمایه گذاری خاص ( ریسک، بازدهی مالی، بازدهی اقتصادی ) و مقایسه ( عملکرد مرجع )، شناسایی فرصتهای سرمایه گذاری، ارزیابی ، رتبه بندی و انتخاب آنها، شناسایی استراتژیهای سرمایه گذاری ( زمانبندی و نحوه سرمایه گذاری )، بررسی گزینه های انتخاب شده و نظارت بر نتایج می باشد. اهداف سیاستی مالک و انعطاف پذیری مأموریت سرمایه گذاری همراه با سطح پیچیدگی بازارهای مالی و سرمایه گذاری داخلی بر مهارتهای عملیاتی مورد نیاز برای اجرای دستور و مأموریتهای داخلی برای اطمینان از انطباق و کارایی در اجرا تاثیر می گذارد. یک پرتفوی اختیاری می تواند طیف وسیعی از استقلال و انعطاف پذیری را برای انتخاب سرمایه گذاریها تعیین کند ( به عنوان مثال طبقات دارایی یا طبقات فرعی دارایی با بازدهی هدف و درجه ای از ریسک پذیری ) . از سوی دیگر صندوق توسعه ملی ، موظف به حمایت از شرکتهای داخلیست که توسط دولت ، شرکتهای استراتژیک در نظر گرفته شده اند. این موضوع ، نیازمند یک مأموریت خاص و شناسایی سرمایه گذاریهای واجد شرایط توسط مالک است . سیاست سرمایه گذاری صندوق توسعه ملی باید به وضوح تعریف شده و با اهداف تعریف شده و تحمل ریسک آن همانگونه که در مأموریت سرمایه گذاری مشخص شده است ؛ سازگار باشد.

صندوقهای توسعه ملی ، افق سرمایه گذاری بلند مدتی دارند ولی نقدینگی پرتفوی داخلی آنها تا حد زیادی به سطح پیچیدگی بازارهای مالی داخلی و بازارهای سرمایه و همچنین اهداف سرمایه گذاریهای مالک بستگی دارد. صندوقهای توسعه ملی که در شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار داخلی سرمایه گذاری می کنند به مهارتها و فرایندهای مدیریت داخلی - مشابه با صندوقهای توسعه ملی با پورتفوها و مدیران دارایی بین المللی - نیاز دارند. سایر صندوقهای توسعه ملی به فرایندهای مدیریت داخلی قابل مقایسه با

بانکهای توسعه ای و بانکهای سرمایه گذاری بخش خصوصی نیاز دارند. فقدان بورس اوراق بهادار داخلی کارآمد در بسیاری از کشورهای در حال توسعه (واجد منابع غنی) ، مانع استفاده از مدل‌های سنتی سرمایه گذاری می شود.

نقصان شایستگیهای صندوقهای توسعه ملی را می توان تا حدی با استفاده از مدیران خارجی برطرف کرد. با این حال ، این رویکرد ممکن است برای اجرای مدل‌های سرمایه گذاری سنتی مناسبتر باشد. برای مدل‌های سرمایه گذاری مرزی و در غیاب نهادهای سرمایه گذاری داخلی مناسب (مانند بانک توسعه داخلی) سرمایه گذاری مشترک به ویژه از طریق مشارکت خصوصی - عمومی (PPPS)، ممکن است به رفع نگرانیهای مربوط به کیفیت فرایند بررسی دقیق صندوق توسعه ملی و همچنین کاهش ریسک کمک کند مشروط به اینکه منافع شرکای سرمایه گذاری همسو بوده و صندوق توسعه ملی از سطح مناسبی از انتخاب پروژه و ارزیابی ظرفیت برخوردار باشد. سرمایه گذاریهای مرزی فضای مناسبی جهت ابزارهای انعطاف پذیر تامین مالی پروژه فراهم می کند؛ از سوی دیگر، نشانه گذاری بازار و مقایسه و تطبیق با طبقات مرجع ، یکی از چالشهای این نوع سرمایه گذاری است .

تعریف روش شناسی روشن و مسوولیت سازمانی برای شناسایی، ارزیابی ، اجرا و نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری ، گامی حیاتی در جهت اجرای کارآمد ماموریت صندوق توسعه ملی و همچنین تضمین داخلی (مدیریت به هیات مدیره) و خارجی (هیات مدیره به مالک) است. این مورد برای همه مدل‌های سرمایه گذاری زمانیکه صندوق توسعه ملی مجاز به سرمایه گذاری داخلی است ؛ صادق است ؛ تصویب روش شناسی و روشهای سرمایه گذاری پیشنهادی توسط مدیریت صندوق توسعه ملی ، یکی از وظایف هیات مدیره است..

مدیریت ریسک، به فرایند مدیریت نااطمینانی اشاره دارد. معیارهای ریسک استاندارد را می توان برای مدیریت ریسک پورتفولیوهای مرجع ساده طبقات دارایی استفاده کرد ؛ اما مدیریت ریسک سرمایه



گذاریه‌های مستقیم و سهام خصوصی، پیچیده‌تر و کاربرتر است. سرمایه‌گذاری مستقیم نقدینگی کمتری داشته و به افزایش واضح مبادله بین بازدهی بالقوه (مالی، اقتصادی و اجتماعی) و عدم نقدشوندگی و همچنین منابع برای نظارت بر عملکرد پایدار نیازمند است. شرکای سرمایه‌گذاری می‌توانند به مدیریت قرار گرفتن در معرض ریسک کمک کرده و مانعی در مقابل تصرفات و مداخلات سیاسی در فرایند سرمایه‌گذاری ایجاد نمایند. فرایند مدیریت ریسک موثر باید شامل موارد زیر باشد: خط مشی مدیریت ریسک که توسط هیات مدیره صندوق توسعه ملی تعیین می‌شود؛ شناسایی ریسکها و سطوح استفاده از ابزارهای مجاز (به عنوان مثال، استفاده از پوشش ریسک و مشتقات مالی)؛ سیستمها و روشهای شناسایی، اندازه‌گیری، نظارت و کنترل ریسک؛ نظارت و مسوولیت‌های سازمانی (هیات مدیره، مدیریت ریسک، کمیته، مدیریت ارشد) رویه‌های مقابله با سرمایه‌گذاریه‌های مشکل ساز و مکانیسم چارچوب مدیریت ریسک.

#### ۴-۵. شفافیت کامل

رویه‌ها و استانداردهای حسابرسی داخلی دقیق و حسابرسیهای خارجی مستقل، عاملی حیاتی در حاکمیت شرکتی خوب و پاسخگویی صندوقهای توسعه ملی هستند. با هدف اطمینان استقلال و عدم وابستگی به مالک، بخش حسابرسی داخلی باید مستقیماً به هیات مدیره گزارش دهد. بسیاری از صندوقهای توسعه ملی دارای کمیته حسابرسی هستند که لازم است توسط یکی از اعضای مستقل غیر موظف هیات مدیره (و با هدف اطمینان از یکپارچگی فرایند نظارت و محافظت از عملکرد حسابرسی در مقابل مداخلات سیاسی) اداره شود. این موضوع، زمانیکه اعضای هیات مدیره از مقامات دولتی هستند از اهمیت بالایی برخوردار است.

حسابرسی خارجی، باید بر اساس استانداردهای بین‌المللی و توسط یک شرکت حسابرسی بین‌المللی مستقل از مدیریت و مالک انجام پذیرد. حسابرسی مالی خارجی، ارزیابی مستقلی از گزارش مدیریت به هیات مدیره و کیفیت و یکپارچگی مالی و عملیاتی انجام می‌دهد. کنترل‌های مالی انجام شده توسط موسسه عالی

حسابرسی ایالتی، معمولاً بر استفاده از بودجه‌های عمومی و منابع بودجه‌ای تمرکز کرده و نمی‌تواند جان‌شینی برای حسابرسی خارجی باشد (Scott, 2007).

قانون، معمولاً ترتیبات پاسخگویی هیات مدیره (از جمله ارائه گزارش‌های سالیانه و صورتهای مالی حسابرسی شده در مجلس و ارائه گزارش‌های موقت در مورد عملکرد صندوق توسعه ملی به نماینده مالک) را فراهم می‌کند. علاوه بر این، امکان دارد که صندوق توسعه ملی، تحت نظارت تنظیم‌کننده بازار سرمایه و مالی مربوطه باشد. علاوه بر صورتهای مالی حسابرسی شده، صندوقهای توسعه ملی که سوگیری و تورش داخلی دارند باید مأموریت سرمایه‌گذاری، سیاست سرمایه‌گذاری، سیاست مدیریت ریسک، تخصیص دارایی، اهداف، معیارها و نتایج طبقات دارایی و سرمایه‌گذاری مستقیم را با هدف تقویت مسوولیت‌پذیری و اعتبار خارجی (به عنوان شرکای سرمایه‌گذاری) را اعلام و عمومی کنند.

#### ۴. نتیجه‌گیری

صندوقهای توسعه ملی که مجاز یا مجبور به سرمایه‌گذاری داخلی هستند در مقیاس وسیعتری ظهور می‌کنند. این دسته از صندوقهای توسعه ملی به صورت سیستماتیک بررسی نشده‌اند تا چیزهای زیادی در خصوص فرایندها و فعالیتهای آنها درک کرد. ظهور صندوقهای توسعه ملی با مأموریت‌های سرمایه‌گذاری داخلی، بیانگر تغییر تاکید نقش درآمدهای حاصل از منابع طبیعی در توسعه به سرمایه‌گذاری داخلی است. حدود ۲۰ صندوق توسعه ملی (از جمله صندوقهایی که به صورت سنتی در خارج از کشور سرمایه‌گذاری می‌کنند) مأموریت‌های مشخصی در این حوزه دارند. همانگونه که بازارهای منابع، تقویت شده و کشورهای بیشتری، کشفیاتی در این حوزه‌ها انجام می‌دهند؛ مأموریت‌های سرمایه‌گذاری داخلی بیشتری ایجاد می‌شود.

در حالیکه اطلاعات مربوط به سیاستها و عملکرد سبد دارایی داخلی ناقص است؛ تجربه نشان می‌دهد که صندوقهای توسعه ملی که مجاز یا مأمور به سرمایه‌گذاری داخلی هستند، (مانند بانکهای توسعه) تحت تاثیر اقتصاد سیاسی کشور قرار می‌گیرند. ریسکهای نزولی بزرگ بوده و در برخی دیدگاهها بازدارنده هستند.

بسیاری از کشورهای غنی از نظر منابع، در وجوهی که سرمایه گذاری کرده و بازدهی کمی داشته اند؛ در حال غرق شدن هستند. برخی اوقات، این مساله به علت شتاب بیش از حد سرمایه گذاری و فراتر از محدودیتهای ظرفیتهای کلان اقتصادی یا مدیریتی است. برنامه های سرمایه گذاری، اغلب تحت تاثیر مسائل سیاسی قرار گرفته و به علت فسادهای موجود، تضعیف شده اند. صندوقهای توسعه ملی برخلاف بانکهای توسعه ای (که نیاز به دسترسی به بازار مبتنی بر وجوه هستند) از طریق انتقالهای بودجه ای یا پرداختهای مستقیم از منابع، تامین می شوند. صندوقهای توسعه ملی، تابع نظم و انضباط بازار نبوده و ریسکهای نزولی را افزایش می دهند. فقط زمانی که صندوق توسعه ملی مجاز باشد که به عنوان یک سرمایه گذار متخصص حرفه ای فعالیت کند، قادر خواهد بود برنامه سرمایه گذاری عمومی را تقویت کرده و در ایجاد ثروت ملی سهیم باشد.

تجربیات موسسات مشابه، حاکی از ملاحظات متعددی است که یک کشور جهت اجازه دادن به صندوق توسعه ملی جهت سرمایه گذاری داخلی در نظر می گیرد. هدف کلی، ایجاد سیستمی از کنترلها و تعادلها در جهت حصول اطمینان از عدم تضعیف مدیریت کلان اقتصادی توسط صندوق توسعه ملی و عدم تبدیل شدن صندوق به ابزاری در جهت اهداف سیاسی است که این دو عامل، چیزی به ثروت ملی اضافه نمی کنند. فضای دشواری که هنگام تاسیس برخی صندوقهای توسعه ملی ایجاد می شود، نگرانیهای عمده ای را ایجاد می کند. اولویتهای اصلی شامل اولویتهای مربوط به انتخاب سرمایه گذاری، مشارکت، ترتیبات حاکمیت داخلی و خارجی، شفافیت و گزارش دهی و در نهایت، سازگاری با سیاستهای کلان اقتصادی بوده که ذیلا خلاصه ای از آنها بیان می گردد.

#### یکپارچگی اقتصاد کلان

- تجربه کشورهای غنی از نظر منابع، نشان می دهد که سرمایه گذاریهای بخش خصوصی و عمومی با نوسانات قیمتهای کشورهای صادرکننده کالاهای اصلی (Commodity) ارتباط دارند. این موضوع، باعث ایجاد چرخه های مخرب رونق - رکود می شود. برای جلوگیری از چرخه های در حال وقوع

دارایی - قیمت و چرخه های اقتصاد کلان ( همانند محدودیتهای جذب ) اگر ، سبد دارایی داخلی صندوق توسعه ملی ، در مقایسه با اندازه اقتصاد ، بزرگتر باشد، سرمایه گذاریهای داخلی صندوق باید در چارچوب کلی سرمایه گذاری بخش خصوصی و عمومی در نظر گرفته شود.

#### سرمایه گذاری مناسب

- سرمایه گذاریهای صندوق توسعه ملی لازم است از نظر بازدهی مالی و همچنین کفایت توجیه اقتصادی بررسی شوند ( به عنوان مثال، حفظ ارزش سرمایه به صورت واقعی). اگر صندوق توسعه ملی به عنوان یک سرمایه گذار داخلی با کیفیت عمل کند نمی تواند مشمول محدودیتهای سرمایه گذاری شود؛ ولی باید قادر باشد تا مخارجش را با محدودیتهای تقاضا و جذب تنظیم و تعدیل کند. اغلب صندوقهای توسعه ملی که مجاز به سرمایه گذاری داخلی هستند مجموعه ای از سبد وجوه پرداخت نشده را مدیریت خواهند کرد.

#### مشارکت

- صندوقهای توسعه ملی از سرمایه گذاری مشارکتی با دیگران سود می برند. دیگران ، می تواند شامل سرمایه گذاران خصوصی ، ادغام با سایر صندوقهای توسعه ملی و تامین مالی مشترک با موسسات مالی بین المللی (IFI) باشند. محدود کردن سرمایه گذاری بر سهام اقلیت ، ریسک را کاهش داده ، تخصص بیشتری را به ارمغان آورده و منجر به افزایش اعتبار تصمیمات سرمایه گذاری شود. در مدل های سرمایه گذاری مرزی ، سرمایه گذاری مشترک ، منجر به جبران ریسک پروژه شده و نگرانیهای در خصوص کیفیت فرایند بررسی دقیق صندوق را کاهش می دهد.

#### حاکمیت خارجی

- وزارت دارایی به صورت عادی مالکیت صندوق توسعه ملی را به عهده دارد . البته در برخی موارد رییس جمهور ، مالکیت آن را به عهده دارد. لازم است اهداف و مأموریت صندوق ، به صورت شفاف

و واضح تنظیم شده باشد. ماموریتها نیز همانگونه که در قرارداد فیما بین مالک و هیات مدیره وجود دارد به صورت شفاف به اهداف عملکردی ترجمه شوند .

- وظایف نظارتی باید از طریق تعیین حسابرس کل از مالکیت جدا شود.
- توصیه می شود که مقررات از مالکیت ، جدا شود( به عنوان مثال از طریق تعیین نهاد نظارتی برای بازارهای مالی و سرمایه).

#### حاکمیت داخلی

- برای اطمینان از سطح کافی مهارت و استقلال، همه اعضای هیات مدیره باید الزامات تجربه و مهارت را داشته باشند. در یک فرایند انتخاب مستقل سیاسی، نامزدها باید توسط یک کمیته انتخاب مستقل ( که توسط یک بنگاه اجرایی حرفه ای بین المللی حمایت می شود) معرفی شوند.
- حضور مقامات دولتی در هیات مدیره از یکسو، تفکیک مسوولیت در داخل دولت را تضعیف کرده و از سوی دیگر اعمال مالکیت و اعمال دیگر مسوولیتهای نظارتی به عنوان یک اصل پذیرفته شده در مالکیت دولتی را تقویت می کند. اکثریت بزرگی از اعضای هیات مدیره باید مدیران مستقل خارج از بدنه دولت باشند که این استقلال و عدم وابستگی را می توان از طریق انتصاب اتباع خارجی و ایجاد هیات مشورتی خارجی متشکل از کارشناسان مستقل ، تقویت کرد.
- از آنجا که تابع سرمایه گذاری مدل مرزی صندوق توسعه ملی ، شبیه تابع سرمایه گذاری بانکهای سرمایه گذاری و در نگاهی وسیعتر بانکهای توسعه ای است؛ دستورالعملهای مربوط به نیروهای انسانی سیاستهای سرمایه گذاری باید از بهترین نمونه های عملی استفاده کنند. آنها باید شامل روش شناسی شفاف برای ارزیابی مبادله بین بازدهی مالی و اقتصادی و بازدهی اجتماعی باشند. هر چند هنگامی که یک بانک توسعه ای وجود دارد دقت در تفکیک وظایف بانک از صندوقهای توسعه ملی و عدم استفاده از صندوق توسعه ملی به عنوان جایگزین بانک توسعه ای ریال ضروری است.

- مشارکتهای خصوصی - عمومی می توانند به بررسی طرحی پیشنهادی پروژه مساعدت کنند؛ اما لازم است در خصوص تعادل بین ریسک و بازدهی اطمینان حاصل شود.

- حسابرسی داخلی باید مستقیماً به هیات مدیره گزارش داده و لازم است حسابرسی خارجی توسط یک شرکت معتبر بین المللی ( که مستقل از مالک است ) انجام شود.

#### شفافیت و گزارش دهی

- بر اساس یک رویه درست و مناسب، صندوقهای توسعه ملی مجاز یا موظف به انجام سرمایه گذاری داخلی باید گزارشهای عمومی قابل دسترس را که فعالیتهای، داراییها و بازدهیها را نشان می دهد را تنظیم و منتشر کنند. زمانی که بخشی از سبد دارایی مبتنی بر بازار بوده و بخشی در پروژه هایی با بازدهی کمتر از بازدهی بازار به کار گرفته می شوند لازم است این دو موضوع به صورت جداگانه گزارش شود.

#### ۶. توصیه های سیاستی

صندوقهای توسعه ملی که مجاز یا موظف به سرمایه گذاری داخلی هستند در مقیاس وسیعی در حال ظهور هستند. این مجموعه ها به صورت سیستماتیک بررسی نشده اند لذا چیزهای زیادی در مورد فرایندها و فعالیتهای آنها ناشناخته باقیمانده است. این صندوقها، ویژگیهای صندوقهای توسعه ملی سنتی و بانکهای توسعه ای را ترکیب کرده و نمونه های مناسبی از هر دو مجموعه را به نمایش می گذارند. برای فهم و شناخت بیشتر عملیات و نقش بالقوه آنها در تامین مالی کشورهای در حال توسعه تحقیقات و پژوهشهای بیشتری لازم است.

1. Andrianova, S., Demetriades, P., and Shortland, A., 2010. "Is Government Ownership of Banks Really Harmful to Growth?" Discussion Papers of DIW Berlin 987, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.
2. Arestoff, Florence and Christophe Hurlin (2006). "Estimate of Government Net Capital Stocks for 26 Developing Countries". World Bank Policy Research Working Paper 3858.
3. Baunsgaard, Thomas, Mauricio Villafuerte, Marcos Poplawski-Ribeiro and Christine Richmond (2012). "Fiscal Frameworks for Resource-Rich Developing Countries". IMF Staff Discussion Note SDN/12/04 May.
4. Balding, Christopher. 2008. "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds." HSBC School of Business; ESADE University Faculties – ESADEgeo
5. Berg, Andrew, Rafael Portillo, Shu-Chun S. Yang, and Luis-Felipe Zanna (2012). "Public Investment in Resource-Abundant Developing Countries". IMF Working Paper 12/274.
6. Collier, Paul, Frederick van der Ploeg, Michael Spence and Anthony J. Venables (2009). "Managing Resource Revenues in Developing Economies". OxCarre Research Paper 15. May.
7. Dabla-Norris, Era, Jim Brumby, Annette Kyobe, Zac Mills, and Chris Papageorgiou, 2011. "Investing in Public Investment: An Index of Public Investment Efficiency" IMF Working Paper 11/37.
8. De Gregorio, Jose and Felipe Labbe (2011). "The Real Exchange Rate and Macroeconomic Fluctuations in Chile" in Arezki, Rabah, Thorvaldur Gylfason and Amadou Sy, Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources. IMF, Washington DC.
9. Dixon, Adam D. and Ashby H. B. Monk (2011). "What Role for Sovereign Wealth Funds in Africa's Development?" Working Paper xxx, Center for Global Development.
10. Fransisco, Manuela, Yira Mascaro, Juan Carlos Mendoza, Jacob Yaron (2008). "Measuring the Performance and Achievement of Social Objectives of Development Finance Institutions". World Bank Policy Research Working Paper 4506
11. Gelb, Alan (1988). Oil Windfalls: Blessing or Curse? Oxford University Press.
- Gutierrez, Eva, Heinz P. Rudolph, Theodore Homa, and Enrique Blanco Benoit (2011), Development Banks: Role and Mechanisms to Increase their Efficiency. Washington, DC, World Bank Policy Research Series
12. Hamilton, James D. 2009. "Understanding Crude Oil Prices". Energy Journal Volume 30.
13. Korner, Tobias and Isabel Schnabel (2010). "Public Ownership of Banks and Economic Growth – The Role of Heterogeneity". CEPR Discussion Papers 8138, C.E.P.R. Discussion Papers.

14. Luna-Martinez, Jose and Carlos Leonardo Vicente (2012). "Global Survey of Development Banks". World Bank Policy Research Working Paper 5969
15. Ossowski, Rolando (2012). "Macro-Fiscal Management in Resource-Rich Countries". Draft WB December 9.
16. Truman, Edward M. (2011) "Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?" Working Paper 11-12, Peterson Institute, Washington DC.
17. Scott, David (2007). "Strengthening the Governance and Performance of State-Owned Financial Institutions". World Bank Policy Research Working Paper 4321
18. Shi, Yinyang (2012). "The Role of Infrastructure Capital in China's Economic Growth" Manuscript, Michigan State University.
19. Van den Bremer, Ton S. and Frederick van der Ploeg (2012). "How to Spend a Windfall: Dealing with Volatility and Capital Scarcity". OxCarre Research Paper 85.
20. Van der Ploeg, Frederick and Anthony J. Venables (2010). "Absorbing a Windfall of Foreign Exchange: Dutch Disease Dynamics". OxCarre Research Paper 52.
21. Venables, Anthony J. (2011). "Resource Revenue Management". OXCARRE, May.
22. World Bank. (2020). Appraisal of Public Investment: Chile. Washington DC.