



دبیرخانه کمیسیون های تخصصی، مجمع و شوراهای اتاق ایران

# مقایسه تطبیقی صندوق های ثروت ملی در ایران و کشورهای منتخب

کمیسیون بازار پول و سرمایه

دبیرخانه کمیسیون های تخصصی

عنوان گزارش: مقایسه تطبیقی صندوق‌های ثروت ملی در ایران و کشورهای منتخب  
کمیسیون: بازار پول و سرمایه  
تهیه کننده: علیرضا باستانی  
اعضای کمیته پژوهشی دبیرخانه: مهدی تاجیک - هما شریفی - فتانه امجدیان - علی فراهانی  
ویراستار: پریسا فتوحی  
انتشار: دبیرخانه کمیسیون های تخصصی اتاق ایران  
شماره گزارش: ۰۴۹۷۱۹  
تابستان ۹۷

## فهرست مطالب

۳	چکیده
۴	مقدمه
۵	۱. مبانی نظریین و مطالعات تجربی
۶	۲. روند و اهداف تشکیل صندوقهای ثروت ملی
۹	۳. انواع صندوقهای ثروت ملی.
۹	۳-۱. صندوق پس انداز
۱۰	۳-۲. صندوق تثبیت
۱۰	۴. مدیریت درآمدهای نفتی با سازو کار صندوق ثروت ملی
۱۲	۵. صندوقهای ثروت ملی در ایران
۱۲	۵-۱. حساب ذخیره ارزی
۱۳	۵-۲. صندوق توسعه ملی
۱۴	۶. طراحی الگو، حل و نتایج برآورد شده
۱۶	جمع بندی و نتیجه گیری
۱۷	منابع و ماخذ

## چکیده

یکی از معضلات کشورهای صادرکننده نفت شوک‌های مستمری است که در پی تغییرات قیمت نفت اقتصاد این کشورها را متاثر می‌کند و از جمله ابزارهای سیاستی و قواعد مالی که می‌تواند از ورود این شوک‌ها به اقتصاد داخلی جلوگیری نماید، ایجاد صندوق ثروت ملی می‌باشد. داشتن صندوق‌های با اهداف تثبیتی و پس‌اندازی می‌تواند ضمن هموارسازی مصارف دولت، از نوسانات مخارج مصرفی دولت در دوره‌های افزایش و کاهش قیمت جلوگیری نماید و همچنین سطح مناسبی از سرمایه‌گذاری داخلی را به طور مستمر فراهم نماید. در این مطالعه تجربه کشورها در ایجاد صندوق و شیوه کارکرد و کانال ارتباطی آن به منابع درآمدی دولت مورد بررسی قرار گرفته است همچنین ارزیابی از دو تجربه ایران در ایجاد صندوقی با اهداف تثبیتی (حساب ذخیره ارزی) و صندوقی با اهداف پس‌اندازی (صندوق توسعه ملی) صورت گرفته است. با توجه به مطالعات پایه‌ای که مبنای این گزارش قرار گرفته تحت شرایط عدم اطمینان، با استفاده از برنامه‌ریزی پویا مدلی طراحی و کالیبره شده و از طریق آن سهم بهینه پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و مصرف درآمدهای نفتی کشورمان استخراج شد. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد با توجه به اینکه درآمد نفت با شوک‌های دائمی بیشتری نسبت به شوک‌های موقت مواجه است، لذا لازم است قواعد مالی مبتنی بر سیاستهای احتیاطی در مخارج جاری بکار گرفته شود و در دوره‌های رونق نفتی از گسترش اینگونه هزینه‌های جاری دولت به شدت اجتناب نموده و با انباشت مناسبی از درآمدهای نفتی در صندوق توسعه ملی و حساب ذخیره ارزی آماده مقابله با شوک‌های منفی دائمی شد. به این طریق می‌توان روند یکنواختی برای مصارف دولت و همچنین روند مناسبی را برای سرمایه‌گذاری در طول دوره فراهم کرد.

**کلید واژه‌ها:** صندوق ثروت ملی، شوک دائمی، شوک موقت، صندوق توسعه ملی، حساب ذخیره ارزی، برنامه‌ریزی پویا، قواعد مالی بهینه .

یکی از معضلات اساسی کشورهای صادرکننده نفت، تبعات منفی شوک‌های قیمت نفت بر اقتصاد این کشورها می‌باشد. درآمدهای نفتی در اینگونه کشورها منشأ اثرات مختلفی است. این درآمدها بخش اعظم منابع ارزی کشور و بخش مهمی از درآمدهای دولت را تأمین می‌کنند و با توجه به نقش مسلط دولت در اقتصاد این کشورها، درآمدهای نفتی تأثیر گذار بر رشد اقتصادی، مصرف، پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، نرخ ارز، نرخ تورم و غیره بوده و نوسانات درآمدهای نفتی موجب نوسانات اقتصادی و اجتماعی در این کشورها می‌گردد.

در چند دهه اخیر منابع حاصل از صادرات نفت به صورت مستقیم به ردیف‌های بودجه‌ای واریز شده است. مبنای محاسبه منابع نفتی حاصل ضرب قیمت نفت، قیمت محاسباتی برای تسعیر منابع ارزی حاصل از صادرات نفت و حجم صادرات نفت است. نتیجه این روش آن بوده است که متغیرهایی از قبیل قیمت نفت، نرخ تسعیر ارز و حجم صادرات آن تبدیل به ابزارهای سیاست مالی شده‌اند. در نتیجه این روش، در سال‌هایی که رونق نفتی وجود دارد، درآمدهای دلاری نفتی به ریال تبدیل شده و دولت آن را هزینه می‌کند. به پشتوانه این درآمدها، هزینه‌های جاری دولت افزایش یافته و پروژه‌های جدید عمرانی از سوی دولت آغاز می‌شود. در سمت دیگر، دلارهای نفتی به واردات انواع کالای مصرفی، واسطه‌ای و سرمایه‌ای تبدیل می‌شود که ساختار تولیدی کشور را بیش از پیش به دنیای خارج وابسته می‌سازد. از این رو در پی رونق نفتی، رشد اقتصادی نیز افزایش می‌یابد اما پایدار و مستمر نیست (قاسمی و مهاجری، ۱۳۹۴).

نکته‌ای که در این میان وجود دارد این است که درآمدهای نفتی به دلایلی از جمله نوسان قیمت نفت، تحریم‌های اقتصادی، نوسان توان تولیدی از میادین نفتی ناپایدار، در حال نوسان هستند. اما به واسطه همین درآمدهای ناپایدار، هزینه‌های جاری و سرمایه‌ای دولت که عمدتاً ماهیت پایدار دارند، افزایش می‌یابند و مسئله اصلی دقیقاً از همین جا آغاز می‌شود. زیرا به محض کاهش درآمدهای ارزی، دولت با کسری بودجه روبه‌رو شده و ساختار وابسته تولید به خارج نیز با کمبود منابع ارزی برای واردات مواجه می‌شود، در واقع، چون بخش عمده‌ای از هزینه‌های دولت، هزینه‌های پایدار هستند که دولت ناگزیر از انجام آنهاست، دولت برای تأمین مالی آن هزینه‌ها، به استقراض از بانک مرکزی و نظام بانکی، افزایش نرخ ارز، کاهش اعتبارات عمرانی، افزایش قیمت حامل‌های انرژی و بالا بردن درآمدهای مالیاتی متوسل می‌شود.

شوک‌های قیمت نفت خواه مثبت و یا منفی برای کشورمان نظیر دیگر صادرکنندگان نفتی مشکلاتی را پدید می‌آورد. از یک طرف به دلیل وابستگی بودجه به درآمدهای نفتی شوک‌های منفی قیمت نفت، مدیریت کلان مالی و اقتصادی را دچار اختلال می‌کند، در زمان کاهش درآمدهای نفتی هزینه‌های جاری دولت انعطاف‌پذیری کمتری برای کاهش دارند و هزینه‌های عمرانی دولت بیشتر کاهش می‌یابد که دلیل آن هم چسبندگی بیشتر هزینه‌های جاری نسبت به هزینه‌های عمرانی است. منبع تأمین مخارج عمرانی کاملاً از درآمد نفت است ولی بخشی از مخارج جاری توسط درآمدهای مالیاتی تأمین می‌شود، اما چون درآمد مالیاتی تکافوی تأمین مخارج جاری را نمی‌کند، درآمدهای نفتی هم در جهت تأمین مخارج جاری مورد استفاده قرار می‌گیرند. از سوی دیگر در حالت بروز شوک‌های مثبت قیمت نفت نیز اقتصاد کشور دچار تبعاتی نظیر بروز بیماری هلندی می‌شود.

اقدامات متفاوتی از سوی کشورهای صادرکننده نفت در واکنش به چالش‌های ناشی از وابستگی به درآمدهای نفتی و عدم کارکرد بودجه به عنوان ابزار ثبات بخشی به اقتصاد انجام شده است که عمده‌ترین آنها عبارتند: تدوین سیاست مالی با استفاده از چارچوب میان مدت مخارج (MTFE<sup>1</sup>)، استفاده از ابزارهای مالی احتیاطی، بودجه ریزی بر مبنای قیمت‌های محافظه کارانه نفت، تأسیس صندوق‌های ثروت ملی (شامل صندوق‌های تشبیبی و پس‌اندازی) و معرفی قواعد مالی شفاف و روشن می‌باشد. کارکرد صندوق ثروت ملی به ویژه در دوره‌های وقوع شوک‌های دایمی (تغییرات در درآمد با ماندگاری طولانی که با اندازه‌گیری میل‌نهایی به مصرف سنجیده می‌شود) برجسته است. با توجه به ماندگاری بیشتر آثار شوک‌های دایمی چه از نوع مثبت و یا منفی، در دوره‌های شوک مثبت (رونق نفتی) منابع مازاد در صندوق اندوخته می‌شود و در دوره‌های شوک منفی درآمد، با تزریق این منابع به اقتصاد کشور، روند یکنواختی برای مصارف دولت و سرمایه‌گذاری فراهم می‌شود. هدف از این مطالعه معرفی چگونگی استفاده از صندوق‌های ثروت ملی کشورمان (شامل حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی) به عنوان ابزاری برای تدوین قواعد مالی بهینه می‌باشد. این گزارش با اهداف بررسی شیوه‌های مدیریت موثر درآمدهای نفتی از طریق تأسیس صندوق‌های ثروت ملی در کشورهای مختلف تنظیم شده است و در ابتدای گزارش مبانی نظری و مطالعات تجربی بررسی خواهد شد و پس از آن روند و اهداف تشکیل صندوق‌های

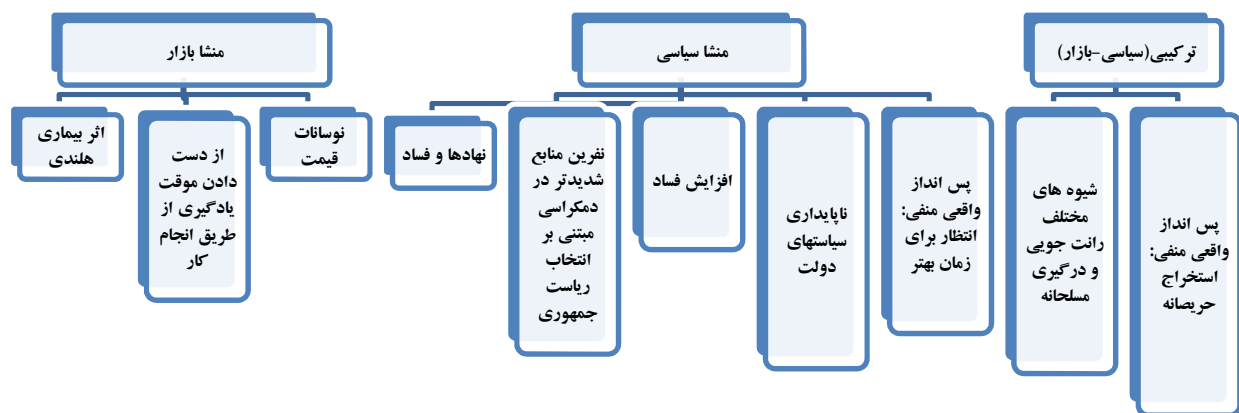
<sup>1</sup> Medium – Term Expenditure Framework

ثروت ملی بیان می‌گردد. در بخش بعدی انواع صندوق‌های ثروت ملی معرفی می‌شود. مدیریت درآمدهای نفتی با سازوکار صندوق ثروت ملی در کشورهای منتخب موضوع بخش بعدی خواهد بود و پس از آن صندوق‌های ثروت ملی در ایران و ارزیابی از عملکرد آنها ارایه خواهد شد و سرانجام نتایج الگوی برآورد شده برای ایران تبیین و جمع‌بندی از مباحث صورت می‌گیرد.

## ۱. مبانی نفرین و مطالعات تجربی

در حالی که برخی نظریات اقتصادی مانند نظریه تحلیل شکاف دوگانه و نظریه تکانه بزرگ، بر نقش مثبت و فور منابع طبیعی در فرایند تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی تأکید دارند، سوابق تاریخی کشورهای نفت خیز نشان می‌دهد که وجود منابع عظیم نفت و گاز به عنوان یک ثروت ملی، دستاورد بهتری در زمینه رشد اقتصادی نسبت به کشورهای فاقد منابع حاصل نموده است. به همین دلیل در چند دهه اخیر بخشی از ادبیات اقتصادی به رمزگشایی و تحلیل این وضعیت اختصاص یافته است که از آن با عنوان نفرین منابع<sup>۱</sup> یاد می‌شود. به عبارت دیگر نفرین منابع به پارادوکسی اطلاق می‌شود که در آن کشورها با وجود برخورداری و فراوانی منابع طبیعی به ویژه منابع طبیعی تجدیدناپذیر، رشد اقتصادی پایین‌تر و دستاوردهای توسعه‌ای ضعیف‌تری را نسبت به کشورهای با منابع طبیعی کمتر از خود نشان می‌دهند (استیونس، ۲۰۰۳). مستندات گسترده‌ای در رابطه با نفرین منابع در دست بوده و از آن به عنوان یکی از واقعیت‌های آشکار شده<sup>۲</sup> یاد می‌شود (فیرمین، ۲۰۰۹). مطالعات نظری و تجربی برای توصیف و شیوه اثرگذاری نفرین منابع، مکانیسم‌های مختلفی را معرفی نموده‌اند. در مجموع می‌توان بر اساس منشاء و علت نفرین، عوامل را در سه طبقه با منشاء اقتصادی محض یا بازار، با منشاء اقتصاد سیاسی و با ترکیبی از دو حالت اخیر تقسیم کرد. تحت سه حالت مذکور دست کم ۱۰ فرضیه در زمینه علت نفرین منابع بیان شده است. نمودار ۱ فهرستی از این علت‌ها را بیان نموده است.

نمودار ۱. ده فرضیه برای طبقه‌بندی نفرین منابع بر اساس منشاء و علت نفرین بر مبنای مطالعه واندر پلاگ (۲۰۱۱)



به طوری که در نمودار ۱ مشاهده می‌شود یکی از عوامل که در دسته عوامل با منشاء سیاسی قرار گرفته، ناپایداری سیاست‌های دولت در کشورهای صادرکننده نفت می‌باشد. در مطالعات متعدد تجربی برخی از مصادیق ناپایداری در سیاست‌ها و تبعات آن بررسی شده است. مطالعه وندربلاگ (۲۰۱۱) نشان می‌دهد درآمدهای نفتی سبب تضعیف سیاست‌های صحیح در کشورهای صادرکننده نفت شده و سیاستمداران ترجیح می‌دهند سیاستی را اتخاذ کنند که حاشیه امن‌تری برای آنها به همراه داشته باشد و بیشتر بر سر قدرت باشند. این امر باعث می‌شود که آنها در پروژه‌هایی غیرضروری سرمایه‌گذاری کنند و برخی سیاست‌های نامناسب را اتخاذ کنند. برای تامین مالی این پروژه‌ها تمام درآمدهای حاصل از منابع طبیعی را هزینه می‌کنند و در نهایت در تامین مالی این پروژه‌ها با مشکل مواجه می‌شوند. پروژه‌هایی که در ادبیات اقتصادی تحت عنوان

طرح‌های فیل سفید<sup>۴</sup> نام‌گذاری شده‌اند. از دیگر مصادیق برجسته ناپایداری در سیاست‌های دولت، رفتار موافق چرخه‌ای مخارج دولت در کشورهای در حال توسعه و صادرکننده نفت می‌باشد. برخی از صاحب نظران، دلیل موافق چرخه‌ای بودن مخارج دولت را نظام‌های سیاسی ناکارآمدی می‌دانند که عمده کشورهای در حال توسعه را در بر گرفته است. لین و تورنل<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) با استفاده از یک پانل پویا نشان دادند هر چه رقابت گروه‌های سیاسی افزایش یابد، به هنگام وقوع یک شوک مثبت درآمدی، مخارج عمومی دولت به شدت افزایش می‌یابد. استرون<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۹) دلیل موافق چرخه‌ای بودن سیاست مالی در کشورهای در حال توسعه نفتی را در چگونگی ورود درآمدهای نفتی معرفی می‌کنند. به باور آنان، رشد اقتصادی کشورهای نفتی در سال‌های رونق نفتی، ریشه در مزادها بودجه دولت و مزاد حساب جاری دارد. به نحوی که در هنگام وقوع یک شوک مثبت نفتی، درآمدهای دولت افزایش یافته و سرمایه‌گذاری‌های عمومی نیز افزایش می‌یابد و نقش مهمی در بالا بردن مخارج مصرفی داخلی و سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی نیز ایفا می‌کند. به عبارت دیگر، سیاست مالی انبساطی در کشورهای نفتی، ساز و کار اصلی تزریق درآمدهای نفتی به اقتصاد است، از این رو میزان استفاده از درآمدهای نفتی، یک تصمیم سیاست مالی است که می‌تواند بر اقتصاد داخلی از جمله تورم و اشتغال اثرگذار باشد. بر اساس یافته‌های آنان، منابع حاصل از نفت موجب بزرگ شدن اندازه دولت در این کشورها در بلندمدت و بی‌ثباتی سیاست‌های مالی در کوتاه مدت می‌شود. بنابراین آنان تدوین قواعد مالی برای جلوگیری از عوارض مذکور را ضروری می‌دانند. تاسیس صندوق‌های تثبیتی و پس‌اندازی از جمله قواعد مالی و یکی از راهکارهای اصلی بسیاری از کشورهای صادرکننده نفت برای مدیریت درآمدهای نفتی می‌باشد. در ادامه گزارش مروری بر روند تشکیل، انواع صندوق‌های ثروت ملی و ساز و کار ارتباطی آن به بودجه صورت می‌گیرد.

## ۲. روند و اهداف تشکیل صندوق‌های ثروت ملی

کشورهای دارنده منابع نفتی برای مقابله با تبعات شوک‌های نفتی نیاز به اصلاح نظام مدیریت درآمدهای نفتی داشته و برای تحقق این موضوع، اقتصاددانان راهکارهای مختلفی را همچون استقلال بانک مرکزی، قاعده‌مند کردن برداشت‌های دولت در شرایط کسری بودجه و همچنین تشکیل "صندوق ثروت ملی"<sup>۷</sup> (به عنوان یکی از مهمترین اقدامات) مطرح نموده‌اند. گردون و مونک (۲۰۱۰)، دیکسون و مونک (۲۰۱۱)، استیگلیتز (۲۰۱۲) و وندربلاگ (۲۰۱۲ و ۲۰۱۳) بر ایجاد این صندوق‌ها به عنوان ابزاری مفید در مقابله با نگرین منابع تأکید نموده‌اند. برخی دیگر از مطالعات تجربی نظیر (آسفاها، ۲۰۰۷) نشان داده‌اند که تشکیل صندوق ثروت ملی، به عنوان ابزار سیاستی مناسب جهت برون رفت از مشکلات ناشی از بی‌ثباتی قیمت و نوسان درآمد حاصل از منابع طبیعی است. در ادامه بحث پیشینه تشکیل صندوق‌های ثروت ملی، انواع آن و همچنین برخی ساز و کارهای حاکم بر این صندوق مورد بررسی قرار می‌گیرد.

اگرچه واژه "صندوق ثروت ملی" برای اولین بار در سال ۲۰۰۵ توسط اندرو روزانو<sup>۸</sup> مورد استفاده قرار گرفت اما اولین صندوق ثروت ملی متعلق به کشورهای در حال توسعه، با نام سازمان سرمایه‌گذاری حاکمیتی کویت<sup>۹</sup> در سال ۱۹۵۳ در کویت برای واريز درآمدهای نفتی این کشور تاسیس شد. شایان ذکر است دو صندوق با عناوین PSF<sup>۱۰</sup> و PUF<sup>۱۱</sup> که در ایالت نگزاس آمریکا به ترتیب در سالهای ۱۸۵۶ و ۱۸۷۶ ایجاد شده‌اند، از جمله اولین صندوق‌های ثروت ملی در سطح جهان محسوب می‌شوند.

صندوق‌ها با کارکردهای امروزی به صورتی فراگیر از سال ۱۹۹۵ به بعد شروع به فعالیت نموده و گسترش یافته‌اند، بطوریکه در نمودار ۲ مشخص شده بیش از ۷۰ درصد صندوق‌های ثروت ملی طی دو دهه اخیر ایجاد شده‌اند. صندوق‌های ثروت ملی معمولاً زمانی ایجاد می‌شوند که دولت‌ها از مزاد درآمدهای ارزی برخوردارند. این وضعیت به ویژه در مواقعی که یک کشور وابستگی شدید به صادرات یک ماده خام یا اولیه نظیر نفت خام، گاز طبیعی، مس و الماس دارد، از اهمیت بیشتری برخوردار می‌شود. از دیگر دلایل ایجاد صندوق‌های ثروت ملی می‌توان به دلایل اقتصادی، استراتژیک، سیاسی و یا حفظ منابع برای مقابله شرایط نااطمینانی باشد. به عنوان نمونه، سازمان سرمایه‌گذاری حاکمیتی کویت در طول جنگ خلیج فارس نقشی برجسته در تامین مالی جنگ بر عهده داشت. همچنین دولت سنگاپور به منظور تقویت جایگاه سنگاپور به عنوان

4 Wait elefen

5 Pie, Lane & Tornell

6 Sturm

7 Sovereign Wealth Fund

8 Andrew Rozanov

9 Kuwait Investment Authority

10 Permanent School Fund

11 Permanent University Fund

یک مرکز مالی بین المللی، صندوق ثروت ملی این کشور را تحت عنوان هلدینگ تماسک<sup>۱۲</sup> ایجاد نموده و اقدام مشابه ای از سوی کره جنوبی نیز دنبال شده است. (حسینی و باستانی، ۱۳۹۱).

در حال حاضر در سطح جهان ۷۴ صندوق ثروت ملی فعالیت می کنند.<sup>۱۳</sup> همانطور که گفته شد این صندوق ها عمدتاً توسط دارندگان بزرگ منابع طبیعی ایجاد شده اند. از جمله این منابع می توان به نفت خام، گاز، فسفر و مس اشاره کرد. در عین حال برخی از صندوق های ثروت ملی منشاء کالایی نداشته و از محل مازاد درآمد دولتها ایجاد شده اند. در مجموع حدود ۶۰ درصد صندوق های ثروت ملی دارای منشاء نفت و گاز بوده و حدود ۹ درصد دارای منشاء سایر معادن (نظیر مس و الماس) بوده و حدود ۳۱ درصد نیز دارای منشاء غیر کالایی می باشند. برخی از کشورهای جهان بیش از یک صندوق ثروت ملی ایجاد نموده اند؛ به گونه ای که ۷۴ صندوق موجود توسط ۴۸ کشور ایجاد شده است. بیشترین تعداد صندوق های ثروت ملی مربوط به کشور آمریکا با هشت صندوق است که مربوط به هفت ایالت بوده (ایالت تگزاس دو صندوق دارد) و هفت مورد آن دارای منشاء نفت و گاز می باشد. پس از آن در امارات متحده عربی هفت صندوق و در چین پنج صندوق وجود دارد، روسیه و قزاقستان نیز هر کدام سه صندوق دارند. کشورهای سنگاپور، شیلی، عربستان، استرالیا و عمان نیز هر کدام ۲ صندوق ثروت ملی دارند. دارایی های تحت مدیریت صندوق های ثروت ملی در سالهای اخیر رشد مستمری را تجربه نموده و به شش هزار میلیارد دلار در دسامبر سال ۲۰۱۳ رسیده است که حدود ۵۹ درصد آن مربوط به کشورهای دارنده منابع نفت و گاز می باشد. در این میان سهمی چشم گیر از این منابع مربوط به کشورهای مسلمان می باشد. ارزش دارایی صندوق های ثروت ملی کشورهای مسلمان بالغ بر ۲۵۰۰ میلیارد دلار بوده و سهمی معادل ۴۲ درصد کل منابع را تشکیل می دهند. صندوق ثروت ملی نروژ (GPF) با دارایی به ارزش ۸۱۸ میلیارد دلار در جایگاه نخست قرار گرفته و یکی از صندوق های ثروت ملی عربستان (SAMA)<sup>۱۵</sup> با دارایی به ارزش ۶۷۶ میلیارد دلار در جایگاه دوم و یکی از صندوق های ثروت ملی امارات (ADIA)<sup>۱۶</sup> با دارایی به ارزش ۶۲۷ میلیارد دلار در جایگاه سوم قرار دارد. در این رده بندی، صندوق توسعه ملی جمهوری اسلامی ایران با داشتن دارایی به ارزش بیش از ۵۴ میلیارد دلار در مکان ۲۳ قرار گرفته است (حسینی و باستانی، ۱۳۹۱). نمودار ۳ ارزش دارایی ۳۰ صندوق ثروت ملی برتر در سال ۲۰۱۳ را (که حدود ۹۶ درصد دارایی های صندوق های ثروت ملی را در اختیار دارند)، نشان می دهد.

---

12 Temasek Holdings

13 The Sovereign Wealth Fund Institute(SWF), December 2013.

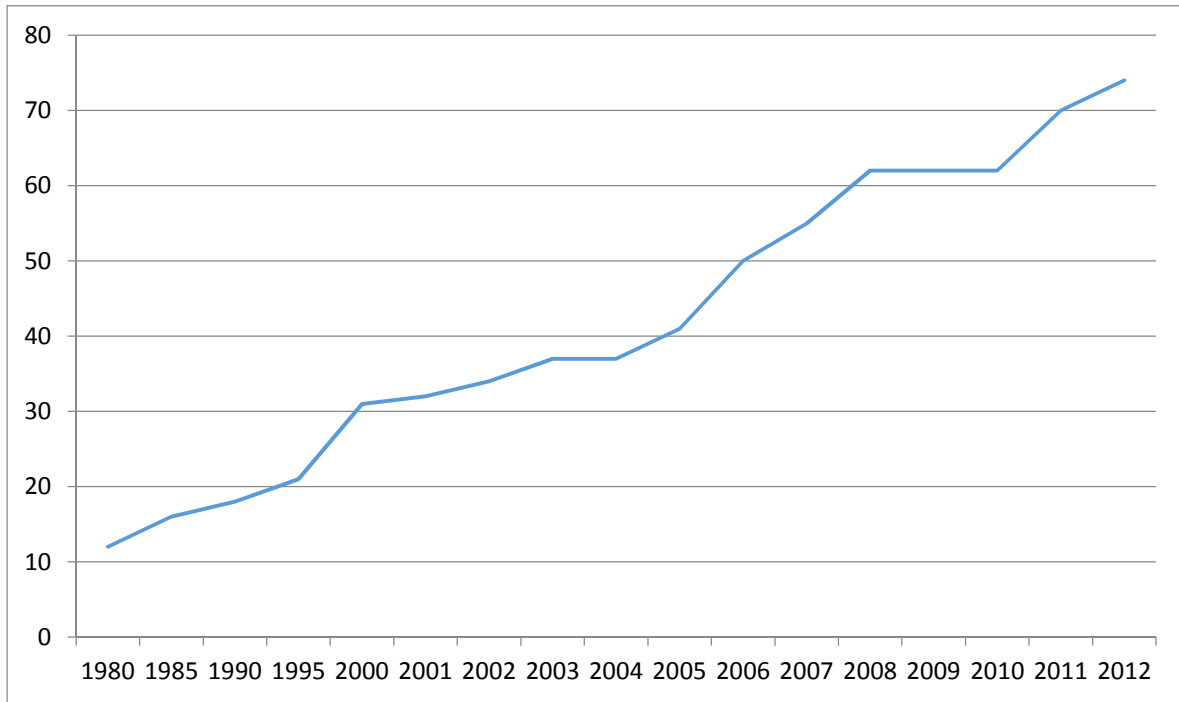
14 Government Pension Fund – Global

15 SAMA Foreign Holdings

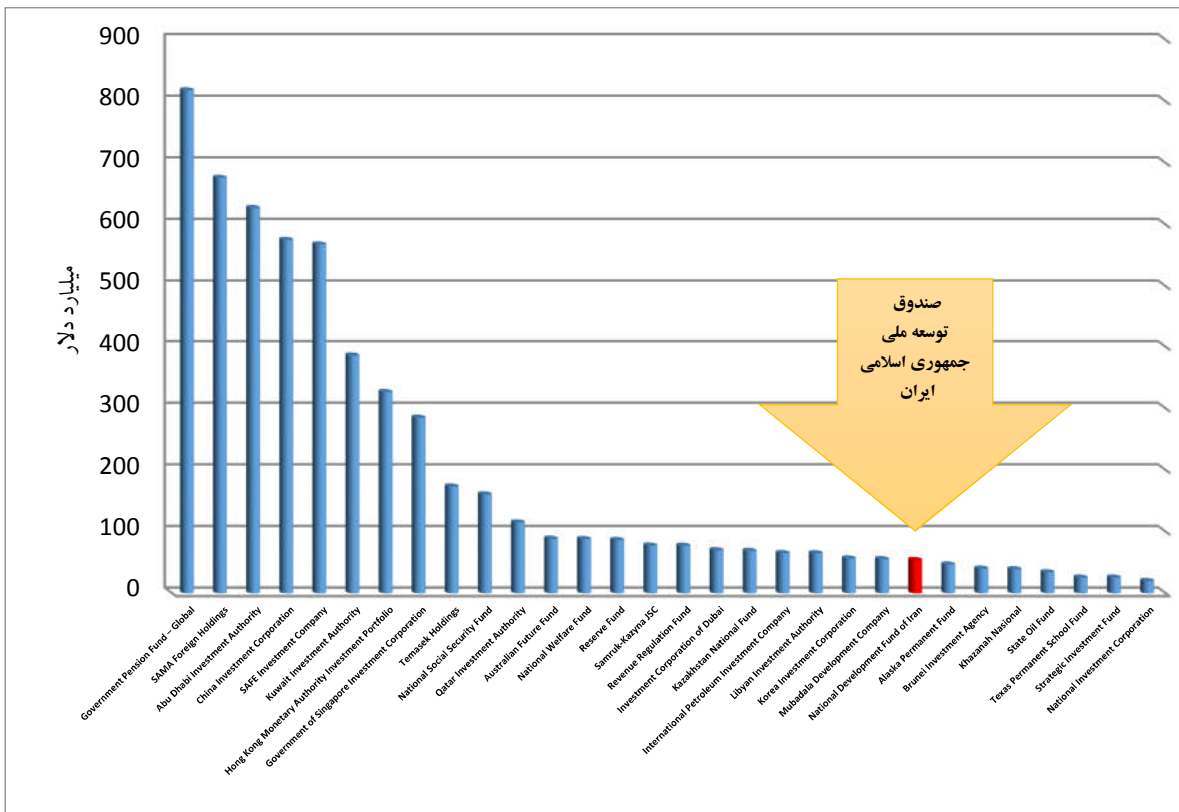
16 Abu Dhabi Investment Authority



نمودار ۲. روند تجمعی تاسیس صندوق‌های ثروت ملی در جهان



نمودار ۳. ارزش دارایی صندوق‌های ثروت ملی برتر در سال ۲۰۱۳



### ۳. انواع صندوق‌های ثروت ملی

اهمیت یافتن درآمدهای حاصل از منابع طبیعی در اقتصاد کشورهای تولیدکننده و صادرکننده و شناخت پیامدهای حاصل از ورود حجم قابل توجه و به ویژه بروز نوسان‌های بی‌قاعده این درآمدها بر اثر وقوع شوک‌های مثبت یا منفی در روند قیمت منابع طبیعی در بازار جهانی، ضرورت مدیریت بر این درآمدها را آشکار کرده است و این کشورها هر یک به دنبال روشی خاص برای کنترل و هدایت آثار حاصل از ورود یا نوسان این درآمدها بوده‌اند. تجارب موجود نشان می‌دهد کشورهای مختلف در مدیریت درآمدهای حاصل از منابع طبیعی خود از روش‌های زیر استفاده کرده‌اند:

- مدیریت جریان ورودی درآمدها و انجام مخارج از طریق سیاست‌های بودجه‌ای بدون استفاده از ساز و کار صندوق‌های منابع طبیعی، نظیر اندوختن بخشی از درآمدها در حساب ذخیره دولت نزد بانک مرکزی، اختصاص به سرمایه‌گذاری در طرح‌های خاص تولیدی یا زیربنایی، بازپرداخت سریع‌تر بدهی‌های خارجی و داخلی دولت.
  - تأسیس صندوق‌های منابع و استفاده از آن برای مدیریت درآمدها و اندوختن بخشی از آن در این صندوق‌ها.
- بررسی‌ها نشان می‌دهد بعضی از کشورهای صادرکننده نفت مانند عربستان سعودی با استفاده از روش اول در چارچوب سیاست‌های مالی و بودجه‌ای و تعدادی دیگر نظیر کویت، عمان، نروژ، آلاسکا (آمریکا) و همچنین ایران و روسیه با تشکیل صندوق‌های نفت (صندوق منابع تجدیدناپذیر) یا سازوکارهای مشابه آن، به مدیریت این درآمدها پرداختند. مهم‌ترین انگیزه تشکیل یک صندوق منابع تجدیدناپذیر به این شرح است:

- انگیزه تثبیتی: حفظ ثبات اقتصادی در مقابل آثار نوسان درآمدهای نفتی.
- انگیزه پس‌انداز: پس‌انداز ثروت نفتی برای استفاده از آن در آینده.
- در عمل مهم‌ترین گام‌هایی که برای تأسیس یک صندوق نفت طی می‌شود عبارت‌اند از:
  - تعریف اهداف صندوق در چارچوب سیاست کلان مالی و اقتصادی.
  - تأسیس قانونی صندوق.
  - معین کردن قاعده ورود و خروج منابع صندوق.
  - مشخص کردن روش‌ها و ساز و کارهای مدیریت مالی و راهبرد مالی و راهبردهای کلی سرمایه‌گذاری صندوق.

#### ۳-۱- صندوق پس‌انداز

هدف این نوع صندوق، غالباً حفاظت از مصرف آیندگان و برقراری عدالت بین نسلی است. در این وضعیت، درصد مشخصی از درآمد یا هزینه به صندوق واریز می‌شود (مورد کویت). در این نوع صندوق، برداشت تنها از درآمدهای حاصل از موجودی دارایی‌ها مجاز است و بنابراین ارزش ثروت در طول زمان ثابت باقی می‌ماند. در مورد صندوق‌هایی که با احتیاط بیشتر مدیریت می‌شوند، ارزش سرانه ثابت نگه داشته می‌شود. این نوع صندوق‌ها با هدف ایجاد ثروت برای نسل‌های آینده ایجاد می‌شوند و به این ترتیب در صدد آنند که ثروتی که در اختیار نسل امروز است و پایان‌پذیر نیز هست، تبدیل به ثروتی ماندگار برای نسل‌های آینده شود. به همین ترتیب این سیستم دیگر ساختاری مشروط به بازار نخواهد داشت، بلکه مستقل از شرایط امروز، این میزان ذخیره‌سازی را برای نسل‌های آینده صورت می‌دهد. از آن جا که موجودی این صندوق متعلق به نسل‌های آینده است، برداشت از این صندوق‌ها مربوط به مواردی است که مربوط به کلیه نسل‌ها باشد، مثل جنگ و یا زمانی که درآمد حاصل از منابع طبیعی آن کشور تمام شده باشد (منظور، ۱۳۸۸ ص ۱۴۷) اما این نوع صندوق دارای مشکلاتی نیز هستند که برخی از آنها عبارتند از:

- ۱- پیچیدگی عملیات (موضوعات مربوط به حجم صندوق و حمایت سیاسی)
- ۲- دارایی‌های صندوق می‌توانند به صورت نامعلوم رشد کنند که این مسأله برای کشورهای در حال توسعه که نیازمندی‌های مالی بسیاری دارند می‌تواند مشکل‌ساز باشد.

۳- همواره اهداف بلندپروازانه از سوی دولت‌ها برای نیل به موفقیت وجود دارد که می‌تواند سبب ائتلاف منابع صندوق شود. این نکته می‌تواند دولت‌ها را نسبت به ایجاد چنین صندوق‌هایی بی‌ رغبت سازد. در جدول ۲ کشورهای دارای صندوق پس‌انداز، سال تأسیس و مقررات صندوق‌های مورد نظر آورده شده است.

### ۲-۲- صندوق تثبیت

این نوع صندوق، در جهت حمایت از فرآیند بودجه‌ای و تضمین نمودن سطح حداقل هزینه تشکیل می‌شود. توسعه صندوق‌ها در زمان رونق‌های نفتی صورت می‌گیرد و برداشت از صندوق در زمان ضعف بازار انجام می‌گیرد. اگر قیمت واقعی زیر قیمت شاخص برای مدت زمان طولانی قرار گیرد، منابع صندوق می‌توانند به سرعت مورد استفاده قرار گیرند. صندوق تثبیت معایبی دارد که یکی از آنها ترجیح دادن منافع نسل حاضر بر آیندگان است و هیچ ضمانتی جهت پس‌انداز منابع برای نسل‌های آینده وجود ندارد اما باید توجه داشت یک صندوق تثبیت اگر خوب ساماندهی شود سبب ایجاد یک اقتصاد پیشرو و افزایش سرمایه فیزیکی و اجتماعی برای نسل‌های آینده می‌شود.

بیش از سی کشور جهان صندوق‌های تثبیت را طی یک دهه گذشته مورد استفاده قرار داده‌اند که البته این کشورها عملکردهای متفاوتی را در زمینه مدیریت این صندوق‌ها به نمایش گذاشته‌اند. قابل ذکر است که صندوق‌های تثبیتی کشورهای نروژ، شیلی و کویت از نمونه‌های موفق مدیریت درآمدهای منابع تجدیدنپذیر می‌باشند. همچنین بعضی از این صندوق‌ها به عنوان الگویی برای تأسیس دیگر صندوق‌های مشابه در سایر کشورها بوده‌اند. برخی دیگر دارایی‌های خود را به اتمام رسانده‌اند و یا توسط صندوق‌های دیگر جایگزین شده‌اند (اکوادور) و یا قوانین آنها توسط سیاستمداران به منظور نیل به اهداف سیاسی تغییر یافته است (چاد). در موارد بهتر، کشورهای با حکمرانی خوب در کنار انتقال بخشی از منابع صندوق به فرآیند بودجه با نظارت بر درآمدها، از هزینه‌کرد بیش از حد منابع در بودجه جلوگیری نموده‌اند. حال سؤال اساسی این است که اگر ضمانتی جهت موفقیت صندوق‌های تثبیت وجود ندارد چرا بسیاری از کشورها تلاش دارند این صندوق‌ها را تأسیس کنند (باگاتینی، ۲۰۱۱ص ۱۵). پاسخ به این سؤال دلایل سیاسی و اقتصادی بسیاری دارد که در زیر به آنها اشاره می‌شود. به طور کلی ترکیبی از این دو عامل منجر به استفاده از این ابزار مالی می‌گردد.

صندوق‌های تثبیت می‌توانند به عنوان مانعی در زمان نوسانات درآمدی عمل نمایند. آنها می‌توانند نااطمینانی ناشی از نوسانات قیمت کالاها و اثر آن بر درآمدهای منابع را کاهش دهند. زمانی که قیمت‌ها افزایش می‌یابند، درآمدها جهت جلوگیری از بی‌ثباتی جریان درآمدی بودجه به صندوق جذب می‌شوند و مانع از بروز بیماری هلندی می‌گردند. زمانی که قیمت‌ها نزولی هستند، صندوق می‌تواند جهت جبران درآمد به بودجه پول قرض بدهد و امکان پیش‌بینی در فضای مالی را فراهم سازد. در مجموع قوانین مالی ممکن است جهت ممانعت از بروز مشکلات ناشی از اتصال هزینه‌های دولت به منابع صندوق بهبود یابند. ممکن است طراحان صندوق هدف ساده‌تری را مد نظر داشته باشند: پس‌انداز بخشی از منابع تجدیدنپذیر که قابل استفاده برای نسل‌های آینده باشد. هر چند یک صندوق تثبیت معجزه نمی‌کند و نمی‌تواند با یک سیاست مالی مناسب تعویض گردد اما نکته قابل توجه آن است که دلیل اقتصادی جهت تأسیس دو صندوق جداگانه برای اهداف تثبیت و پس‌انداز وجود ندارد و عملیات تثبیت می‌تواند در یک کشور بدون ایجاد یک صندوق واقعی انجام گیرد (باگاتینی، ۲۰۱۱ص ۱۵).

### ۴. مدیریت درآمدهای نفتی با سازو کار صندوق ثروت ملی

کشورهای صادرکننده نفت با طراحی قواعد مالی شفاف و موثر ورود و خروج منابع به صندوق ثروت ملی را قاعده‌مند نموده‌اند. این قواعد، معیارهایی را برای میزان مصرف درآمدهای نفتی تعیین و مازاد بر سقف تعیین شده به صندوق‌ها واریز می‌کنند یا برداشت کسری نسبت به کف تعیین شده از منابع صندوق را مجاز می‌کنند. بطوریکه جدول ۱ نشان می‌دهد کشورهای صادرکننده نفت قواعد مالی متفاوتی را برای ورود و خروج منابع به صندوق ثروت ملی خود وضع نموده‌اند.

جدول ۱- قواعد مالی برای مدیریت درآمدهای نفتی در کشورهای منتخب صادرکننده نفت

نام کشور	زمان تاسیس صندوق	ساز و کار ارتباطی صندوق ثروت ملی و بودجه
کویت	۱۹۷۶	موجودی این حساب بیشتر به کسری‌های کوتاه‌مدت بودجه که ناشی از کاهش موقتی درآمدهای نفتی و یا سایر موارد باشد، تعلق دارد و به طور کلی اداره گردش وجوه نقد و قرضه عمومی و سرمایه‌گذاری‌های داخلی دولت از این طریق صورت می‌گیرد (سوری، ۱۳۸۷، ۳)
عمان	۱۹۸۰	در ابتدا حدود ۱۵ درصد از کل دریافت‌های نفتی به این صندوق واریز گردید اما در ۱۹۸۶، این میزان به پنج درصد کاهش یافت و در سال ۱۹۸۹ این سهم شامل کل دریافت‌های نفتی مازاد بر بشکه‌های ۱۵ دلار شد. کلیه این تخصیص -ها به منظور ایجاد یک روند ثابت در بودجه دولت ایجاد شده است (منظور، ۱۳۸۸: ۱۵۷)
نروژ	۱۹۹۰	صندوق با بودجه ارتباط مستقیم و یکپارچه دارد. جریان نقدینگی خالص دولت مرکزی از محل فعالیت‌های نفتی و سود سرمایه‌گذاری‌های صندوق به حساب صندوق واریز می‌شود. انتقال منابع از صندوق به بودجه جهت تأمین مالی کسری غیرنفتی با اجازه پارلمان صورت می‌گیرد. عایدات از محل سرمایه‌گذاری‌های صندوق جهت تأمین مالی کسری بودجه غیرنفتی به کار می‌رود (منظور، ۱۳۸۸، ۱۵۶)
لیبی	۱۹۹۵	درآمدهای مازاد نفت و گاز که با توجه به قیمت مرجع در بودجه تعیین می‌گردند به صندوق وارد می‌شوند. برداشت‌های احتیاطی هم جهت تأمین مالی بودجه و هم در راستای تأمین هزینه‌های فرابودجه‌ای انجام می‌گیرند
نیجریه	۱۹۹۵	هر درآمدی بالای قیمت مرجع در حساب مازاد نفت خام پس‌انداز می‌شود. پس‌اندازها منابعی جهت تسویه بدهی‌ها فراهم می‌نمایند و بخشی از آن نیز جهت تأمین مالی پروژه‌های نیرو استفاده می‌شود. برداشت از صندوق تنها زمانی صورت می‌گیرد که قیمت کالاها به زیر سطح مرجع برسد و برای سه دوره متوالی ادامه داشته باشد (جوادی، ۱۳۸۸: ۲۲۸).
ونزوئلا	۱۹۹۸	بر اساس هر دلار که بیش از ارزش مرجع به دست می‌آید، در صندوق سپرده‌گذاری و برای هر یک از هدف‌های تعیین شده اختصاص می‌یافت. منابع صندوق پس از تصویب کنگره قابل برداشت بود (الف - اگر درآمد نفت در آن سال کمتر از مقدار مرجع بود. ب- منابع صندوق بالاتر از ۸۰ درصد متوسط سالیانه عملکرد درآمد نفت در طی پنج سال اخیر آن بود). منابع مازاد صندوق (بند ب) به وسیله دولت مرکزی برای بازپرداخت بدهی‌ها و برای هزینه‌های سرمایه‌ای به وسیله دولت‌های محلی برداشت و اختصاص می‌یافت (جوادی، ۱۳۸۸: ۲۲۸).
آذربایجان	۱۹۹۹	این صندوق پروژه‌های سرمایه‌گذاری اجتماعی را تأمین مالی می‌کند که توسط پارلمان به صورت سالانه و در جریان بودجه (بودجه دولت مرکزی و بودجه شرکت ملی نفت) تصویب شده‌اند. صندوق مستقیماً برنامه‌های مرتبط با فقرا و افراد بی‌خانمان، آب، پروژه‌های آبیاری و سرمایه‌گذاری ( نظیر خط لوله باکو- تفلیس- جیحان ) را تأمین مالی می‌کند (نمایند(بانک توسعه آسیایی، ۲۰۰۷).
اکوادور	۲۰۰۰	۴۵ درصد درآمد نفتی به صندوق تثبیت نفتی منتقل شود. ۳۵ درصد جهت ساخت و نگهداری جاده در منطقه نفت‌خیز آمازون تخصیص داده شود. ۱۰ درصد جهت تأمین مالی پروژه‌های توسعه استان‌های مرزی در نظر گرفته شود. ۱۰ درصد جهت تقویت تجهیزات و ساماندهی پلیس و علاوه بر این درآمدهای مازاد غیرنفتی بودجه نیز به صندوق تثبیت نفتی منتقل می‌شوند. نیمی از موجودی صندوق می‌تواند در شرایط اضطراری هزینه گردد (باگاتینی، ۲۰۱۱ص ۱۵)
الجزایر	۲۰۰۰	باقی‌مانده درآمد نفتی پس از تخصیص بودجه (با توجه به قیمت نفت شاخص تعیین شده در بودجه) به صندوق منتقل می‌شود. بخشی از منابع جهت پیش‌پرداخت بدهی‌ها توسط بانک مرکزی برداشت می‌شود. منابع صندوق جهت تأمین مالی بودجه در زمان کاهش درآمد نفت و گاز و پرداخت بدهی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. زمانی که دارایی‌های صندوق به زیر ۱۰ میلیارد دلار آمریکا کاهش یابد، اجازه هیچ گونه برداشتی داده نمی‌شود.
قزاقستان	۲۰۰۰	تثبیت در این صندوق به وسیله قیمت‌های مرجع برای گاز، نفت و چهار فلز (کروم، روی، سرب و مس) انجام گرفت. زمانی که قیمت‌های هدف‌گذاری شده بالاتر هستند، مازاد به صندوق نفت منتقل می‌شود. به بیان دیگر اگر قیمت‌های بازار پایین‌تر از قیمت‌های مرجع باشند، صندوق درآمدی را برای دولت فراهم می‌کند. دارایی تثبیتی باید حداقل شامل ۲۰ درصد دارایی‌های صندوق باشد (بانک توسعه آسیایی، ۲۰۰۷).
مکزیک	۲۰۰۰	قیمت مرجعی برای نفت تعیین شده و با افزایش قیمت منابع مازاد به صندوق واریز می‌شود. ۷۵ درصد درآمدهای مازاد نفتی صرف سرمایه‌گذاری و ۲۵ درصد دیگر به صندوق باننشستگی جهت تجدید ساختار این سیستم وارد می‌گردد. قبل از انتقال مازاد منابع به صندوق برخی موارد مانند هزینه‌های مرتبط با بودجه، تغییر در هزینه‌های انرژی و

هزینه‌های ناشی از بلایای طبیعی و هزینه‌های غیربرنامه‌ریزی شده تغییرات نرخ بهره یا نرخ ارز از آن کسر می‌گردند. (حاجی میرزایی، ۱۳۸۶).		
این صندوق دو منبع درآمدی دارد: مازاد بودجه در پایان سال (در صورتی که قیمت‌های جهانی نفت از شاخص قیمت نفت صادراتی روسیه بالاتر باشد) و بازدهی دارایی‌های صندوق که به صندوق بازمی‌گردد. برداشته‌ها از صندوق زمانی رخ خواهد داد که قیمت واقعی نفت به زیر قیمت شاخص (برای نمونه در سال ۲۰۰۶ این رقم ۴۰ دلار بود) برسد زیرا بودجه بر اساس این رقم تنظیم می‌شود. (باکون، ۲۰۰۶، ۱۱۶)	۲۰۰۴	روسیه

## ۵. صندوق‌های ثروت ملی در ایران

کشورمان نیز دو تجربه برای ایجاد صندوق ثروت ملی دارد، در نخستین تجربه با ایجاد حساب ذخیره ارزی، صندوقی با رویکرد تثبیتی را دنبال نمود. سپس با ایجاد صندوق توسعه ملی، صندوقی با رویکرد پس‌اندازی را دنبال نموده است که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ۵-۱- حساب ذخیره ارزی

حساب ذخیره ارزی به موجب مفاد ماده (۶۰) قانون برنامه سوم توسعه (مصوب ۱۳۷۹) و با اهدافی نظیر ثبات بخشی به درآمدهای حاصل از فروش نفت خام، تبدیل دارایی‌های حاصل از فروش نفت خام به دیگر انواع ذخایر و توسعه فعالیت‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری و تامین بخشی از اعتبار موردنیاز طرح‌های تولیدی و کارآفرینی بخش غیر دولتی ایجاد شد. این حساب، بر اساس مفاد ماده (۱) قانون برنامه چهارم توسعه (مصوب ۱۳۸۳) با حفظ چارچوب اصلی خود به «حساب ذخیره ارزی حاصل از عواید نفت» تغییر نام داد و مقرر شد تا ۵۰ درصد موجودی آن به منظور سرمایه‌گذاری و تامین بخشی از اعتبارات موردنیاز طرح‌های تولیدی و کارآفرینی بخش غیردولتی اختصاص یابد.

در مکانیسم عملکردی مرتبط با حساب ذخیره ارزی، زمانی که درآمدهای نفتی نسبت به میزان تعیین شده در بودجه دولت افزایش می‌یافت، مازاد درآمدها به حساب واریز شده و زمانی که درآمدها نسبت به این میزان معین، کاهش می‌یافت و یا در صورت بروز حالت‌های اضطراری مشخص با اخذ مجوزهای موردی از مجلس شورای اسلامی، منابع لازم برداشت می‌شد و به نحوی که قبلاً تعیین شده بود، به اقتصاد تزریق می‌گردید. همان گونه که ملاحظه می‌شود مأموریت اصلی این حساب، پیگیری اهدافی مشابه با اهداف صندوق‌های نفتی تثبیتی، بوده است. با وجود تداوم فعالیت این حساب در برنامه چهارم و پنجم توسعه، لیکن بروز ملاحظات سیاستی و اجرایی متعدد موجب شد تا این حساب از اهداف تعیین شده باز بماند. مهمترین نتایج حاصل از بررسی عملکرد و آسیب شناسی حساب ذخیره ارزی، عبارت است از:

۱) برداشت دولت از حساب ذخیره ارزی بیش از سهم تعیین شده در برنامه سوم توسعه: بررسی عملکرد حساب ذخیره ارزی طی سال‌های اجرای قانون برنامه سوم توسعه نمایانگر آن است که دولت با اخذ مجوزهای موردی از مجلس شورای اسلامی، برداشته‌هایی خارج از سقف‌های مقرر اولیه از این حساب داشته است. علی‌رغم اینکه مقرر شده بود ۵۰ درصد موجودی حساب به بخش خصوصی و حداکثر ۵۰ درصد دیگر آن به دولت تعلق گیرد لیکن از مجموع رقم ۳۰,۳ میلیارد دلار واریزی به این حساب، رقمی معادل ۱۷,۱ میلیارد دلار (حدود ۵۶ درصد) توسط دولت برداشت گردیده و تنها رقمی معادل ۳,۵ میلیارد دلار (حدود ۱۱ درصد) به بخش خصوصی اختصاص یافته است. این امر آشکارا نمایانگر عدم تحقق ضوابط اجرایی حساب ذخیره ارزی طی سال‌های برنامه سوم توسعه بوده است (مردوخی، ۱۳۸۴).

۲) برداشته‌های گسترده‌تر دولت از حساب ذخیره ارزی بیش از سهم تعیین شده در برنامه چهارم توسعه: بررسی عملکرد حساب ذخیره ارزی طی سال‌های اجرای قانون برنامه چهارم توسعه همچنان نمایانگر برداشت بسیار گسترده و وسیع دولت از منابع این حساب بیش از سهم تعیین شده بوده است. در برنامه چهارم توسعه، کل مبلغ واریزی به حساب ذخیره ارزی معادل ۱۳۳,۶ میلیارد دلار بوده است که از این میزان، رقمی بالغ بر ۱۰۸,۶ میلیارد دلار (حدود ۸۱ درصد) توسط دولت برداشت شده و میزان تسهیلات پرداختی معادل ۱۶ میلیارد دلار بوده است (معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور، ۱۳۸۸). لذا علی‌رغم افزایش میزان تسهیلات اعطائی به بخش خصوصی طی سال‌های برنامه چهارم توسعه، لیکن برداشت دولت از حساب نه تنها معادل بخش خصوصی نبوده، بلکه سهم غالب به دولت تعلق یافته است.

۳) نهادسازی ناکارآمد برای حساب ذخیره ارزی: هر چند که مدیریت حساب ذخیره ارزی و تصمیم‌گیری در خصوص نحوه هزینه کرد آن، به عهده هیأت امنای این حساب (که دبیرخانه آن در سازمان مدیریت و برنامه ریزی وقت استقرار یافت) بوده است، لیکن مدیریت حساب ذخیره ارزی

از اختیار کافی و قدرت اجرایی لازم برای مقابله با برداشتهای خارج از قواعد و نظامات این حساب برخوردار نبوده است و ایجاد این حساب نتوانست به عنوان مکانیزم مناسبی برای مقابله با پدیده نفرین منابع نفتی، عمل نماید.

۴) بخشی‌نگری و سهم خواهی از منابع حساب ذخیره ارزی: عدم توجه به اولویت‌بندی فعالیت‌ها و عدم مدیریت مصارف در تطبیق با مزیت‌ها و منافع ملی، از دیگر آفاتی بود که این حساب با آن مواجه شد و هر یک از متولیان بخش‌ها و فعالیت‌های اقتصادی به دنبال کسب سهم بیشتری از منابع بودند.

۵) فقدان تغییر نگاه اساسی به نحوه مدیریت درآمدهای نفتی: هر چند که رویکرد کلی در برنامه‌های سوم و چهارم توسعه، محدود نمودن برداشت دولت از حساب ذخیره ارزی برای تأمین کسری ناشی از عواید غیرنفتی بودجه عمومی بود، اما در عمل برداشت از این حساب به طرق مختلف و در قالب اخذ مجوزهای قانونی موردی صورت پذیرفت. در واقع همچنان تغییری در نگرش غالب به نفت به عنوان یک دارایی تجدید ناپذیر و بین نسلی شکل نگرفته بود.

۶) وقوع کژمنشی<sup>۱۷</sup> از طرف برخی تسهیلات‌گیرندگان و عدم بازپرداخت تسهیلات اعطایی: بر اساس برآوردهای اعلامی، میزان تسهیلات غیرجاری پرداختی از محل منابع حساب ذخیره ارزی بالغ بر ۱۰ میلیارد دلار تخمین زده می‌شود (فارس، ۱۳۹۲). فقدان توجیه‌پذیری لازم اقتصادی، فنی و مالی طرح‌های دریافت‌کننده تسهیلات، عدم احراز اهلیت مناسب اشخاص دریافت‌کننده تسهیلات، بکارگیری تسهیلات دریافتی در سایر فعالیت‌ها و حوزه‌های ابراز شده اولیه و حتی در مواردی تعدد در عدم بازپرداخت اقساط و همچنین نوسانات و تغییرات شدید نرخ ارزها در برابر یکدیگر، از مهمترین دلایل وقوع این چالش محسوب می‌گردد.

بنابراین بر خلاف آنچه در خصوص برداشت از حساب ذخیره ارزی پیش‌بینی شده و لازم بود برداشت در شرایطی صورت گیرد که درآمد ارزی حاصل از صدور نفت خام، کمتر از ارقام پیش‌بینی شده باشد، دولت علاوه بر منابع پیش‌بینی شده در قوانین بودجه سنواتی حدود ۶۰۲ میلیارد ریال از حساب ذخیره ارزی از طریق تنظیم متمم بودجه برداشت کرد. این شرایط نشان داد ساز و کار تعبیه شده در حساب ذخیره ارزی قادر به حفظ منابع وارد شده و مقاومت در برابر برداشتهای بی‌رویه دولت نبوده و عملاً این حساب نتوانست اهداف مورد انتظار از یک صندوق تثبیتی را دنبال کند. در عین حال در برنامه پنجم توسعه و بعد از آن نیز به موجب ماده ۱۷ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه، وجود این حساب دائمی شده است.

## ۲-۵- صندوق توسعه ملی

تغییر نگاه راهبردی به درآمدهای حاصل از نفت و گاز از طریق ایجاد صندوق توسعه ملی، برای نخستین بار در سال ۱۳۸۷ در قالب بند (۲۲) سیاست‌های کلی برنامه پنجم توسعه صورت پذیرفت و اساسنامه صندوق توسعه ملی در قالب ماده (۸۴) قانون برنامه پنجم توسعه، به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید و این صندوق در سال ۱۳۸۹ تأسیس گردید. اهداف اصلی تشکیل صندوق، تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی و فرآورده‌های نفتی به ثروتهای ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسلهای آینده از منابع نفت و گاز و فرآورده‌های نفتی تعیین شده است. فعالیت صندوق توسعه ملی بعد از برنامه پنجم توسعه بر اساس ماده ۱۶ احکام دائمی برنامه‌های توسعه استمرار یافته است.

بررسی عملکرد صندوق توسعه ملی طی دوره فعالیت آن، مؤید نقش و جایگاه قابل توجه آن در فضای اقتصاد کلان کشور می‌باشد. اقلام عمده منابع و مصارف صندوق توسعه ملی بر اساس ماده (۸۴) قانون برنامه پنجم توسعه به شرح زیر تعیین شده است.

به موجب مفاد بند (ح) اساسنامه، اقلام عمده منابع قابل واریز به حساب صندوق عبارت است از:

- حداقل معادل بیست درصد (۲۰٪) از منابع حاصل از صادرات نفت (نفت خام و میعانات گازی، گاز و فرآورده‌های نفتی) در سالهای برنامه و تعیین مبلغ آن در قوانین بودجه سنواتی
- حداقل بیست درصد (۲۰٪) ارزش صادرات تهاتری اقلام فوق‌الذکر
- افزایش سهم واریزی از منابع بندهای فوق هر سال به میزان سه (۳) واحد درصد

- پنجاه درصد (۵۰٪) مانده نقدی حساب ذخیره ارزی در پایان سال ۱۳۸۹ و سال های بعد
- منابع قابل تحصیل از بازارهای پولی بین‌المللی
- سود خالص صندوق طی سال مالی
- درآمد حاصل از سود موجودی حساب صندوق در بانک مرکزی

همچنین طبق مفاد بند (ط) اساسنامه، اقلام عمده مصارف قابل برداشت از حساب صندوق عبارت است از:

- اعطای تسهیلات به بخش‌های غیردولتی برای سرمایه‌گذاری‌های دارای توجیه فنی، مالی و اقتصادی
- اعطای تسهیلات صادرات خدمات فنی و مهندسی
- اعطای تسهیلات خرید به طرف‌های خریدار کالا و خدمات ایرانی در بازارهای هدف صادراتی کشور
- اعطای تسهیلات به سرمایه‌گذاران خارجی
- سرمایه‌گذاری در بازارهای پولی و مالی خارجی
- تأمین هزینه‌های صندوق

بررسی عملکرد صندوق توسعه ملی نشانگر چالش‌هایی است که مهمترین آن عبارت است از:

- عدم تعیین سهم افزایشی قابل اتکا و مستمر از محل درآمدهای نفت و گاز برای صندوق
- تغییرات سالانه و متعدد اساسنامه صندوق با احکام مندرج در قوانین بودجه سنواتی
- صدور مجوزهای سالانه تبدیل منابع ارزی صندوق به ریال به منظور پرداخت تسهیلات ریالی
- تعیین نحوه تخصیص منابع و اعتبارات صندوق در قالب تبصره‌های قوانین بودجه سنواتی
- تکلیف به اعطای تسهیلات خرد از محل منابع صندوق با معرفی نهادهای حمایتی (نظیر کمیته امداد و بهزیستی)
- طرح درخواست‌های متعدد برای برداشت‌های موردی از منابع صندوق بابت مصارف غیر اساسنامه‌ای نظیر افزایش سرمایه دولت در بانک‌های دولتی، وام ازدواج، تأمین سرمایه صندوق تثبیت بازار سهام، تأمین یارانه سود تسهیلات مسکن و ...

با توجه به موارد اشاره شده در خصوص وضعیت حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی ملاحظه می‌شود که واریز و برداشت منابع از این صندوق‌ها چندان منطبق بر اهداف مورد انتظار از صندوق‌های تثبیتی و پس‌اندازی نبوده و لذا در دوره رونق نفتی و دوره شوک منفی قادر به انجام کارکردهای مورد انتظار نمی‌باشند. از سوی دیگر عملاً واریزی به حساب ذخیره ارزی صورت نمی‌گیرد و سهم سالیانه صندوق توسعه ملی از درآمدهای نفتی مبنای مطالعاتی نداشته و بر مبنای برخی چانه‌زنی‌ها این سهم دچار نوساناتی شده است، لذا طراحی مدلی که مقدار بهینه واریز منابع به صندوق‌های ثروت ملی کشورمان را تعیین نماید و همچنین میزان بهینه سرمایه‌گذاری و مصارف دولت از درآمدهای نفتی را مشخص نموده باشد، می‌تواند شرایط فعلی واریز و برداشت را منظم و قاعده‌مند نماید.

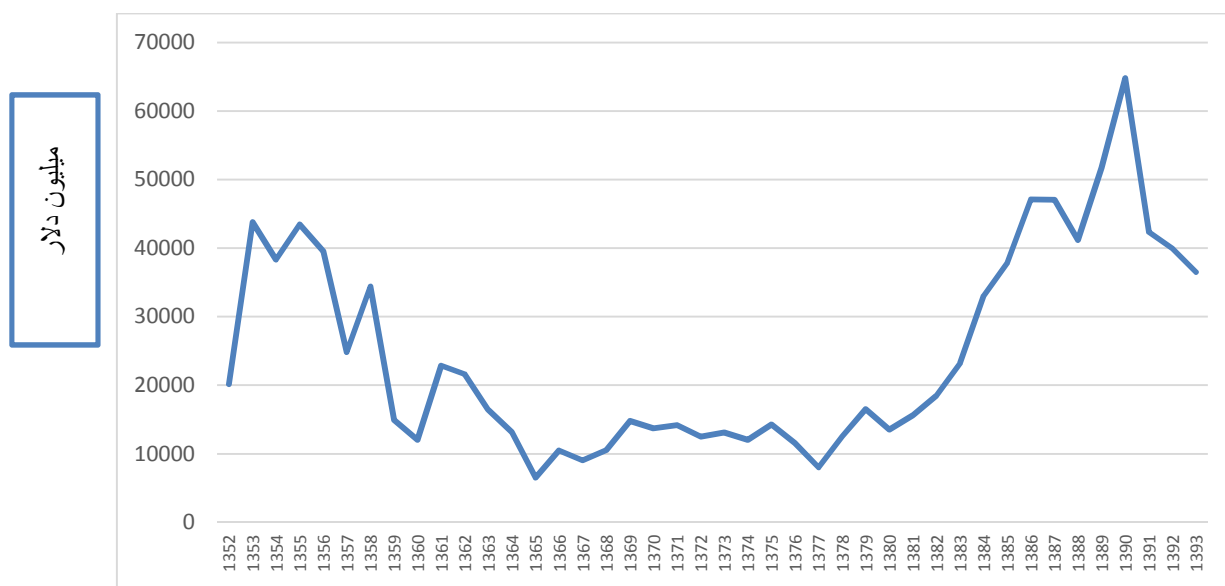
## ۶. طراحی الگو، حل و نتایج برآورد شده

از جمله الگوهای پایه که برای مطالعه تخصیص بین دوره‌ای منابع مورد استفاده قرار می‌گیرد مدل‌های کینز- رمزی و مدل‌های نسل‌های همپوشان<sup>۱۸</sup> (OLG) می‌باشد. با توجه به اینکه در اقتصاد کلان نوین مبانی خرد الگوهای اقتصاد کلان بسیار مهم است، این دو الگو با دارا بودن پایه خردی از جایگاه ویژه‌ای برخوردارند. این الگوها در بسیاری از پژوهش‌های اقتصادی به عنوان نظریه مرجع مد نظر قرار می‌گیرند و بسیاری از محققین سعی دارند مطالعات خود را در چارچوب این دو الگو انجام دهند.

در این مطالعه در چارچوب مدل کینز- رمزی و تحت شرایط عدم قطعیت، یک مدل بهینه‌یابی به منظور استخراج مسیر بهینه مصرف (مخارج مصرفی دولت)، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری طراحی و کالیبره می‌شود.

از آنجائیکه عمر دولت را می‌توان در یک دوره بلندمدت در نظر گرفت و از سوی دیگر نفت از جمله منابع طبیعی تجدیدنپذیر است، لذا با استفاده از مدل کینز- رمزی و در چارچوب فرضیه چرخه زندگی می‌توان تخصیص بهینه‌ای از این منابع تجدیدنپذیر را با لحاظ نمودن منافع بین نسلی و روند یکنواخت مخارج مصرفی دولت تعیین نمود. همچنین از آنجائیکه درآمدهای نفتی تحت تاثیر شوک‌های منفی و مثبت قیمت نفت قرار دارد، فرض بر آن است که قیمت نفت در بازارهای بین‌المللی از یک فرایند گام تصادفی<sup>۱۹</sup> تبعیت می‌کند لذا روش مناسب حل مدل از طریق شرایط غیرقطعی می‌باشد. تحت شرایط قطعی، افراد در هر لحظه از زمان شیب مسیر مصرف خود را بر اساس قاعده کینز- رمزی<sup>۲۰</sup> انتخاب نموده و با توجه به این شیب، بالاترین سطح مصرف سازگار با قید بودجه زمانی خود را برمی‌گزینند. اما در شرایط غیر قطعی<sup>۲۱</sup> با فرض معین بودن عرضه نیروی کار و فرض نبودن هیچ نوع جیره‌بندی در بازار کالاها و همچنین با فرض وجود یک دارایی بدون ریسک و اینکه افراد می‌توانند آزادانه در نرخ بدون ریسک قرض داده و قرض بگیرند، مدلی طراحی و حل شده است و نتایج آن به شرح زیر می‌باشد (باستانی و همکاران، ۱۳۹۶): به‌طوری که نمودار ۴ نشان می‌دهد روند صادرات در دوره روندی نوسانی داشته است این امر متأثر از تغییرات قیمت نفت در طول دوره بوده است. با استفاده از فیلتر هدریک پرسکات شوک‌های دائمی از شوک‌های موقت جدا شده و انحراف معیار شوک دائمی و شوک موقت ( $\sigma_\theta$  و  $\sigma_\epsilon$ ) محاسبه و به عنوان پروکسی برای تولید بخش قابل تجارت در مدل مورد استفاده قرار گرفته است. مقدار محاسبه شده انحراف معیار شوک دائمی و موقت برای کشورمان به ترتیب ۰/۲۲ و ۰/۱۱ می‌باشد. این وضعیت نشان می‌دهد درآمدهای صادراتی کشورمان با شوک‌های دائمی بیشتری در مقایسه با شوک‌های موقت مواجه بوده‌اند.

نمودار ۴. صادرات کالایی ایران به دلار ثابت طی دوره ۱۳۵۲-۱۳۹۳



مدل پیش‌بینی می‌کند که مطابق با مشاهدات تجربی پس‌اندازی گسترده و نرخ پایینی از سرمایه‌گذاری در آغاز افق برنامه‌ریزی وجود خواهد داشت. با فرض اینکه نرخ سرمایه‌گذاری در بخش قابل تجارت تاثیری بر فرآیند تولید غیرقابل تجارت ندارد و ارتباط بین بخش قابل تجارت و بخش تولید غیرقابل تجارت محدود می‌باشد. بر مبنای حل مدل برای افق زمانی ۶۵ ساله، در سطح فعلی بهره‌وری، نرخ بهینه سرمایه‌گذاری بر اساس قاعده طلایی، معادل ۱۵ درصد از درآمدهای نفتی می‌باشد. نرخ بهینه پس‌انداز این درآمدها معادل ۳۴ درصد و نرخ بهینه مخارج مصرفی دولت نیز معادل ۵۱ درصد از درآمدهای نفتی خواهد بود. به عبارت دیگر لازم است در یک دوره ۶۵ ساله سالیانه ۴۹ درصد از درآمد حاصل از صادرات نفت وارد صندوق‌های ثروت ملی کشورمان شود تا بر اساس آن روند یکنواختی برای مصرف دولت و حفظ روند یکنواخت سرمایه‌گذاری در کشور را فراهم شود.

- 19 random walk
- 20 Keynes-Ramsey rule
- 21 uncertainly



## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به شوک‌های که از ناحیه نوسانات قیمت نفت به اقتصاد کشورهای صادرکننده نفت وارد می‌شود و با علم به اینکه این شوک‌ها اعم از مثبت و منفی آثاری بلند مدت داشته و لذا لازم است کشورهای مذکور آماده مقابله با شوک‌های مذکور شوند به گونه‌ای که بتوانند در دوره‌های رونق منابع کافی در صندوق ذخیره نموده و در دوره شوک منفی این منابع را وارد اقتصاد نمایند تا سطح مصارف دولتی و روند سرمایه‌گذاری دچار نوسان شدید نشود.

الف- لزوم اتخاذ سیاست‌های محتاطانه در هزینه نمودن درآمدهای نفتی؛

با توجه به اینکه درآمد نفت با شوک‌های دایمی بیشتری نسبت به شوک‌های موقت مواجه اند، لذا لازم است سیاست‌های احتیاطی در مخارج جاری بکار گرفته شود و در دوره‌های رونق نفتی از گسترش اینگونه هزینه‌های جاری دولت به شدت اجتناب نموده و با انباشت مناسبی از درآمدهای نفتی در صندوق توسعه ملی آماده مقابله با شوک‌های منفی شد. اتخاذ چنین سیاست‌هایی شرایط بابتی را برای فضای کلان اقتصادی فراهم می‌کند.

ب- طراحی ساز و کار دقیق برای چگونگی ورود و خروج درآمدهای نفتی به صندوق توسعه ملی و حساب ذخیره ارزی و جلوگیری از مداخلات سیاسی در مصارف آن؛

همانطور که در مطالعه اشاره شد همواره صندوق‌های ثروت ملی کشورمان اعم از حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی همواره با فشارهای سیاسی برای برداشت منابع و تعیین مصارفی خاص در بودجه‌های سنواتی مواجه بوده‌اند. برای رفع این معضل لازم است حساب ذخیره ارزی با نگاه صندوق تثبیتی فعال شود و در آن بخشی از درآمدهای نفتی واریز شود. بر این اساس در دوره‌های رونق نفتی منابع به این حساب وارد شده و در دوره‌های شوک منفی منابع از حساب خارج می‌شود. مهم‌ترین معیار برای ورود و خروج فراهم آورد نرخ یکنواخت مصارف دولت می‌باشد. همچنین صندوق توسعه ملی نیز با نگاه صندوق پس‌انداز فعال باشد در این وضعیت بخشی از درآمدهای نفتی وارد صندوق شده و فقط سرمایه‌گذاری از این منابع با اولویت سرمایه‌گذاری داخلی مجاز باشد. دولت حق دخالت در تعیین مصادیق مصرف از طریق بودجه سنواتی و دیگر قوانین و مصوبات را نداشته باشد. به هر حال باید توجه داشت تا وقتی که این دو صندوق تثبیتی و پس‌اندازی و یا یک صندوق با دو هدف یاد شده نداشته باشیم نمی‌توان حد و مرزی برای برداشت‌های جاری مقامات اجرایی از منابع صندوق تعیین نمود.

ج- لزوم اهتمام دولت به ارتقای بهره‌وری و بهبود فضای کسب و کار برای گسترش سرمایه‌گذاری داخلی منابع نفتی

با بهبود فضای کلان اقتصادی کشور و ارتقای بهره‌وری، می‌توان ظرفیت‌های جذب و سرمایه‌گذاری را گسترش داد. به این ترتیب نیاز به انباشت منابع در صندوق کاهش یافته و تبدیل منابع زیر زمینی نفت به سرمایه‌های روی زمینی تسریع خواهد شد، به این ترتیب منافع نسل فعلی و آتی از درآمدهای نفتی تامین خواهد شد ضمن آنکه آسیب‌پذیری اقتصاد نیز در برابر نوسانات قیمت جهانی نفت به حداقل خواهد رسید.

د- لزوم ایجاد روند یکنواخت سرمایه‌گذاری داخلی از محل صندوق توسعه ملی و ایجاد شرایط رقابتی در برخورداری بخش خصوصی از این منابع

در حالی که برخی کشورهای صادرکننده نفت درآمدهای نفتی نگهداری شده در صندوق ثروت ملی را در خارج از کشور سرمایه‌گذاری می‌کنند، در کشورمان برای رشد اقتصادی از یک سو نیاز به سرمایه‌گذاری در ایجاد زیرساخت‌های فیزیکی مناسب داشته و همچنین نیاز به سرمایه‌گذاری در برخی حوزه فعالیت‌های اقتصادی مزیت‌دار ضروری بوده تا با ایجاد فرصت‌های شغلی برای خیل عظیم جوانان تحصیل کرده بیکار، سبب ارتقای رفاه اجتماعی شود. با توجه به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بخش دولتی به مفهوم عام (شرکت‌های دولتی، موسسات عمومی غیر دولتی و...) در چنین شرایط مناسب است منابع در سطح بهینه تعیین شده، در صندوق توسعه ملی ذخیره شده و با ارایه تسهیلات به بخش خصوصی، سرمایه‌گذاری کافی (به تدریج و متناسب با سرعت جذب) در اقتصاد صورت گیرد. شایان ذکر است با اعطای تسهیلات برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی با بازگشت منابع به صورت ارزی جریان مستمری از سرمایه‌گذاری در کشور شکل گرفته و نسل فعلی و نسل آتی در موهبت درآمدهای نفتی برخوردار خواهند شد.

## منابع و ماخذ

- آسفاها، ساموئل. (۲۰۰۷). *ثمرات صندوق های ذخیره درآمد منابع طبیعی در جهت دستیابی به ثبات مالی و عدالت بین نسلی*. ترجمه صمد عزیزنژاد و همکاران، مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، گزارش شماره ۱۰۵۱۸.
- باستانی، علیرضا؛ سید محمدجواد رزمی؛ علی اکبر ناجی میدانی و مرتضی بکی حسکویی. (۱۳۹۶). تخصیص بهینه درآمدهای نفتی به صندوق توسعه ملی: تحلیل بهینه یابی پویا. پژوهش های سیاستگذاری و برنامه ریزی انرژی، دوره (۳)، شماره (۶)، صفحات (۱۶۹-۱۳۵).
- پارسا، حجت؛ ابراهیم، هادیان؛ علی حسین، صمدی، و منصور زیبایی. (۱۳۹۴). *بررسی تاثیر راهبردهای مختلف در مدیریت درآمدهای نفتی بر عملکرد اقتصاد کلان*. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، سال چهارم، شماره ۱۵، ۱۰۷-۱۳۱.
- جوادی، شاهین و دیگران. (۱۳۸۸). *مدیریت اقتصاد کلان در کشورهای صادرکننده نفت*. مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات برنامه و بودجه.
- حاجی میرزایی، سید محمدعلی. (۱۳۸۶). *ضرورت تأسیس صندوق نفت در ایران، فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی*، شماره ۵۰، ۴۴-۵۰.
- سوری، امیررضا. (۱۳۸۷). *ضرورت تبدیل حساب ذخیره ارزی به صندوق توسعه ملی*. وزارت بازرگانی، معاونت برنامه ریزی و امور اقتصادی، دفتر مطالعات اقتصادی.
- قاسمی، محمد و پریسا مهاجری. (۱۳۹۴). *قواعد مالی مناسب برای سیاستگذاری مالی در ایران*. فصلنامه علمی پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، شماره ۲، ۸۴-۵۹.
- مردوخی، بایزید. (۱۳۸۴). *مدیریت ثروت نفتی و حساب ذخیره ارزی در برنامه سوم توسعه*. فصلنامه اقتصاد و جامعه، شماره پنجم، معاونت برنامه ریزی و نظارت راهبردی. (۱۳۹۰). *گزارش اقتصادی سال ۱۳۸۸ و نظارت بر عملکرد پنج ساله برنامه چهارم توسعه (۸۸-۱۳۸۴)*. سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور، مرکز مدارک علمی و انتشارات.
- منظور، داوود و مهدی یادی پور. (۱۳۸۸). *تجربه کشورهای مختلف در زمینه مدیریت درآمدهای نفتی و درس هایی برای ایران*. مرکز پژوهشی مطالعات راهبردی توسعه، فصلنامه راهبرد یاس، شماره ۱۷.
- Bagattini, Gustavo Yudi. (2011). *The Political Economy of Stabilisation Funds: Measuring their Success in Resource-Dependent Countries*. IDS Working Paper 356, Institute of Development Studies, University of Sussex, Brighton, United Kingdom.
- Stiglitz, Joseph E. (2012). *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*. Columbia University Press, ISBN-13: 978-0231158633.
- Sturm, M.F. Gurtner, J. Gonzalez Alegre. (2009). *Fiscal policy challenges in oil-exporting countries a review of key issues*, Occasional paper series 104.