

صندوق توسعه ملی و ضرورت تجدید ساختار نهادهای مدیریتی (نگاهی بر اصول سانتریاگو)

دکتر منیره معتمدی*

از تجارب جهانی در «مدیریت صندوق‌های ثروتی»
و از غفلت‌های خود در «کارکرد حساب ذخیره ارزی» بیاموزیم،
راهبردها و ابزارهای تجدید ساختار نهادی در مدیریت
«صندوق توسعه ملی» را بیابیم

۱. مقدمه

تأسیس صندوق نفتی، جهت مدیریت ارز حاصل از صادرات نفت و گاز و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در زیرساخت‌های اقتصادی، از دهه ۱۹۶۰ در کشورهای نفت خیز انجام شده است. در ایران نیاز سال ۱۳۷۹ و به موجب ماده ۶۰ قانون برنامه سوم توسعه، دولت جهت نگهداری مازاد رآمد های ارزی صادرات نفت و گاز، مکلف به افتتاح حسابی به نام «حساب ذخیره ارزی» گردید، ساختاری که در قانون برنامه چهارم توسعه نیز ابقا گردید.

تاکنون اقتصاددانان و کارشناسان، انتقادات بسیاری در اهداف حساب ذخیره ارزی – یعنی ثبات بخشی به بودجه دولت، مشارکت در تأمین مالی پروژه‌های بخش غیردولتی، حفظ منافع نسل‌های آتی، و مدیریت بهینه حساب – مطرح نموده‌اند. بخشی از این انتقادات در مقوله مدیریت حساب و

کارکردن‌های آن به این شرح است:

- نبود ساختار مدیریتی مشخص، خصوصاً هیئت امنا و دبیر هیئت امنا و حوزه وظایف مشخص قانونی، عدم حسابرسی قانونی ترازنامه حساب.
- فقدان اطلاعات منسجم و شفاف در بخش اعطای تسهیلات به بخش غیر دولتی، ظرفیت‌های صادراتی و فرصت‌های شغلی ایجاد شده و سهم تسهیلات سررسید شده معوق و همچنین عدم شفافیت در اعلام مانند درگردش منابع حساب و سایر داده‌های آماری مورد نیاز برای تحلیل عملکرد حساب ذخیره ارزی.

هدف اصلی مدیریت ذخایر توسعه

صندوق‌های ثروتی، تغییر رویه از شیوه سنتی مدیریت ذخایر توسعه بانک مرکزی و به کارگیری ابزارهای نوین مدیریت ذخایر می‌باشد. توسل به این شیوه‌های نوین، مستلزم قانونمندی فرآیندها و اهداف، همچنین ترکیب و ساختار اجرایی و نظارتی نافذ و پاسخگو می‌باشد

- فقدان نهاد ناظر بر عملکرد پروژه‌های تأمین مالی شده، فقدان استقلال ساختاری بانک مرکزی به عنوان نهاد پرتفوگردان و عدم استفاده از بنگاه‌های معتبر با لحاظ شرایط رقابتی و بازدهی مناسب اقتصادی و با استفاده از استانداردها و معیارهای جهانی.

به دنبال نگرانی‌های ایجاد شده در خصوص عدم کارآیی حساب ذخیره ارزی در تخصیص منابع و سرمایه‌ها و ضرورت بازنگری در ساختار آن، به موجب سیاست‌های کلی برنامه پنجم، ابلاغ شده توسط مقام معظم رهبری، حساب ذخیره ارزی با «صندوق توسعه ملی» جایگزین خواهد گردید. همچنین مقرر شده است کلیه منابع و تعهدات حساب ذخیره ارزی، از ابتدای برنامه پنجم توسعه به نهاد نوپایی «صندوق توسعه ملی» انتقال یافته و اساسنامه آن تا پایان سال اول برنامه پنجم به تصویب مجلس شورای اسلامی رسیده و لازم الاجرا گردد.

بدیهی است تأمیل در مجموعه گرانقدر تلخیص شده‌ای از بایدها و نبایدهای «حساب ذخیره ارزی» همچنین استفاده از راهکارهای آزمون شده و موفق در تجرب جهانی مدیریت صندوق‌های ثروتی در استخراج و تدوین احکام مربوط به «صندوق توسعه ملی» در قانون برنامه پنجم توسعه رهگشا خواهد بود. این نوشته‌نگاهی کوتاه به چگونگی کارکردن‌های دارد مدیریت صندوق‌های ثروتی، با توجه به معیارها و استانداردهای جهانی دارد؛ مقوله‌ای که تصور می‌شود در مجموعه ذکر شده فوق، کمتر به آن پرداخته شده است.

۲. صندوق‌های ثروتی حاکمیتی^۱

صندوق‌های ثروتی حاکمیتی، صندوق سرمایه گذاری دولتی بوده و به واسطه انتقال منابع از دارایی‌های ارز خارجی و با اهداف بلندمدت ایجاد شده‌اند. صندوق‌های ثروتی حاکمیتی، صندوق وجوده سرمایه گذاری بمالکیت و کنترل دولتی اند و اهداف و عملکردی وابسته به حاکمیت و مدیریتی منفک از مدیریت ذخایر رسمی ارز خارجی دارند. صندوق‌های ثروتی به مجموعه اهداف کلان اقتصادی کشورها مرتبط بوده و اهمیت فزاینده‌ای در سیستم مالی و پولی جهانی دارند. افزایش قیمت نفت، جهانی شدن اقتصاد و تداوم عدم تعادل‌های جهانی، منجر به انشاش دارایی‌های خارجی خصوصاً در

کشورهای صادرکننده نفت و تعدادی از کشورهای آسیایی شده است. تعداد و اندازه صندوق‌های ثروتی در سال‌های اخیر به سرعت افزایش یافته و حضور آنها در بازارهای سرمایه جهانی نافذتر شده است.

۳. منشأ دارایی‌های صندوق‌های ثروتی

منشأ ذخایر ارزی و منابع صندوق‌های ثروتی، از درآمد صدور منابع معدنی نفتی یا غیرنفتی و مازاد تجارت خارجی، تادرآمد خصوصی سازی متفاوت

می‌باشد. همچنین اهداف تأسیس صندوق‌ها نیز به اقتضای شرایط اقتصادی کشورها متفاوتند. رشد فراینده صندوق‌های ثروتی در سال‌های اخیر ناشی از قیمت‌های بالای مواد اولیه نفتی و غیرنفتی و انباست ذخایر در کشورهای دارنده آن می‌باشد. دارایی‌های خارجی کشورهای دارای صندوق‌های ثروتی، حدود ۷ تریلیون دلار امریکا ذخایر بین‌المللی (شامل طلا) و ۲-۳ تریلیون

دلار امریکا موجودی انواع دارایی‌ها در صندوق‌های ثروتی است.^۱ این مقدار بیش از صندوق‌های ضمانتی^۲ ۱/۷ تریلیون دلار با وجود استفاده قابل توجه از اهرم‌های مالی است. با وجود سهم کوچک صندوق‌های ثروتی از کل دارایی‌های جهانی (برآورد شده به میزان ۱۹۰ تریلیون دلار) انتظار می‌رود اندازه و نقش این صندوق‌ها، طی زمان در بازارهای جهانی سهم فزاینده‌ای داشته باشد.

۴. انواع صندوق‌های ثروتی بر مبنای اهداف تأسیس

طبق گزارش صندوق‌های ثروتی و همچنین دستورالعمل صندوق بین‌المللی پول، تهیه شده در فوریه ۲۰۰۸، اهداف اقتصادی تأسیس این صندوق‌های عابر تنداز: مصنون سازی اقتصاد ملی از نوسانات قیمت کالاهای اولیه در «صندوق‌های ثبتیت»^۳، انباست دارایی‌ها و متنوع سازی آنها برای آینده در «صندوق‌های پس انداز»^۴، تأمین مالی پروژه‌های اجتماعی اقتصادی و توسعه پروژه‌های صنعتی برای افزایش تولید در «صندوق‌های توسعه»^۵، افزایش بازدهی دارایی‌های ارز خارجی در «صندوق‌های ذخیره سرمایه گذاری»^۶ و تدارک منبع تأمین تعهدات بازنیستگی تصریح نشده در «صندوق‌های ذخیره بازنیستگی»^۷. طی زمان این اهداف می‌توانند فراینده، تغییر یابنده و همپوشان باشند.

۵. اثر صندوق‌ها بر بازارهای مالی جهانی

دارایی‌های صندوق‌های ثروتی و بازدهی‌های منتج از آن، اثر معنی داری بر تأمین مالی عمومی، شرایط پولی، تراز پرداخت‌ها و اثرات ترازنامه‌ای در کشور ذی ربط دارد. این دارایی‌ها بر ثروت بخش عمومی تأثیر می‌گذارند و بر عملکرد بخش خصوصی نیز اثر دارند. فعالیت‌های این صندوق‌ها کاملاً به حوزه اختیارات مตولیان در نظارت، ارزیابی و همچنین تضمین عملکرد کارآی سیستم پولی بین‌المللی بستگی دارد. این فعالیت‌های داشتن اختیار در تدارک کمک‌های تکنیکی و مشاوره‌ای برای اعضای

مرتبط در حوزه‌های پولی، بودجه‌ای و مدیریت ریسک ترازنامه وابسته است.

اصول سانتیاگو، شامل ۲۴ اصل در سرفصل‌های چهارچوب قانونی، اهداف و سازگاری با سیاست‌های کلان اقتصادی، چهارچوب نهادی، ساختار نظارتی، چهارچوب مدیریت ریسک و سرمایه‌گذاری از محل منابع صندوق‌های ثروتی می‌باشد. اجرای این اصول فرایندی با نگرش قاعده مندی را می‌طلبد و مستلزم همکاری و پشتیبانی صندوق‌های ثروتی می‌باشد.

باتوجه به اندازه قابل توجه و فقدان وضوح در عملکرد صندوق‌های ثروتی، این صندوق‌ها، می‌توانند مانند تمامی مؤسسات سرمایه‌گذاری بزرگ، به بی ثباتی بازارهای مالی منجر شوند. انتقال دارایی‌های ذخایر به صندوق‌ها ممکن است منجر به تغییر در جریان وجوه بین کشورها (به واسطه تغییر در قیمت‌های نسبی) شود و فرایند عدم تعادل در بازارهای مالی جهانی را (به واسطه تأثیر در شرایط نقدینگی جهانی، قیمت‌های دارایی و جریان سرمایه) تشدید نماید.

۶. رویه‌های برتر^۹

معرفی رویه‌های برتر برای صندوق‌ها که با توجه به اهداف متفاوت، توافق و تفاهم جمعی در آن وجود داشته باشد، اهمیت دارد. این رویه‌های برتر به تقویت ساختار سیاست داخلی کمک می‌کند. استانداردهایی در مدیریت صندوق‌ها از جنبه‌های بودجه‌ای، پولی و مدیریت ذخایر وجود دارند که در سطح وسیع، قابلیت کاربرد دارند. رویه‌های برتر ترتیبات نهادی، شفافیت و نظارت تمرکز دارند و برای کشورهای دارای صندوق منافع بسیار دارند و درک عمومی از چگونگی عملکرد صندوق‌هارا بالا می‌برند. ترتیبات نظارتی باید استقلال عمل صندوق را، در تصمیمات سرمایه‌گذاری از دو بعد کارکردی و عملیاتی، تصمین کند. همچنین ساختار نظارتی باید ابعاد مختلف نظارت قانونی را، از جنبه تأسیس صندوق، سازگاری با اهداف کلان اقتصادی و خطوط روش پاسخگویی یا ذی حسابی تدارک ببیند. برای سهامدار داخلی صندوق ثروتی، ویژگی داشتن حاکمیت شرکتی مناسب و برای گیرندگان سرمایه از منابع صندوق، اهداف و سرمایه‌گذاری‌های ممکن بسیار اهمیت دارد. برای سیاست‌گذاران و سایر عاملین اقتصادی مهم است که داده‌های آماری شفاف و قابل استفاده از فعالیت‌های صندوق‌ها استخراج شود. برخی شواهد، بیانگر این نگرانی اند که صندوق‌ها اثربخشی حاکمیت شرکتی در بنگاه‌های سرمایه‌پذیر را کاهش می‌دهند.

هدف اصلی مدیریت ذخایر توسط صندوق‌های ثروتی، تغییر از روش سنتی مدیریت ذخایر توسط بانک مرکزی، ایجاد ابزار متنوع سازی سبد دارایی، تمرکز در بازدهی دارایی‌ها و کاهش هزینه فرست نگاهداری ذخایر با استفاده از ابزارهای نوین مدیریت ذخایر می‌باشد. بدیهی است توسل به شیوه‌های نوین مدیریت ذخایر، مستلزم قانون‌مندی فرآیندها، اهداف، ترکیب، ساختار اجرایی و نیز وجود مدیریتی استوار، نافذ و پاسخگویی باشد. اما با وجود در دسترس بودن اطلاعاتی شفاف از برخی صندوق‌های ثروتی (مثل کانادا و نروژ و تا حدی کویت در سال‌های اخیر)، سیستم یکپارچه اعلام عمومی و آشکارسازی اطلاعات انواع دارایی‌ها، اهداف راهبردی و چگونگی نظارت بر کارکرد صندوق‌های ثروتی وجود ندارد.

در راستای هدف کنترل اهداف تک بعدی و حمایت گرانه صندوق‌های ثروتی که تا حدی در پاسخ

تأمل در مجموعه گرانقدر تلخیص شده‌ای از «بایدها و نبایدها»‌ی حساب ذخیره ارزی و استفاده از تجارب جهانی در مدیریت نوین صندوق‌های ثروتی در تدوین احکام صندوق توسعه ملی در قانون برنامه پنجم توسعه رهگشا خواهد بود

به انتقاد مفسران دولت‌های غربی به نحوه عملکرد صندوق‌های ثروتی بوده است و به منظور تنظیم یک منشور بین المللی قاعده مندرج مدیریت بهینه صندوق‌های ثروتی، «اصول سانتیاگو» با همکاری و حمایت صندوق بین المللی پول و تلاش چند ماهه کارگروه بین المللی (IWG)^{۱۰} طی گردد. همایی‌هایی در اسلو، سنگاپور و سانتیاگو در سال ۲۰۰۸ تدوین شده است و انتظار می‌رود توسط کلیه صندوق‌های ثروتی عضو گروه کاری به اجرا در آید.^{۱۱}

۱-۶. اصول سانتیاگو^{۱۲}

در ۱۱ اکتبر ۲۰۰۸، کارگروه بین المللی صندوق‌های ثروتی حاکمیت طی گزارشی یک قاعده رفتاری داوطلبانه به نام «روش‌ها و اصول توافق شده عمومی (GAPP)^{۱۳}» منتشر کردند که به «اصول سانتیاگو» مشهور است.

هدف اصلی گزارش گروه کاری، بهبود در درک اهداف صندوق‌های ثروتی و اهمیت آنها به عنوان نهادهای اقتصادی و مالی، همچنین کنترل بر اهداف تک بعدی و حمایت گرانه آنها می‌باشد. از اهداف ثانوی گزارش گروه کاری، کمک به تثبیت سیستم مالی جهانی و دستیابی به فضای باز برای سرمایه گذاری باثبات ذکر شده است.^{۱۴}

اصول سانتیاگو، شامل ۲۴ اصل در سرفصل‌های چهارچوب قانونی، اهداف و سازگاری با سیاست‌های کلان اقتصادی، چهارچوب نهادی، ساختار نظارتی، چهارچوب مدیریت ریسک و سرمایه گذاری از محل منابع صندوق‌های ثروتی می‌باشد. اجرای این اصول، فرایندی با نگرش قاعده مندی را می‌طلبد و مستلزم همکاری و پشتیبانی صندوق‌های ثروتی می‌باشد.

طبق گزارش گروه کاری، اصول سانتیاگو مبتنی بر اهداف راهبردی ذیل تدوین شده‌اند:

- کمک به دستیابی به سیستم مالی باثبات جهانی و جریان آزاد سرمایه و همراهی و توافق با الزامات تنظیم کنندگی و آشکارسازی توسط صندوق ثروتی در کشورهای مقصد سرمایه گذاری؛
- سرمایه گذاری از منابع صندوق، مبتنی بر ملاحظات ریسک و بازدهی مالی و اقتصادی؛
- دارابودن ساختار نظارتی شفاف و قاطع که امکان کنترل‌های عملیاتی کافی، مدیریت ریسک و پاسخگویی را فراهم سازد.

۱-۱-۶. الزامات اصول سانتیاگو، طبقه بندی کلی

۱-۱-۱-۶. چهارچوب قانونی، اهداف و سازگاری با سیاست‌های کلان اقتصادی صندوق‌های ثروتی (۵-۱)

- الزام به تدوین و رعایت چهارچوب قانونی مناسب برای کارکرد صندوق‌ها، همچنین اعلام و آشکارسازی عمومی از اجزای کلیدی آنها؛

- الزام به تعریف روش و آشکارسازی عمومی از اهداف سیاستی صندوق‌ها؛
- الزام به تدارک روش‌ها، اقدامات و سیاست‌های مرتبط با عملیات تأمین مالی، استرداد و مخارج از منابع صندوق، همچنین اعلام و آشکارسازی عمومی آنها؛
- سایر اصول مرتبط با سازگاری فعالیت‌های مقامات پولی و بودجه‌ای و شواهد معنی دار اقتصاد کلان داخلی همچنین تهیه داده‌های مرتبط آماری برای مالک صندوق و جهت ضمیمه شدن به مجموعه داده‌های اقتصاد کلان.

۱-۱-۶. چهارچوب نهادی و ساختار نظارتی (اصول ۱۷-۶)

- ◆ نیاز به چهارچوب نظارتی به منظور تسهیل در پاسخگویی واستقلال عملیاتی صندوق ثروتی، تخصیص و ظایف میان دارندگان صندوق و یا هر یکی از حاکمیتی و مدیریتی از صندوق‌ها، نیاز به اعلام و آشکارسازی عمومی اهداف و چهارچوب نظارتی و ترتیباتی که مدیریت صندوق از مالک آن استقلال عملیاتی داشته باشد؛
- ◆ نیاز به داشتن تعریف روشی از چهارچوب پاسخگویی صندوق؛
- ◆ الزام به تدارک گزارش سالانه صندوق‌ها مطابق با گزارش‌های مالی به هنگام و سازگار با استانداردهای حسابداری ملی شناخته شده جهانی، الزام به ارائه گزارش حسابرسی مالی سازگار با گزارش‌های حسابرسی بهنگام با استانداردهای جهانی، الزام به اعلام عمومی مرتبط با اطلاعات مالی به منظور نمایش جهت‌گیری مالی و اقتصادی آنها؛
- ◆ الزام به اتخاذ استانداردهای اخلاقی و حرفه‌ای قابل کاربرد برای اعضای بدن نظارتی، مدیریتی و ستادی صندوق و نیاز به پیگیری روش‌ها و قوائد روش در ارتباط با بخش خارجی مبتنی بر شرایط مالی و اقتصادی؛
- ◆ الزام به ایجاد قائد مندی و قوانین آشکارسازی کشورهای مقصد سرمایه‌گذاری.

۱-۱-۳. سیاست‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک (اصول ۲۳-۱۸)

- ❖ الزام به اتخاذ سیاست سرمایه‌گذاری صریح و سازگار با اهداف تعریف شده، تعیین محدوده ریسک و راهبرد سرمایه‌گذاری و تشریح سیاست سرمایه‌گذاری در معرض نمایش و اعلام عمومی؛
- ❖ الزام به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مبتنی بر حداقل‌سازی بازدهی مالی تعدیل شده با ریسک همراه با ترتیبات سازگار با سیاست سرمایه‌گذاری و مبتنی بر شرایط مالی و اقتصادی؛
- ❖ ممنوعیت در بهره‌مندی از اطلاعات خاص صندوق، همچنین ممانعت از تأثیرگذاری نامطلوب دولت در رقابت با بخش خصوصی؛
- ❖ الزام به رعایت حقوق مالکیت سهامداران مطابق با سیاست سرمایه‌گذاری صندوق و اعلام عمومی سیاست رأی گیری صندوق؛
- ❖ الزام به داشتن چهارچوبی جهت ارزیابی عملکرد صندوق، با معرفی ابزارهای مدیریت ریسک و نگرش مبتنی بر آن و اطلاع رسانی عمومی از نتایج آن؛
- ❖ الزام به اندازه‌گیری و محاسبه ارزش دارایی‌ها و عملکرد صندوق در سرمایه‌گذاری‌ها و گزارش به صاحبان سهام، مطابق با اصول و استانداردهایی که به روشی تصریح شده‌اند.

برخی از این اصول نیازمند کار و مطالعه بیشتری بوده و تعدادی از آنها نیز نیازمند بازآزمون با ملاحظات و دلالت‌های تثبیت مالی و اقتصادی منتج از تغییرات در سرمایه‌گذاری از محل منابع صندوق و یا بهبود در عملکرد آن می‌باشند. برای تسهیل این فرایند، گروه کاری بین المللی با ایجاد یک گروه

ثبت کاری برای صندوق‌های ثروتی موافقت کرده است. این گروه امکان گرد همایی اعضای صندوق‌ها را، برای تبادل نظریین خود و سایر کشورهای مقصد سرمایه‌گذاری، فراهم می‌کند.

پانو شت‌ها:

* عضویت علمی پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.ا..

- 1- Sovereign Wealth Funds (SWFs).
- 2-International Monetary Fund," Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda", (Washington D.C: I.M.F, 2008) Page7.
- 3- Hedge Funds.
- 4- Stabilization Funds.
- 5- Savings Funds.
- 6- Developing Funds.
- 7- Investment Reserve Funds.
- 8- Pension Reserve Fund.
- 9- Best Practices.
- 10- International Working Group (IWG).
- ۱۱- اعضا گروه کاری استرالیا، آذربایجان، بحرین، بوسنیا، کانادا، گینه استوایی (جمهوری مستقل)، ایران، ایرلند، کره جنوبی، کویت، لیبی، مکزیک، نیوزلند، نروژ، قطر، روسیه، سنگاپور، تیمور شرقی، ترینیداد و توباگو، امارات متحده عربی و ایالات متحده آمریکا می‌باشند. همچنین کشورهای عمان، عربستان سعودی، ویتنام، سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (OECD) و بانک جهانی اعضا دائمی گروه کاری بین المللی هستند.
- 12- Santiago Principles.
- 13- Generally Accepted Principles and Practices (GAPP).

۱۴- گزارش گروه کاری در: <http://www.iwgswf.org> قابل دستیابی است.

منابع و مأخذ

- فارسی:

- ۱- مهدویان، محمد هادی. (۱۳۸۵). بازنگری کارکرد و ساختار حساب ذخیره ارزی. تهران: مرکز تحقیقات استراتژیک، معاونت پژوهش‌های اقتصادی.
- ۲- دفتر مطالعات برنامه و بودجه، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی. (۱۳۸۵). تبدیل حساب ذخیره ارزی به صندوق ذخیره نتیجه ای جز گسترش تشکیلات و اتفاق منابع نخواهد داشت. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات برنامه و بودجه. از سایت: www.majlis.ir/mhtml/modules.php

- انگلیسی:

- 1-International Monetary Fund.(2008). *Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda*. Washington D.C: International Monetary Fund.
- 2-Kelly, A. Latham, O'Keefe & Watkins, LLP.(2009). The Santiago Principles: A Step Forward for Sovereign Wealth Funds. *Journal of Corporate Securities and Finance Law Report*, 14 (1), January/February.