



الگوی حکمرانی و تخصیص منابع در صندوق توسعه ملی ایران

وحید محمودی^۱

حسین عبده تبریزی^۲

سعید شیرکوند^۳

رضا قهرمانی^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۷/۰۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۹/۰۸

چکیده

صندوق توسعه ملی ایران با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز به ثروت‌های ماندگار و مولد اقتصادی و حفظ سهم نسل‌های آینده تشکیل شده است. بررسی اولیه صندوق نشان‌دهنده مشکلات و نقص‌هایی در حوزه‌های تخصیص منابع و حکمرانی است که سبب خواهد شد صندوق نتواند گردآورنده و حافظ ثروت کشور، برای نسل‌های فعلی و آتی باشد.

در بخش اول این پژوهش با مطالعه تطبیقی صندوق‌های ثروت ملی شامل صندوق‌های آذربایجان، آلاسکا، آلبرتا، ابوظبی، قطر، نروژ و کویت و در نظر گرفتن الزامات و اهداف صندوق توسعه ملی ایران، راه‌کارهای پیشنهادی جهت اصلاح الگوی تخصیص منابع و حکمرانی ارائه شده است. در این راستا ابتدا با مطالعه ابعاد گوناگون صندوق‌های ثروت، شناخت کامل از ماهیت آنها حاصل و سپس با استفاده از مطالعات تطبیقی و متن‌کاوی پیشینه پژوهش، مؤلفه‌های مرتبط با حکمرانی و تخصیص منابع و راه‌کارهای اولیه مرتبط استخراج شد. نتایج حاصل از مطالعه تطبیقی پس از مصاحبه نیمه ساختاریافته با خبرگان، اصلاح و پیشنهادهای نهایی تعیین شد. راه‌کارهای پژوهش در چهار مقوله الف) چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی، ب) قوانین مالی مرتبط

۱- استاد، گروه مدیریت مالی و بیمه، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران، (نویسنده مسئول) vmahmodi@ut.ac.ir

۲- دکتری علوم مالی و بانکداری، دانشگاه منچستر، انگلستان. abdo@abdo.net

۳- استادیار، گروه مدیریت مالی و بیمه، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران. shirkavand@ut.ac.ir

۴- دانشجوی دوره دکتری مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران. reza_ghahremani@hotmail.com

با منابع و مصارف، ج) سرمایه‌گذاری و د) نظارت، شفافیت و پاسخگویی ارائه شده است. پیشنهادهای حاضر علاوه بر تأیید از سوی خبرگان و همسو بودن با نتایج مطالعات مشابه قبلی، از طریق پرسشنامه طراحی شده بر مبنای ۶۳ گویه مورد ارزیابی قرار گرفت. بر اساس آزمون‌های آماری، علاوه بر تأیید معناداری تمام مقوله‌های فوق، رتبه‌بندی آنها نیز مشخص شد.

واژه‌های کلیدی: صندوق توسعه ملی ایران، صندوق ثروت ملی، حاکمیت شرکتی (حکمرانی)، تخصیص منابع.

طبقه بندی JEL: E21, G30, G11 G23

۱- مقدمه

امروزه اغلب کشورهای صادرکننده نفت و گاز از دو نوع عمده از دارایی‌های ملی برخوردار هستند: منابع نفت و گاز که در زیرزمین قرار دارد و صندوق‌های ثروت ملی که بر روی زمین قرار گرفته‌اند (برمر، پلوگ و ویلز، ۲۰۱۶). صندوق توسعه ملی ایران نیز همگام با گسترش روزافزون صندوق‌های ثروت ملی در دنیا و پس از تجربه ناموفق حساب ذخیره ارزی در دهه ۸۰، طبق ماده ۸۴ قانون برنامه پنجم توسعه با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت، گاز، میعانات گازی و فرآورده‌های نفتی به ثروت‌های ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و حفظ سهم نسل‌های آینده، تأسیس شد. منابع موجود در صندوق توسعه ملی به‌عنوان امانت نسل‌های آینده می‌بایست به بهترین نحو و با در نظر گرفتن ریسک سرمایه‌گذاری‌ها جهت بهره‌برداری بهتر از ثروت‌های زیرزمینی، مورد استفاده قرار بگیرد. ابهام اساسی در فعالیت صندوق توسعه ملی، عدم اطمینان در مورد سرنوشت آن است. شاخص‌های کلان کشور نشان می‌دهند در عمل تغییری در الگوی رفتاری دولت، ساختار بودجه و روند فزاینده وابستگی به درآمدها ایجاد نشده است. در چنین شرایطی طبیعی است صندوق نتواند گردآورنده و حافظ پس‌اندازهای ارزی کشور برای نسل‌های فعلی و آتی باشد (نادعلی، ۱۳۹۲).

حاکمیت شرکتی و تخصیص منابع دو حوزه مهم در زمینه اداره صندوق‌های ثروت ملی است. به‌طور حتم مدیریت ناکارای صندوق‌ها عواقب بدی خواهد داشت. آن‌ها باید طوری طراحی شوند که در آن تقسیم مناسب وظایف، نقش حاکمیت و مقام اداره‌کننده در نظر گرفته‌شده و مبین استقلال کامل بین مالکیت و مدیریت باشد. این نهاد‌های مالی باید از اصول اخلاقی داخلی مناسب برخوردار و اطلاع‌رسانی و شفافیت لازم در مورد صورت‌ها مالی را داشته باشند (ترومن، ۲۰۰۹). نامشخص بودن وضعیت مالی و عدم تخصیص منابع به سرمایه‌گذاری‌های مناسب، به دلیل حاکمیت شرکتی ضعیف، ممکن است به صندوق‌ها لطمه وارد نماید؛ لازم است حاکمیت شرکتی صندوق‌ها مشخص و عملیات آنها به‌صورت شفاف و به دور از هرگونه مداخله سیاسی تعیین شود. همچنین گزارش دهی عملکرد باید به‌صورت دقیق، مستمر و مستقل انجام شود (دلوین و برومیت، ۲۰۰۷).

در کنار نگرانی‌ها و مسائل حاکم بر صندوق‌های ثروت ملی، برخی از ویژگی‌های صندوق توسعه ملی ایران از جمله منابع عظیم نفت و گاز در کشور، نیاز به اصلاح ساختار فعلی صندوق را مضاعف می‌نماید. از دیگر ضروریات توجه به این نهاد مالی، می‌توان به بهبود سرمایه‌گذاری‌ها با هدف ثبات و عقیم‌سازی منابع مازاد، توسعه اقتصادی کشور، خروج از اقتصاد تک‌محصولی، تعدیل فشارهای ناشی از نوسان قیمت نفت بر اقتصاد ملی و تعدیل کسری‌های بودجه سالیانه، ایجاد پس‌انداز برای

نسل‌های آینده و بهبود شفافیت و استحکام حکمرانی صندوق اشاره نمود. از سوی دیگر قوانین ملی به‌طور مستقیم و غیرمستقیم از فعالیت صندوق توسعه ملی حمایت می‌کنند؛ سند چشم‌انداز بیست‌ساله، سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی و برنامه ششم توسعه از جمله قوانین کلان هستند که نقش و اهمیت صندوق در اهداف توسعه‌ای کشور، ایجاد ابزار بین نسلی و انجام سرمایه‌گذاری مولد را نشان می‌دهند.

هدف اصلی این پژوهش ارائه پیشنهادها و راه‌کارهای مطلوب از طریق مطالعه تطبیقی با تأکید بر مباحث حکمرانی و تخصیص منابع در صندوق توسعه ملی ایران است. انتظار می‌رود در اثر استقرار مدل و رهنمودهای کسب‌شده در این پژوهش، اهداف توسعه و ثبات اقتصادی کشور، تأمین مالی آیندگان و مدیریت ثروت بین نسلی، حضور کارآمد در زمینه سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی و افزایش اعتماد عمومی حاصل شود. در راستای یافتن الگوی مناسب حکمرانی و تخصیص منابع، ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های حاکمیت شرکتی و همچنین نقش متغیرها، معیارها و محدودیت‌ها در تخصیص منابع صندوق نیز استخراج شده است. صندوق‌های ثروت آذربایجان، آلاسکا، آلبرتا، ابوظبی، قطر و کویت به‌عنوان نمونه برای این پژوهش انتخاب شده‌اند. پس از شناخت اولیه، صندوق‌های ثروت ملی در چهار مقوله (الف) چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی، (ب) قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف، (ج) ساختار سرمایه‌گذاری، (د) نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی مورد بررسی قرار گرفت. در ادامه راه‌کارهای اولیه مرتبط، با استفاده از مطالعه تطبیقی در صندوق‌های نمونه استخراج و پس از مصاحبه با خبرگان و کارشناسان، راه‌کارهای نهایی جهت اصلاح صندوق توسعه ملی ایران با در نظر گرفتن تمامی جوانب تعیین شده است. در نهایت پیشنهادها و راه‌کارهایی از طریق جمع‌آوری نظرات کارشناسان، مدیران و متخصصین حوزه‌های بانکی، اقتصادی، مالی و صنعت از جمله صندوق توسعه ملی و سازمان برنامه‌ریزی و بودجه به‌وسیله پرسشنامه طراحی شده، مورد ارزیابی قرار گرفت تا علاوه بر تأیید خروجی‌های مطالعه تطبیقی (زیر مقوله‌های استخراجی)، اهمیت هر یک از مقوله‌ها تعیین شود.

پیشینه پژوهش

تاریخچه صندوق‌های ثروت ملی از سال ۱۹۵۳ با راه‌اندازی صندوق سرمایه‌گذاری کویت آغاز شد. بعد از آن سایر صندوق‌های ثروت ملی، به‌عنوان یک نهادی مالی جدید در اقتصاد بین‌الملل، در کشورهای مختلف گسترش پیدا کردند. به‌طور کل تصمیم مربوط به راه‌اندازی صندوق‌ها بر مبنای چهار انگیزه اصلی جایگزینی ثروت، بهبود مازاد منابع^۲، ضربه‌گیر سیکل‌ها اقتصادی و خود بیمگی^۳ صورت گرفته است (گرفت و اوکامپو، ۲۰۰۸).

برای صندوق‌های ثروت ملی تعاریف مختلفی وجود دارد که دارای مشترکات زیادی هستند. شاید یکی از مناسب‌ترین آنها، از سوی صندوق بین‌المللی پول و در اصول سانتیاگو ارائه شده است. طبق تعریف، صندوق‌های ثروت ملی، نهادهای سرمایه‌گذاری با اهداف مشخص در اقتصاد کلان تأسیس و در تملک دولت‌ها قرار دارند. آن‌ها معمولاً بر اساس مازاد تراز تجاری، درآمدهای حاصل از خصوصی‌سازی، مازاد بودجه دولت و درآمدهای ارزی حاصل از صادرات منابع طبیعی تأسیس می‌شوند (کورزیو و میسلی، ۲۰۱۰). بخش قابل توجه‌ای از آنها از محل فروش منابع طبیعی، مخصوصاً نفت و گاز، تأمین مالی می‌شوند. هرچند این درآمدها تنها روش تأمین مالی نیست. لذا، یکی از دسته‌بندی‌ها تقسیم صندوق‌ها بر مبنای دو گروه کالایی و غیر کالایی است. صندوق کالایی از طریق صادرات مواد خام (معمولاً نفت) و صندوق‌های غیر کالایی منابع مالی خود را از حساب‌های جاری کالاهای غیر حامل‌های انرژی و مازاد موجود در حساب‌ها تأمین می‌کنند (کورزیو و میسلی، ۲۰۱۰).

معمولاً از اهداف مستقیم و غیرمستقیم صندوق‌های ثروت ملی به‌عنوان یکی از معیارهای مهم جهت دسته‌بندی و تعریف آنها استفاده می‌شود (چن، ۲۰۰۹). صندوق‌های ثروت ملی بر اساس اهداف شامل ۵ دسته تثبیت‌کننده، تأمین جبران، پس‌انداز، پیش‌گیراننده و استراتژیک می‌باشند (باسان، ۲۰۱۱). همچنین بر اساس تقسیم‌بندی انجام‌شده از سوی صندوق بین‌المللی پول آنها مطابق با طبیعتشان به پنج دسته کلی تقسیم شده‌اند که شامل (۱) صندوق‌های تثبیت، (۲) پس‌انداز، (۳) ذخایر، (۴) توسعه و (۵) مدیریت دارایی دولت هستند (فاطمی، فلاذی، کیهانی، ۲۰۱۱).

حاکمیت شرکتی در صندوق‌های ثروت ملی

حاکمیت شرکتی در تعریفی گسترده پاسخگویی سازمان در برابر ذینفعان و جامعه را در برمی‌گیرد و سیستمی است که در آن هدایت و کنترل می‌شود. هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به چهار مورد پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان است (حساس یگانه، ۱۳۹۴). دستیابی به اهداف فوق با سازوکارهای برون‌سازمانی و درون‌سازمانی حاصل می‌شود. سازوکارهای برون‌سازمانی شامل نظارت قانونی، رژیم حقوقی، نقش سرمایه‌گذاران نهادی، الزامی کردن حسابرسی مستقل و سازوکارهای درون‌سازمانی شامل هیئت‌مدیره، مدیریت اجرایی و غیر اجرایی و مدیران مستقل، کمیته‌ها، کنترل‌های داخلی و اخلاق سازمانی است (رهبری خرازی، ۱۳۸۳).

صندوق‌های ثروت ملی موظف هستند ساختاری را طراحی کنند که در آن تقسیم مناسب وظایف، نقش ارکان نظارتی و عملیاتی صندوق در نظر گرفته شده و مبین استقلال کامل در مالکیت و مدیریت باشد (ترومن، ۲۰۰۹). این نهادهای مالی تنها در صورتی به اهداف خود خواهند رسید که دارای طراحی مناسب و سیستم حاکمیت شرکتی شایسته باشند (دیکسون و مانک، ۲۰۱۲). ضعف در قانون‌گذاری و ساختار حاکمیت، در کشورهای صاحب صندوق می‌تواند سبب بهره‌برداری نامناسب و ناعادلانه، تخصیص غیر بهینه منابع، سوگیری سیاسی در استفاده از منابع شود. چهارچوب قانونی و حاکمیت شرکتی در این نهادهای مالی باید به شکلی باشد که علاوه بر پوشش ویژگی‌های خاص صندوق‌ها، نگران‌های موجود در مورد آنها را نیز مورد توجه قرار دهد (حبیب، سائرالی و میرآخور، ۲۰۱۴).

در ساختار سازمانی صندوق‌ها، باید بین بدنه حاکمیتی و نظارتی تفاوت وجود داشته باشد. بدنه حاکمیتی، سیستمی را ایجاد می‌کند که مسئولیت مدیریت دارایی‌ها را تعیین و تفویض می‌نماید. اختیار سرمایه‌گذاری، از مدیران بالایی به سطوح زیرین و نهایتاً مدیران دارایی محول می‌گردد. بدنه حاکمیتی شامل مالکین، نهاد مسئول سرمایه‌گذاری همچون وزارت اقتصاد، هیئت اجرایی، مدیر ارشد اجرایی و مدیران سرمایه‌گذاری درون و بیرون سازمانی است. از سوی دیگر در هر بدنه حاکمیتی، باید یک بدنه نظارتی ایجاد شود که در سرپرستی سیستم نقشی مؤثر خواهد داشت. نقش این بدنه نظارتی تأیید فعالیت واحدهای تحت سرپرستی، مطابق با قوانین تعیین شده است. بدنه نظارتی شامل حسابرس عمومی و مستقل، حسابرس داخلی و نهادهای نظارتی می‌باشد (الحسن، پاپیوانو، شانک و سانگ، ۲۰۱۳).

گاجالا (۲۰۱۱) پیشنهاد داد ایجاد ساختار مناسب، ارائه سطح مناسبی از شفافیت، تعیین بازه زمانی برای رسیدن به اهداف، تعهدات حاکمیتی و ارائه رهنمودهای اخلاقی جهت بهبود وضعیت صندوق‌های ثروت ملی نیاز است. کلارک (۲۰۱۱) عنوان کرد که دولت جهت طراحی و اجرای ساختار حاکمیت شرکتی مناسب در صندوق‌ها باید اهداف مشخص، افراد مسئول و حرفه‌ای، همچنین فرآیند مناسب سرمایه‌گذاری را تعیین کند. دیکسون و مانک (۲۰۱۱) بیان کردند جهت دستیابی به انسجام سازمانی باید به قوانین داخلی، قوانین برداشت از صندوق، مأموریت شفاف، محدودیت‌ها و ارتباطات؛ در مورد افراد به نیروی انسانی متخصص و کافی، رهبری مناسب و سیستم جبران خدمت مناسب؛ در زمینه فرآیندها به گزارش‌دهی، اندازه‌گیری، سیاست‌های سرمایه‌گذاری، پویایی و سازمان یادگیرنده و در نهایت در زمینه سیاست به تفویض اختیار، اختیارات هیئت اجرایی، استقلال هیئت اجرایی و رهنمودهای اخلاقی و اجرایی توجه لازم شود. ترومن (۲۰۰۹) ۴۴ صندوق ثروت ملی را در بر اساس ۳۳ شاخص در ۴ شاخه اصلی (۱) ساختار صندوق

شامل اهداف، استقلال از دولت و رفتار مالی، (۲) حاکمیت شرکتی مثل نقش مدیران و رهنمودهای حاکمیتی در مورد اخلاق و سرمایه‌گذاری، (۳) پاسخگویی و شفافیت در زمینه‌هایی مثل استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری، گزارش‌دهی و حسابرسی و (۴) رفتار صندوق در مدیریت سبد سرمایه‌گذاری و استفاده از اهرم و مشتقات؛ مورد بررسی قرار داد.

پاسخگویی و شفافیت دو موضوع مهم در زمینه حکمرانی صندوق‌های ثروت ملی است. هرگاه مسئولیت اداره منابع توسط افرادی به افراد دیگری واگذار شود، یک رابطه دوسویه بین این دو برقرار می‌شود. در این رابطه طرف اول پاسخ‌خواه و طرف دو پاسخگو است. به موجب رابطه پاسخگویی، پاسخگو ملزم است اطلاعات معینی را برای پاسخ‌خواه فراهم کند (باباجانی و پوریان‌سب، ۱۳۸۳). با توجه به ساختار قانونی متفاوت صندوق‌ها، هماهنگی بین آنها در مورد پاسخگویی سخت است و به‌طور حتم پاسخ مشترک به یک اتفاق مشابه بین آنها امکان‌پذیر نیست. این نهادهای مالی بنا به ساختار فعالیت خود چهار نوع پاسخگویی دارند. آن‌ها در دو نقش فعال بازاری (خصوصی) و فعال دولتی (عمومی) در کشور خود و کشور سرمایه‌پذیر به مردم پاسخگو هستند. ساختار باید به نحوی باشد که توان پاسخگویی در هر چهار حوزه وجود داشته باشد (گلپرن، ۲۰۱۱).

شفافیت را می‌توان به‌عنوان میزان نظارت و ارزیابی اعمال افراد داخل سازمان (مانند مدیران)، توسط افراد خارج از سازمان بیان کرد. به‌طور کل وجه اشتراک تمامی تعاریف، قابلیت دسترسی به اطلاعات و توانایی در برقراری ارتباط و وجود جریان ارسال و دریافت اطلاعات است (حساس یگانه، ۱۳۹۴). شفافیت صندوق‌ها بر اساس ابعاد مختلفی ارزیابی می‌شود. دیکسون و مانک (۲۰۱۱) به شفافیت سیاسی (اهداف صندوق ارتباط با دولت)، شفافیت حاکمیتی (فرآیند تصمیم‌گیری و حاکمیت شرکتی)، شفافیت سیاست داخلی (عملیات و سیاست‌های داخلی صندوق)، شفافیت استراتژی‌ها (استراتژی‌های سرمایه‌گذاری) و شفافیت عملیاتی (عملکرد صندوق و نمایه ریسک صندوق) اشاره کرده‌اند. با توجه به نگرانی موجود در مورد اهداف سیاسی صندوق‌ها، قانون‌گذاران فعالان اقتصادی تقاضای شفافیت بیشتری از سوی این نهادهای مالی را دارند. دو موضوع مهم در زمینه شفافیت صندوق‌ها، تصمیمات سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های حکمرانی و ارتباط قانون‌گذاران با آنها است. شفافیت هرچند اصطکاک‌های سرمایه‌گذاری را به حداقل می‌رساند اما فشار داخلی بر روی صندوق‌ها را افزایش خواهد داد (تورکو، ۲۰۱۳).

حبیب، سائرالی و میرآخور (۲۰۱۴) شکاف موجود در حاکمیت شرکتی، پاسخگویی و شفافیت صندوق کشورهای اسلامی را مورد بررسی قرار دادند و پیشنهادهایی جهت اصلاح کمبودها و بهبود توسعه اقتصادی و اجتماعی ارائه دادند که اصلاحات در ساختار حاکمیتی جهت تطابق با استانداردهای بین‌المللی از جمله آنها است. ترومن (۲۰۱۱) در پژوهش خود بیان داشت منشأ

بسیاری از نگرانی‌ها، ناشی از گزارش‌دهی و شفافیت این نهادهای مالی است. آسفاها (۲۰۰۷) با بررسی ضعف فنی، نهادی و سیاسی در اکثر صندوق کشورهای در حال توسعه بیان داشت استحکام نهادهای نظارتی، شفافیت و پایش مؤثر برای راه‌اندازی و اداره یک صندوق ثروت ملی ضروری است. طبق این مطالعه با طراحی خوب و تعیین سازوکارهای مشخص، می‌توان شفافیت و پاسخگویی را تقویت کرد.

باگات ۱۱ (۲۰۱۰) شفافیت مسئولیت‌ها و نقش‌ها، عمومی بودن اطلاعات، تهیه و ارائه بودجه و اطمینان از یکپارچگی سیستم را از معیارهای مهم افشای صندوق‌ها می‌داند. بلیس ۱۲ (۲۰۱۰) با بررسی اصول و استانداردهای عمومی پذیرفته‌شده (اصول سانتیاگو) بیان کرد هرچند الزامات شفاف‌سازی باعث شده که صندوق‌ها اطلاعاتی در زمینه ماهیت قانونی، ساختاری و تصمیمات مالی در اختیار عموم قرار دهند اما به‌طور حتم، نیازمند شفاف‌سازی بیشتر در زمینه فعالیت‌های خود هستند. رز ۱۳ (۲۰۰۸) عنوان کرد بدگمانی‌هایی در زمینه فعالیت سیاسی صندوق‌ها در کشور هدف وجود دارد. لذا افزایش شفافیت و پاسخگویی می‌تواند این نگرانی‌ها را تا حد زیادی کاهش دهد.

تخصیص منابع در صندوق‌های ثروت ملی

بهبود وضعیت قیمت نفت و همچنین چشم‌انداز مثبت اقتصاد جهانی روند رو به رشد صندوق‌های ثروت ملی را میسر کرد. میزان دارایی تحت مدیریت آنها طی سال‌های اخیر رشد خوبی داشته است. علاوه بر افزایش دارایی‌های تحت مدیریت، تعداد این صندوق‌ها نیز افزایش داشته است. کشورهای دارای صندوق ثروت ملی دیدگاه خود را به این نهادهای مالی، به‌عنوان منابعی برای روز مبادا تغییر و آنها را فرصتی برای متنوع‌سازی درآمد کشور می‌دانند (پلیزولا، ۲۰۱۷). فعالیت صندوق‌های ثروت ملی، طی دهه‌های اخیر به‌شدت متحول شده و آنها از لحاظ استراتژی‌های و فرآیندهای سرمایه‌گذاری تغییراتی داشته‌اند. ۱) افزایش سرمایه‌گذاری فعالانه و پذیرش ریسک، ۲) تنوع و گسترش سبد سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها و ابزارهای مالی مختلف، ۳) افزایش مشارکت مدیریت داخلی برای سبب‌گردان، ۴) افزایش قوانین سخت‌گیرانه و مدیریت پیشرفته در سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و ۵) افزایش درصد سهام و ابزارهای مالی نوین در سبد سرمایه‌گذاری از جمله این تحولات است (ژینگ، وانگ، کونگ و لی، ۲۰۰۹).

سیاست‌ها، اهداف، تخصیص دارایی و میزان پذیرش ریسک و تعهدات، موضوعاتی است که در سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی باید مورد بررسی قرار بگیرد. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شامل الزامات و رهنمودهای سرمایه‌گذاری، اهداف بیان‌کننده شاخص‌ها و معیارهایی قابل اکتساب در

سرمایه‌گذاری است. در تخصیص دارایی سبد سرمایه‌گذاری می‌تواند از دارایی‌های مختلف مثل سبد سهام، اوراق قرضه و وجوه نقد، تشکیل می‌شود. هدف تخصیص دارایی، کاهش ریسک به‌وسیله متنوع‌سازی است و میزان پذیرش ریسک به مقدار و نوع ریسکی قابل‌پذیرش از سوی صندوق‌ها با توجه به اهداف، اشاره دارد (کاستلی و کاسیویلانی، ۲۰۱۵).

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

فیکووا (۲۰۱۵) در پژوهش خود دلایل مختلف تخصیص دارایی‌های در صندوق‌های ثروت ملی را بررسی کرد؛ که از آن جمله می‌توان به اهداف مختلف سرمایه‌گذاری، سیاست‌ها و دوره‌های مختلف سرمایه‌گذاری، سبد سرمایه‌گذاری (استراتژی، تاکتیک و هدف تخصیص دارایی)، ریسک‌های سرمایه‌گذاری (اعتباری، نقدشوندگی، ارز، نرخ بهره و بازار)، بازده سرمایه‌گذاری، هزینه فرصت و منابع تأمین مالی صندوق ثروت ملی اشاره کرد. برون، پاپیوانا و ژینگ، وانگ، کونگ و لی ۱۵ معیارهای مهم در استراتژی تخصیص دارایی را اهداف، ریسک مورد انتظار، نقدشوندگی، نرخ بازدهی، دوره سرمایه‌گذاری و قوانین و مقررات صندوق عنوان کردند.

بر اساس یافته‌های چاچوریا و لایون (۲۰۰۹) صندوق‌های ثروت ملی در زمینه متنوع‌سازی، انگیزه‌ها و اهداف متنوعی دارند و تمایل دارند که سرمایه‌گذاری آنها، در صنایع خارج از کشور انجام شود. آن‌ها همچنین در مورد سرمایه‌گذاری صندوق‌ها نوعی سوگیری پیدا کردند؛ به این نحو که آنها تمایل دارند در کشورهای سرمایه‌گذاری کنند که از لحاظ فرهنگی به یکدیگر نزدیک هستند. آن‌ها دلیل این کار را استفاده از مزیت‌های اطلاعاتی عنوان کردند. دیک و مورز (۲۰۱۱) با بررسی سبد سرمایه‌گذاری صندوق‌ها بین سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۰۸ یافتند که عدم تجانس در مورد

اهداف سرمایه‌گذاری وجود دارد. در حالی که تعدادی از صندوق‌ها از معیارهای مالی، جهت بهینه کردن ریسک و بازده در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده می‌کنند تعداد دیگری از آنها با اهداف سیاسی و جهت تأثیرگذاری در توسعه روابط کشورهای خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. برخی صندوق‌ها ترجیح می‌دهند که در دارایی‌هایی بی‌خطر با کمترین ریسک مثل اوراق بدهی دولتی سرمایه‌گذاری کنند و از سوی دیگر برخی از صندوق‌ها استراتژی‌های ریسکی‌تری را انتخاب کرده‌اند که سبد سرمایه‌گذاری آنها از ۴۰-۷۰ درصد سهام، ۴-۱۰ درصد صندوق‌هایی با سهام شرکت‌های خصوصی، ۱۳-۴۰ درصد اوراق با درآمد ثابت، ۲-۵ درصد سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، ۵-۲ درصد فلزات خام و ۸-۱۰ درصد سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات تشکیل شده است (پلیزولا، ۲۰۱۷). بر اساس مطالعات ترومن (۲۰۱۰) بیشتر صندوق‌ها تمایل به نگهداری اوراق بهادار با ریسک پایین دارند. می‌توان گفت که سبدهای سرمایه‌گذاری در بیشتر صندوق‌ها به اوراق با درآمد ثابت و سهام تخصیص یافته و پس از سپتامبر ۲۰۰۸ سرمایه‌گذاری‌های جایگزین نیز به سبدها اضافه شده است. آزیمن و گلیک (۲۰۱۰) تخصیص بهینه در صندوق‌های ثروت ملی و حساب ذخایر ارزی که توسط بانک‌های مرکزی مدیریت می‌شوند را با یکدیگر مقایسه کردند. بر اساس نتایج صندوق‌ها با توجه به اینکه به دنبال افزایش ثروت ملی هستند، می‌توانند در دارایی‌های خارجی با ریسک بالاتر سرمایه‌گذاری کنند.

روش پژوهش

در این پژوهش سعی شده است الزامات و مؤلفه‌ها و متغیرهای حکمرانی و تخصیص منابع شناسایی و بر اساس الزامات و همچنین محدودیت‌های صندوق توسعه ملی ایران، راه‌کارهای مناسب جهت اصلاح ارائه شود. شناسایی و مقایسه صندوق توسعه ملی ایران با صندوق‌های ثروت مشابه در زمینه‌های مختلف تخصیص منابع و حکمرانی از دیگر اهداف پژوهش است. لذا سؤال اصلی پژوهش حاضر دستیابی به الگوی مناسب تخصیص منابع و حکمرانی در صندوق توسعه ملی ایران است که در این راستا ابعاد و مؤلفه‌های مرتبط از طریق مطالعه پیشینه مرتبط و صندوق‌های ثروت ملی شناسایی شد.

پژوهش از لحاظ جهت‌گیری بنیادی است که در آن جستجو و کشف حقایق و واقعیت‌های صندوق توسعه ملی ایران و همچنین صندوق‌های ثروت ملی در سایر کشورها مدنظر است و سعی خواهد شد به تبیین ویژگی‌ها و صفات این نهادهای مالی در زمینه تخصیص منابع و حاکمیت شرکتی بپردازیم. در این پژوهش با بررسی الگوهای مختلف در صندوق‌های ثروت ملی راه‌کارهایی جدید ارائه شده است. پژوهش حاضر شامل دو بخش است. در بخش اول پیشنهادی اصلاحی از

طریق مطالعه تطبیقی و مصاحبه با خبرگان استخراج شده است و در بخش دوم پیشنهادها استخراجی، از طریق مراجعه به نظر کارشناسان و مدیران حوزه‌های مالی و اقتصادی مورد ارزیابی قرار گرفته است.

ابتدا با مرور ادبیات مطالعات مشابه و وضعیت صندوق‌های ثروت ملی ابعاد و ویژگی‌های مرتبط با تخصیص منابع و حاکمیت شرکتی استخراج شده است. در مرحله بعد با استفاده از بررسی تطبیقی مؤلفه‌های موردنظر در صندوق‌های ثروت مشابه که به ۴ حوزه چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی، قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف، ساختار سرمایه‌گذاری و نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی تقسیم شد، راه‌کارهای اولیه بیان گردید. راه‌کارهای مطلوب پیشنهادی در صندوق توسعه ملی ایران با تأکید بر شناخت شباهت‌ها و تفاوت‌های صندوق‌های ثروت ملی و اطمینان از ارتباط بین متغیرهای مورد بررسی با عملکرد اقتصادی صندوق‌های موفق تعیین شده است. راه‌کارهای استخراج شده در بخش مطالعه تطبیقی از طریق مصاحبه با خبرگان اصلاح و مورد بازنگری قرار گرفت. پیشنهادهای پژوهش پس از اعمال نظرات خبرگان در چهار مقوله فوق ارائه شد.

با توجه به اهداف پژوهش حاضر، انتخاب نمونه به صورت هدفمند بوده است. با در نظر گرفتن تشابه نسبی در اهداف اصلی صندوق، نوع و میزان منابع تأمین مالی و همچنین توجه به رتبه شفافیت و گزارش‌دهی؛ صندوق‌های آذربایجان، آلاسکا، آلبرتا، ابوظبی، قطر و کویت به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. اطلاعات مرتبط با صندوق‌های ثروت از طریق تارنماهای مربوط به هر یک از صندوق‌های مورد مطالعه، فروم بین‌المللی صندوق‌های ثروت ملی به آدرس www.ifswf.org و انجمن صندوق‌های ثروت ملی به آدرس www.swfinstitute.org جمع‌آوری شد. همچنین جهت اصلاح و تأیید پیشنهادهای اولیه تطبیقی، مصاحبه نیمه ساختاریافته با ۳۰ نفر از مدیران و خبرگان آشنا با فعالیت‌های صندوق توسعه ملی ایران (با تمرکز با اعضای هیئت عامل و مدیران فعلی و سابق صندوق توسعه ملی ایران) صورت گرفته است.

در بخش دوم پژوهش، نتایج و پیشنهادها از طریق داده‌های جمع‌آوری شده از پرسشنامه مورد بررسی و تأیید قرار گرفت. پرسشنامه بر مبنای طیف پنج گزینه‌ای لیکرت (۱: کاملاً مخالف تا ۵: کاملاً موافق) با ۶۳ گویه، دربرگیرنده مؤلفه‌های مقوله چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی (۱۷ گویه)، قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف (۹ گویه)، ساختار سرمایه‌گذاری (۲۵ گویه) و نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی (۱۲ گویه) طراحی شد. با توجه به اهداف تحقیق و ۴ حوزه مشخص شده در مطالعه تطبیقی، مفروضات پژوهش به شرح زیر تدوین شد:

- اصلاحات چارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی پیشنهادی، اثر مثبت بر عملکرد صندوق توسعه ملی ایران دارد.
- اصلاحات قوانین منابع و مصارف پیشنهادی، اثر مثبت بر عملکرد صندوق توسعه ملی ایران دارد.
- اصلاحات ساختار سرمایه‌گذاری پیشنهادی، اثر مثبت بر عملکرد صندوق توسعه ملی ایران دارد.
- اصلاحات نظارت، شفافیت و پاسخگویی پیشنهادی، اثر مثبت بر عملکرد صندوق توسعه ملی ایران دارد.

در این بخش جامعه آماری هدف، مدیران و کارشناسان حوزه‌های پولی، بانکی، اقتصادی، مالی و صنعت کشور با تمرکز ویژه بر صندوق توسعه ملی، سازمان برنامه‌ریزی و بودجه و مدیران بانکی و بازار سرمایه است. روش نمونه‌گیری از نوع تصادفی ساده در دسترس هست که برای سهولت داده‌ها از طریق پرسشنامه الکترونیکی جمع‌آوری شده است. حجم نمونه با توجه به جامعه بزرگ با استفاده از فرمول کوکران در جامعه نامحدود و مقدار خطای ۰,۰۵ و نسبت برخورداری ۰,۵ معادل ۳۸۴ نفر تعیین شد. پایایی پرسشنامه بر اساس آزمون آلفای کرونباخ مقدار ۰/۹۳۶ محاسبه گردید. که با توجه به حداقل ضریب موردقبول، پایایی ابزار اندازه‌گیری مورد تأیید است. پرسشنامه به تفکیک هریک از مقوله‌های اصلی هم پایایی دارد (آلفای کرونباخ مقوله چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی ۰,۷۷۴، قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف ۰,۷۴۳، ساختار سرمایه‌گذاری ۰,۸۸۴ و نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی معادل ۰,۸۲۸ است).

در این بخش با توجه به نرمال نبودن داده‌ها ۱۹۹ از آزمون نا پارامتریک دوجمله‌ای برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. آزمون دوجمله‌ای جهت بررسی تأثیر یا عدم تأثیر مقوله‌های اصلی پیشنهادی شامل چهارچوب قانونی، منابع و مصارف، سرمایه‌گذاری و شفافیت و پاسخگویی بر عملکرد مثبت صندوق توسعه ملی است. البته این آزمون برای هریک از زیر مقوله‌ها (گویه‌های پرسشنامه) نیز استفاده شد. درنهایت، آزمون فریدمن برای رتبه‌بندی پیشنهادهای ارائه شده جهت اصلاح ساختار صندوق توسعه ملی ایران در سطح مقوله‌ها و زیر مقوله‌ها به کار گرفته شده است.

بررسی ابعاد و مؤلفه‌های مورد بررسی

با بررسی صندوق‌های ثروت ملی، ابعاد و مؤلفه‌های مهم در این نهادهای مالی جهت بررسی تطبیقی مشخص شد. چهار مقوله اصلی پوشش‌دهنده تمامی مسائل و ابعاد آنها، عبارت‌اند از:

الف) چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی، ب) قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف، ج) ساختار اساسی سرمایه‌گذاری، د) نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی. در این بخش ضمن تأکید بر اهمیت هر یک ابعاد اصلی فوق، زیرشاخه‌های هر یک از موارد فوق، مطابق پژوهش‌های پیشین تعیین شده است.

چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی در صندوق ثروت ملی

ساختار و چهارچوب مناسب موجب فعالیت صندوق در راستای اهداف خود است و زیرساخت‌های لازم جهت دستیابی به اهداف را نیز فراهم می‌کند. ساختار مناسب باعث می‌شود تا صندوق و اداره‌کنندگان، اهداف و راهبردهای استراتژیک تعیین شده از سوی تصمیم‌گیرندگان و مسئولان سیاسی را با تصمیمات عملیاتی روزانه همچون فعالیت‌های سرمایه‌گذاری هماهنگ کنند. ضعف و نبود تعریف مشخص از مسئولیت‌ها و نقش ارکان در صندوق همچون هیئت‌امنا، هیئت اجرایی، مدیران اجرایی و کمیته مشاوران باعث اتلاف منابع و موجب عدم کارایی در سرمایه‌گذاری‌های خواهد شد. ساختار قانونی و حاکمیت شرکتی، انحراف مدیران داخلی و خارج سازمانی را به حداقل می‌رساند. در این زمینه، مطالعات مختلفی انجام شده که در آن متغیرها و مؤلفه‌های مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. در جدول زیر متغیرهای مرتبط با این حوزه تعیین شده است.

جدول ۱- چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی صندوق‌های ثروت ملی

حوزه	زیر مقوله	محققین
چهارچوب قانونی	<ul style="list-style-type: none"> • ارتباط صندوق با نهادهای و سازمانی دولتی • اهداف مشخص در صندوق ثروت ملی • ارتباط صندوق با سیاست‌های کلان اقتصادی • جایگاه صندوق در قوانین کشور • ارتباط دولت (مالک) با صندوق • استقلال صندوق 	(Al-Hassan, Pappioannou, Skancke, & Sung, 2013) (Dixon & Monk, 2011) (Clark, 2011) (Bassan, 2011) (Chen, 2009) (Curzio & Miceli, 2010) (Al-Saidi, 2012) (Bernstein, Lerner, & Schoar, 2013) (Pistor & Hatton, 2011)
ساختار حاکمیت شرکتی	<ul style="list-style-type: none"> • نوع ساختار و نقش اهداف صندوق در آن • تعیین ارکان مختلف صندوق و وظایف و مسئولیت آنها • نحوه گزینش هیئت‌امنا، هیئت عامل و مدیران اجرایی 	(Al-Hassan, Pappioannou, Skancke, & Sung, 2013) (Dixon & Monk, 2011) (Clark, 2011) (Truman E. M., 2011) (Dixon & Monk, 2011)

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف در صندوق ثروت ملی

یکی از مهم‌ترین دلایل تأسیس صندوق‌های ثروت ملی جلوگیری از بیماری هلندی و ایجاد تعادل و ثبات در چرخه‌های اقتصادی است تا کشورها کمترین آسیب را از کسری و مازاد بودجه ببینند. قوانین مناسب برداشت و واریز موجب می‌شود تا منابع خدادادی به‌طور مناسب و عادلانه به تمام نسل‌ها اختصاص یابد. پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه منابع و مصارف به شرح جدول زیر است:

جدول ۲- منابع و مصارف در صندوق‌های ثروت ملی

حوزه	زیر مقوله	محققین
منابع و مصارف	<ul style="list-style-type: none"> • منابع قابل تخصیص به صندوق • توجه به ارزش نسبی متفاوت منابع • تغییرناپذیر بودن قوانین و نحوه دسترسی به منابع صندوق • ارتباط منابع و برداشت از صندوق با بودجه سالیانه 	(Curzio & Miceli, 2010) (Truman, 2010) (Dixon & Monk, 2012) (Griffith & Ocampo, 2008) (Monk A. , 2008) (Al-Hassan, Pappioannou, Skancke, & Sung, 2013) (Bremer, Ploeg, & Wills, 2016)

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

۱-۱-۱- سرمایه‌گذاری در صندوق ثروت ملی

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

در صندوق ثروت ملی همچون هر نهاد مالی دیگر که در آن مدیریت از مالکیت جدا است، تضاد منافع وجود دارد. به‌عنوان مثال دولت‌ها با توجه به مالکیت بر منابع صندوق به دنبال سرمایه‌گذاری‌های خاص و منطبق با انگیزه‌های سیاسی خود هستند. به‌طور حتم ایجاد قوانین خاص در سرمایه‌گذاری همچون حداقل کردن سرمایه‌گذاری‌های داخلی، عامل مهمی در کاهش تضاد منافع در مدیریت است. یکی از مهم‌ترین اهداف در مدیریت دارایی‌ها حفظ اصل منابع و عدم پذیرش ریسک‌های غیرمنطقی است. تعیین محدودیت‌های لازم در زمینه سرمایه‌گذاری و ریسک از سوی ارکان سیاست‌گذار همچون هیئت‌امنا و تصویب استراتژی‌های اصلی سبب می‌شود که سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک به‌صورت معقولانه از سوی مدیران اجرایی انجام بگیرد. جدول زیر موضوعات مرتبط با سرمایه‌گذاری را بیان کرده است:

جدول ۳- سرمایه‌گذاری در صندوق‌های ثروت ملی

حوزه	زیر مقوله	محققین
سرمایه گذاری	<ul style="list-style-type: none"> • ساختار و فرآیند سرمایه‌گذاری • استراتژی‌ها، اهداف و سیاست‌ها • ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری • روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری • تخصیص سبد سرمایه‌گذاری • ارزیابی سرمایه‌گذاری و معیارهای مبتنی بر اهداف صندوق • سازوکار مدیریت ریسک • استقلال در سرمایه‌گذاری • استفاده از مشاوران و مدیران خارج سازمانی • عوامل مؤثر در گزینش ابزارهای مالی • محدودیت‌های سرمایه‌گذاری • اخلاق در سرمایه‌گذاری 	<p>(Beck & Fidora, 2009) (Dewenter, Han, & Malatesta, 2010) (Pellizzula, 2017) (Truman E. , 2010) (Lyons, 2007) (Xiang, Kong, & Li, 2009) (Curzio & Miceli, 2010) (Scherer, 2009) (Chhaochharia & Leaven, 2009) (Bernstein, Lerner , & Schoar, 2013) (Ficova, 2015) (Alhashel, 2015) (Castelli & Scacciavillani, 2015) (Aizenman & Glick, 2009) (Ghahremani, 2014) (Xiang, Wang, Kong, & Li , 2009) (Knill, Lee, & Mauck, 2012)</p>

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

۱-۱-۲- نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی در صندوق ثروت ملی

نظارت کافی می‌تواند شرایط لازم برای بررسی و جلوگیری از تمرکز بیش‌ازحد قدرت در هر یک از ارکان صندوق فراهم شود. نظارت مستقل حرفه‌ای، سبب می‌شود که نگرانی‌ها در زمینه عملکرد کاهش یابد. لازم است شکاف وضعیت صندوق با استانداردهای مقبول حکمرانی خوب شناخته تا به این روش اصلاحات از سوی مالک صورت گیرد. نظارت مستقل توجه عموم مردم و نهادهای نظارتی بین‌المللی به سوء مدیریت و ایجاد فشار جهت اصلاحات را افزایش می‌دهد.

پاسخگویی در صندوق ثروت ملی سبب افزایش پایداری، مدیریت کاراتر، جلوگیری از بحران‌های مالی و بودجه‌ای و افزایش اعتماد خواهد شد. افزایش کیفیت اطلاعات و داده‌ها، موجب بهبود کارایی فعالیت‌ها می‌شود. این موضوع از طریق بررسی و نظارت بهتر ارکان مختلف و مردم بر فعالیت‌ها، حاصل خواهد شد. سیاست‌گذاران می‌توانند در صورت دسترسی به اطلاعات مناسب و کافی، واکنش سریع‌تری نسبت به تغییرات اقتصادی و سوء مدیریت داشته باشند. جامعه مطلع و ارگان‌های نظارتی تعریف‌شده با مسئولیت و توان کافی می‌توانند سهم بسزایی در دستیابی به اهداف غائی داشته باشند. موضوعات این حوزه که محققین در سال‌های اخیر در مطالعات خود به آنها پرداخته‌اند، به شرح جدول زیر است:

جدول ۴- نظارت، شفافیت و پاسخگویی در صندوق های ثروت ملی

حوزه	زیر مقوله	محققین
نظارت و پاسخگویی	<ul style="list-style-type: none"> وظایف و مسئولیت های ارکان نظارتی فرآیند نظارتی داخلی و خارج سازمانی سطح پاسخگویی به ارکان مختلف ملی، بین المللی و مردم حسابرسی مستقل صندوق 	(Gilson & Milhaupt, 2008) (Al-Hassan, Pappioannou, Skancke, & Sung, 2013) (Habib, Sairally, & Mirakhor, 2014) (Truman E. , 2007) (Gelpern, 2011)
شفافیت	<ul style="list-style-type: none"> الزامات افشای اطلاعات به صورت دوره ای و منظم گزارش ها، اطلاعات و داده های لازم برای افشا تعیین اطلاعات قابل افشا برای عموم 	(Dixon & Monk, 2012) (Turco, 2013) (Bahgat, 2010) (Cornelia, Petrova, & Kunzel, 2008) (Habib, Sairally, & Mirakhor, 2014) (Curzio & Miceli, 2010) (Jin, 2016) (Truman E. , 2007)

ماخذ: یافته های پژوهشگر

۲- یافته های پژوهش

۲-۱- مطالعه تطبیقی

اختلافات و تشابهات بین صندوق ها از طریق مقایسه مورد بررسی قرار گرفت و بر این اساس با تطبیق صندوق های ثروت ملی و صندوق توسعه ملی ایران، به بررسی وضعیت آنها پرداخته شد. در مرحله بعد با تحلیل شباهت ها و تفاوت ها، به جمع بندی در زمینه ارائه راهکارهای اولیه رسیدیم. در این پژوهش سعی شد با استفاده از راهبردهای (۱) شناخت شباهت ها و تفاوت ها صندوق های ثروت، (۲) اطمینان از وجود رابطه بین متغیرهای مورد بررسی با عملکرد اقتصادی صندوق های ثروت ملی موفق و (۳) صورت بندی نمودن تبیین های عام بر اساس شباهت های شناسایی شده، به ارائه الگو و راهکارهای مطلوب برای صندوق توسعه ملی ایران پردازیم. نتایج استخراج شده از مطالعه صندوق های ثروت به شرح زیر است:

۲-۱-۱- مطالعه تطبیقی چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی

در قوانین مستحکم و با پشتوانه اجرایی در زمینه جایگاه و موجودیت صندوق علاوه بر نوع ساختار صندوق (نهاد مستقل یا غیرمستقل) باید به فعالیتهای عملیاتی آنها نیز اشاره شود. در برخی از صندوق ها همچون آلاسکا و کویت، جایگاه این نهادها در بالاترین قانون ملی، یعنی قانونی اساسی ایالت یا کشور تصویب شده است و این بدان معناست که تغییر در مفاد آن، تنها از طریق رجوع به آرای عمومی امکان پذیر است. در صندوق های نروژ، ابوظبی، کویت، آبرتا و آلاسکا نقش و

جایگاه تمامی ارکان مرتبط در قوانین مختلف تعریف و تعیین شده است. یکی از نکات مهم دیگر در زمینه قوانین، توجه به رویکردهای واریز و برداشت منابع است. در صندوق‌های آذربایجان، نروژ، آلبرتا و آلاسکا تمامی جوانب و محدودیت‌های واریز و برداشت مشخص شده است اما در صندوق کشوری همچون امارات متحده عربی هیچ‌گونه قانون خاص، مصوب یا الزام‌آوری برای سهم از مازاد درآمدهای نفتی و برداشت وجود ندارد که سبب می‌گردد دولت امکان برداشت بی‌قید و شرط از منابع را داشته باشد.

تعدادی از آنها با توجه به وضعیت کلان اقتصادی دارای اهداف چندگانه هستند. صندوق‌های کویت، آذربایجان، آلبرتا، قطر و ابوظبی اهداف چندگانه بین‌نسلی، توسعه‌ای و ثبات‌کننده را دنبال می‌کنند. در صورت داشتن اهداف چندگانه، تعیین زیرمجموعه‌های مختلف با اهداف تخصصی می‌تواند نقش مهمی در موفقیت آنها داشته باشد. صندوق کویت و ابوظبی بخش سرمایه‌گذاری و توسعه‌ای خود را از یکدیگر جدا کرده‌اند.

دولت از سوی مردم وظیفه اداره صندوق‌ها را عهده‌دار است که می‌تواند این وظیفه را به‌طور مستقیم همچون آذربایجان و ابوظبی خود انجام دهد یا همچون صندوق‌های نروژ، کویت، آلبرتا، آلاسکا و قطر به وزارت اقتصاد دارایی یا هر نهاد مشابه دیگری تفویض نماید. در تمامی مدل‌های فوق وظیفه مدیریت سرمایه‌گذاری و دارایی‌ها به یک نهاد مستقل دیگر واگذار شده است و مالکین تنها نقش نظارتی یا تعیین سیاست‌های کلان را بر عهده دارد، به عبارتی دیگر یک ساختار نظارتی و سیاست‌گذاری در یک‌سو و اجرایی در سوی دیگر جهت مدیریت منابع وجود دارد. در برخی موارد، مدیریت دارایی‌ها همچون صندوق نفتی نروژ به نهادهای موجود در ساختار حاکمیت (بانک مرکزی) واگذار شده است یا همچون کشورهای آذربایجان، امارات متحده عربی، قطر، آلبرتا، آلاسکا یک نهاد مستقل جدید تأسیس شده است.

یکی از موضوعات مهم در صندوق‌های ثروت ملی افزایش استقلال هیئت سیاست‌گذار و ناظر و عدم تأثیرپذیری آنها از جناح‌های سیاسی است. افزایش نقش بخش خصوصی و سایر قوای حاکمیتی، می‌تواند استقلال را افزایش و موجب تعیین رهنمون‌ها فراجناحی و در راستای چشم‌انداز سازمان شود. در صندوق‌های کویت، آلبرتا و آلاسکا بخش خصوصی نقش مؤثری در اداره و سیاست‌گذاری آنها دارند. البته در صندوق‌های آذربایجان، قطر و ابوظبی به استقلال این رکن سیاست‌گذاری تأکید شده است ولی به‌طور حتم نظام حاکمیتی و ساختار فعلی آنها نشان می‌دهد که به‌شدت تحت تأثیر حاکمیت هستند. افزایش وزن بخش خصوصی در ارکان بالادستی نقش مهمی در استقلال دارد. به‌عنوان مثال در صندوق کویت ۵ نفر از ۹ نفر و در صندوق آلبرتا نیز ۴ عضو از ۶ عضو موجود در هیئت‌مدیره از بخش غیردولتی انتخاب می‌شوند. یکی دیگر از موضوعاتی

مهم در صندوق‌های موفق، وجود گروه مشاوره قوی و تخصصی در کنار هیئت‌امنا و رکن سیاست‌گذار است. این گروه‌های مشاوره که در حال حاضر در صندوق‌های نروژ، آذربایجان و آلاسکا وجود دارند. در برخی از صندوق‌ها مثل آلاسکا از گروه‌های مختلف مشاوره‌ای بین‌المللی استفاده می‌شود.

علاوه بر استقلال بدنه نظارتی و سیاست‌گذار، مدیران اجرایی باید دارای اختیارات کامل و تصمیم‌گیری مستقل بر مبنای رهنمون‌ها و سیاست‌های مصوب باشند. هیئت‌مدیره در صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا و نروژ بر اساس یک فرآیند حرفه‌ای و روشن انتخاب که این موضوع سبب می‌شود تا مدیران اجرایی مستقل از گروه نظارتی و سیاست‌گذار باشد. در صندوق‌های آلبرتا و آلاسکا حضور تمامی افراد جامعه با حداقل صلاحیت‌های حرفه‌ای و اخلاقی تعیین شده به‌عنوان کاندید در هیئت اجرایی صندوق امکان دارد؛ اما از سوی دیگر در تعدادی از صندوق‌ها همچون قطر، ابوظبی و آذربایجان انتخاب مدیران به‌طور مستقیم از سوی بالاترین تصمیم‌گیرنده کشور انجام می‌شود. یکی از موضوعاتی که در زمینه استقلال هیئت اجرایی می‌توان به آن اشاره کرد، مستقل بودن در زمینه گزینش مدیر اجرایی (عامل) است. در صندوق‌های کویت، نروژ، قطر و آلاسکا هیئت‌مدیره در زمینه انتخاب مدیر اجرایی مختار است و وظایف و نحوه خدمات آن را نیز تعیین می‌کند. در صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا، ابوظبی و نروژ معیارهای سخت‌گیرانه‌ای برای انتخاب کارکنان وجود دارد و بالاترین استانداردهای اخلاقی و حرفه‌ای نیز ناظر بر فعالیت و عملکرد آنها در سازمان مربوطه است. در صندوق‌های ثروت مورد مطالعه آموزش افراد بر اساس برنامه‌های توسعه‌ای و رشد مداوم حرفه‌ای برنامه‌ریزی می‌شود.

وجود کمیته‌های تخصصی سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری یکی دیگر از نکات قابل توجه در ساختار حکمرانی است. در برخی موارد همچون صندوق نروژ، آلاسکا، آلبرتا و ابوظبی تعدد کمیته‌ها گسترده و متنوع است و در سایر موارد به دو تا سه کمیته محدود می‌شود. از جمله کمیته‌های تخصصی موجود می‌توان به تیم‌های سرمایه‌گذاری، ریسک، جبران خدمات، ارزش‌گذاری و حسابرسی اشاره کرد. تخصصی کردن واحدهای عملیاتی در بیشتر صندوق‌های ثروت ملی به چشم می‌خورد. به‌عنوان مثال در صندوق‌های ابوظبی، قطر، آذربایجان، نروژ و کویت واحدهای سرمایه‌گذاری به حوزه‌های مختلف و تخصصی سهام داخلی و خارجی، اوراق با درآمد ثابت، املاک و مستغلات و سرمایه‌گذاری‌های جایگزین تقسیم شده‌اند.

استقلال در تصمیمات یکی از موضوعات و مناقشات همیشگی در صندوق‌های ثروت ملی است. در برخی موارد جهت حداقل کردن تأثیرپذیری از مسائل سیاسی همچون صندوق آلاسکا یک نهاد کاملاً مستقل با ساختار دولایه مدیریتی ایجاد و تمامی تصمیمات و سیاست‌گذاری‌ها به‌طور کامل

به این نهاد واگذار شده است. رهنمون‌ها و سیاست‌های کلان از سوی مقام سیاست‌گذار یعنی مالک (در صندوق‌های نروژ، ابوظبی، قطر و کویت) یا هیئت‌امنای منتخب (در صندوق‌های آلاسکا و آذربایجان) تعیین و برای عملیاتی کردن، به مدیران (هیئت) اجرایی تفویض می‌شود. در صندوق‌های نروژ، آلبرتا، آلاسکا، قطر، ابوظبی، آذربایجان و کویت مدیران (هیئت) اجرایی استقلال کامل مالی و تصمیم‌گیری دارند. یکی دیگر از موضوعات اصلی در زمینه استقلال، مدیریت مستقل منابع از سایر منابع ارزی کشور است. در تمامی صندوق‌ها مورد بررسی، یک حساب جداگانه در بانک مرکزی برای منابع وجود دارد و بانک هیچ‌گونه دخل و تصرفی برای سایر اهداف سیاسی، مالی و ارزی ندارد. در سطح کلان‌تر صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا و نروژ هیچ ارتباطی با سایر نهادهای دولتی و حکومتی ندارند.

دستورالعمل‌های اخلاقی و حرفه‌ای که برای تمامی کارکنان با تأکید بر مدیران صندوق لازم‌الاجرا باشد، می‌تواند نقش چشم‌گیری در جلوگیری از سوء مدیریت و سوءاستفاده مدیران اجرایی داشته باشد. در حال حاضر استانداردها و اصول اخلاقی شامل سیاست‌های ضد فساد، ضد پول‌شویی، محرمانگی و افشای اطلاعات در صندوق‌های آذربایجان، آلبرتا، آلاسکا، نروژ، ابوظبی، کویت و قطر در حال اجرا است. می‌توان همچون صندوق کویت یک واحد نظارت و انطباق اخلاق حرفه‌ای را به‌عنوان یکی از زیرمجموعه‌های مستقیم مدیران اجرایی ایجاد کرد.

۲-۱-۲- مطالعه تطبیقی قوانین مرتبط با منابع و مصارف

قوانین مشخص در زمینه واریز و برداشت و به عبارتی اطمینان از ورود منابع مستمر و عدم امکان برداشت‌های بی‌مورد می‌تواند موجب برنامه‌ریزی صحیح صندوق‌ها شود. هرچند در برخی از صندوق‌ها مثل ابوظبی، قوانین برداشت و واریز مشخصی تعیین نشده اما از سوی دیگر در برخی صندوق‌ها مثل نروژ، آلبرتا، آلاسکا و قطر قوانین و فرآیند سخت‌گیرانه‌ای برای برداشت تصویب شده است. همچنین در برخی صندوق‌ها مثل نروژ، قطر و آلاسکا حتی موارد اضطراری برداشت منابع تعیین شده است و به این صورت امکان دست‌اندازی به منابع به حداقل رسیده است. در صندوق‌هایی که ساختار آنها به بخش‌های مختلف تقسیم شده است مثل کویت و آلبرتا تفکیک منابع به‌طور کامل صورت گرفته و سهم هر یک از آنها در قوانین مشخص شده است. در صندوق‌های نروژ، قطر، آلاسکا و کویت امکان برداشت از بخش بین‌نسلی وجود ندارد. در برخی از صندوق‌ها مثل نروژ، آلبرتا و آلاسکا نمی‌توان از آنها به‌عنوان بودجه ثانویه استفاده کرد ولی در برخی دیگر همچون قطر، کویت و ابوظبی قانون خاصی در این راستا وجود ندارد و منابع به‌طور کامل در اختیار دولت است.

در تعدادی از صندوق‌ها همچون آلاسکا، نروژ و آذربایجان ابتدا تمام منابع درآمدی به صندوق واریز و سپس منابع مرتبط با بودجه دولت تعیین و پرداخت می‌شود. در کشورهای نروژ، آذربایجان، کانادا و امارات متحده عربی محل منابع واریزی گسترده‌تر از فروش صرف نفت و گاز صادراتی است و درآمدهای مالیاتی مرتبط به شرکت‌های فعال در حوزه نفت و گاز و سودهای تقسیمی شرکت‌های ملی نفت و گاز را نیز شامل می‌شود. منابع موجود در صندوق‌های نروژ، ابوظبی، قطر و کویت به‌عنوان ذخایر ارزی کشور شمرده نمی‌شود و در صندوق نفتی نروژ و بخش‌های بین‌نسلی ابوظبی و کویت استفاده از منابع در داخل کشور یا به عبارتی تبدیل آن به پول ملی کاملاً منع شده است.

یکی از موضوعات اصلی در صندوق‌های ثروت ملی موفق، استقلال فعالیت آنها از سیاست‌های پولی و مالی کشور است؛ فعالیت صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا، نروژ و آذربایجان هیچ رابطه مستقیمی با چهارچوب‌های مالی و نهادهای پولی کشور ندارند و این منابع صرفاً در جهت اهداف اصلی مورد استفاده قرار می‌گیرند. یکی از نقاط همپوشانی فعالیت‌های بودجه با سیاست‌های پولی و مالی کشور، سرمایه‌گذاری‌های توسعه‌ای است. با توجه به اهداف توسعه‌ای تعریف‌شده، در صندوق‌های آذربایجان، آلبرتا و قطر، سرمایه‌گذاری‌های داخلی به‌شرط استقلال طرح‌ها از بودجه کشور، امکان‌پذیر است. به‌عنوان مثال در صندوق قطر و آذربایجان هدف اصلی پروژه‌های داخلی خروج از اقتصاد تک‌محصولی است و پروژه به‌طور کامل مشخص و گزارش‌ها و هزینه‌های پروژه‌های منتخب به‌طور جدا ارائه می‌شود. در این صندوق‌ها، منابع باید به فرصت‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری مشخص و شناخته‌شده و در راستای اهداف توسعه‌ای تخصیص یابد.

۲-۱-۳- مطالعه تطبیقی ساختار سرمایه‌گذاری

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

تمامی صندوق‌های مورد مطالعه، دارای یک فرآیند تصمیم‌گیری مصوب هستند که در آن قدم‌های اصلی در روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری تعیین شده است که شامل شناسایی، ارزیابی، اجرا و مدیریت دارایی‌ها است. البته استراتژی مدیریت صندوق می‌تواند فعال (نروژ و ابوظبی) یا غیرفعال باشد. صندوق‌های ابوظبی، نروژ، قطر و کویت برای اجرایی کردن سیاست‌های خود از واحدهای مختلف سرمایه‌گذاری استفاده و در برخی موارد برای هر یک از طبقات دارایی‌ها، واحدی مجزا ایجاد شده است. ارکان سیاست‌گذار صندوق‌های مختلف، محدودیت‌ها و شرایط ویژه سرمایه‌گذاری را علاوه بر اهداف و رویکردهای اصلی نیز تعیین کرده‌اند. به‌عنوان مثال می‌توان به تعیین کیفیت محل سرمایه‌گذاری‌ها (نروژ، آلاسکا و آلبرتا)، درجه اعتباری ابزارهای مالی (نروژ، آذربایجان، آلاسکا و آلبرتا)، محدودیت در اوراق مشتقه (کویت و ابوظبی)، ممنوعیت در شرکت‌های غیر لیست‌شده (نروژ)، ممنوعیت بر اساس اعتقادات فرهنگی و مذهبی (کویت، ابوظبی، نروژ و قطر)، محدودیت در استفاده از ابزارهای مالی (آذربایجان و آلبرتا) اشاره کرد. استراتژی‌ها و سیاست‌های سرمایه‌گذاری باید به‌طور مستمر و مداوم بهبود پیدا کند. در صندوق‌های ابوظبی، آلبرتا، آلاسکا و قطر استراتژی‌ها، سیاست‌های و فرآیندهای سرمایه‌گذاری حداقل سالی یک‌بار مورد بازنگری قرار می‌گیرند.

تمامی صندوق‌های ثروت ملی مورد مطالعه از ابزارهای مختلف مالی برای متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. صندوق‌های نروژ، ابوظبی، کویت، آذربایجان، آلبرتا و آلاسکا سبد هدف را در سطح ارزها، مناطق جغرافیایی و طبقات مختلف دارایی مشخص کرده‌اند. در صندوق‌های با اهداف چندگانه همچون آلبرتا، آذربایجان، کویت و ابوظبی مشارکت و سرمایه‌گذاری در طرح‌های بزرگ اقتصادی و توسعه‌ای وجود دارد. صندوق‌های کویت و ابوظبی در راستای اهداف توسعه‌ای اقدام به ارائه تسهیلات و سرمایه‌گذاری مستقیم در بخش‌های مختلف اقتصادی دولتی و غیردولتی می‌کنند. تعدادی از صندوق‌ها همچون نروژ و آلاسکا هیچ نوع سرمایه‌گذاری داخلی و ارائه تسهیلاتی ندارند.

یکی از معیارهای مهم در موفقیت صندوق ثروت ملی، استقلال مدیران اجرایی در تصمیمات است. در صندوق‌هایی همچون نروژ، آلبرتا، آلاسکا چهارچوب، اصول و اهداف اصلی از سوی بالاترین رکن ساختار مشخص و تصمیمات سرمایه‌گذاری به‌صورت آزادانه به مدیران یا هیئت اجرایی واگذار شده است. البته در برخی از صندوق‌ها همچون ابوظبی، کویت، قطر و آذربایجان باوجود گزینش مدیران از سوی مراجع دولتی آزادی عمل و استقلال به‌طور کامل به آنان واگذار شده است. برای افزایش استقلال، راه‌اندازی یک موجودیت حقوقی مستقل و حرفه‌ای به شکلی که از هر نوع نفوذ و ترغیب سیاسی دور باشد و عدم دخالت دولتمردان در گزینش مدیران اجرایی

ضروری است. صندوق‌های آلبرتا و آلاسکا نمونه‌های مناسبی هستند که هر دو معیار فوق را جهت فعالیت عملیاتی مستقل، به کار برده‌اند. البته صندوق نفتی نروژ در این میان به‌عنوان یک استثناء، با وجود عدم استقرار یک نهاد مستقل، به دلیل ساختار مناسب مدیریتی و حاکمیتی، دارای حداکثر استقلال تصمیم‌گیری است.

برون‌سپاری منابع در تمامی صندوق‌های مورد بررسی عملیاتی می‌شود. این امر در برخی صندوق‌ها همچون کویت، ابوظبی و قطر بسیار بیشتر از صندوق‌های نروژ، آلاسکا و آلبرتا است. در کشورهای توسعه‌یافته تنها زمانی برون‌سپاری انجام می‌گیرد که مزیت رقابتی و هزینه‌ای قابل توجهی وجود داشته باشد. در برخی از صندوق‌ها همچون ابوظبی، قطر، کویت و آذربایجان با توجه به تأثیر شگرفی که مدیران خارج سازمانی در موفقیت آنها دارند، زمان زیادی صرف انتخاب، نظارت و کنترل برون‌سپاری می‌شود. جهت برون‌سپاری منابع لازم است در قوانین و سیاست‌های مصوب، معیارها و فرآیند گزینش به تصویب بالاترین رکن سیاست‌گذاری برسد. در صندوق‌های نروژ، آذربایجان و آلاسکا حداقل الزامات لازم برای گزینش مدیران خارج سازمان همچون مدارک و مجوزهای لازم، رتبه اعتباری، حداقل تجربه کاری و میزان دارایی‌های تحت مدیریت تعیین شده است.

یکی از دغدغه‌های اصلی مالکان صندوق‌های ثروت ملی، بررسی عملکرد این نهادهای مالی است. معیارهای ارزیابی باید قابل اندازه‌گیری، تکرارپذیر و جهت مقایسه سبد سرمایه‌گذاری منصفانه باشد. صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان از نرخ‌های بازدهی معین مثل تعیین نرخ‌های ثابت (۵ درصد در بلندمدت) یا نرخ‌های لایبور برای اوراق درآمد ثابت استفاده می‌کنند. برخی از صندوق‌ها مثل آلبرتا، نروژ، آلاسکا و آذربایجان از شاخص منفعل استفاده می‌کنند. این شاخص شامل ترکیبی از ابزارهای مالی با اوزان مختص به خود است؛ عملکرد بهتر نسبت به این سنجه نشان از ایجاد ارزش‌افزوده به دلیل استراتژی‌های مناسب تخصیص منابع است. یکی دیگر از روش‌ها، مقایسه عملکرد با سبدهای مشابه و هم‌نوع است که در حال حاضر در صندوق آلبرتا و آلاسکا بکار گرفته می‌شود. همان‌طور که می‌دانیم سیاست‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها متنوع است و با توجه به اهداف و محدودیت‌ها، ترکیب سبد سرمایه‌گذاری مختص به خود را دارند. این محدودیت و گمراه‌کننده بودن معیارهای ارزیابی موجود، سبب شد تعدادی از صندوق‌ها همچون کویت، آلاسکا و آلبرتا، از طریق یک نهاد ثالث معیار و سنجه ترکیبی اختصاصی ایجاد و ارائه دهند.

تعدادی از صندوق‌های ثروت ملی معیارهای غیراقتصادی و توسعه‌ای برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز مشخص کرده‌اند. به‌عنوان مثال صندوق‌های نروژ، آلبرتا و آلاسکا عملکرد مسئولانه و رشد پایدار اقتصادی را به‌عنوان معیارهای ارزیابی سرمایه‌گذاری تعیین کرده است و به

موضوعات مرتبط با تغییرات آب و هوایی و توسعه بین‌الملل، مسائل حقوق بشر و حاکمیت شرکتی توجه می‌شود.

مدیریت ریسک در صندوق‌های ثروت ملی مورد مطالعه در حوزه‌های مختلف تجاری، بازار، اعتباری، عملیاتی و طرف معامله و سایر موارد اجرایی می‌شود. در بیشتر صندوق‌های توسعه‌یافته همچون آلبرتا، آلاسکا و نروژ بالاترین رکن سازمان وظیفه ایجاد یک ساختار و فرآیند مناسب برای مدیریت ریسک‌ها را بر عهده دارد. همچنین حداکثر ریسک مورد انتظار و قابل تحمل معمولاً از سوی رکن سیاست‌گذار و ناظر تعیین می‌شود و مدیران اجرایی ملزم به رعایت آنها هستند. به عنوان مثال میزان پذیرش ریسک در صندوق ثروت ملی قطر از سوی هیئت‌مدیره سازمان و تحت نظارت شورای عالی امور اقتصادی و سرمایه‌گذاری یا در صندوق آلبرتا اداره دارایی و خزانه‌داری، میزان ریسک قابل تحمل (هدف) هر دارایی را تعیین و اعلام می‌کند. در صندوق‌های نروژ، آلبرتا، آلاسکا، ابوظبی، آذربایجان، قطر و کویت شناخت و مدیریت ریسک، نقش اساسی در استراتژی‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد تا بدون تحمل ریسک‌های غیرمنطقی حداکثر بازدهی مورد نظر کسب شود.

در قوانین مدیریت ریسک، اصول اندازه‌گیری ریسک ارائه شده است. مدل ارزیابی و مدیریت ریسک باید همچون صندوق‌های مورد بررسی کل‌گرا باشد و در بخش ریسک‌های سرمایه‌گذاری به شکلی طراحی شود که ضمن در نظر گرفتن ریسک‌های طبقات مختلف دارایی، مدیریت کارا و مؤثر آنها را نیز انجام دهد. در صندوق‌های نروژ، قطر، آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان اندازه‌گیری به روش‌های مختلف نسبی و مطلق انجام می‌گیرد. ریسک نسبی، ریسک مورد انتظار سبد سرمایه‌گذاری بر اساس یک معیار استاندارد است. از روش‌های ارزش در معرض ریسک، تحلیل سناریو و آزمون استرس برای اندازه‌گیری ریسک (به‌ویژه ریسک بازار) در صندوق آلبرتا، آذربایجان، ابوظبی، نروژ و آلاسکا استفاده می‌شود.

ارزیابی ریسک در صندوق‌های مورد بررسی، در واحد مدیریت ریسک انجام می‌گیرد که این واحدها معمولاً به‌طور مستقیم با مدیریت اجرایی همکاری دارند تا شناخت، نظارت و کاهش ریسک‌های استراتژیک در سریع‌ترین زمان ممکن صورت بگیرد. از جمله وظایف واحد مذکور که در تمامی صندوق‌های ثروت مورد مطالعه تقریباً مشترک است به تحلیل ریسک و عملکرد سازمان، شناسایی و اطلاع‌رسانی مسائل مرتبط با ریسک، ایجاد درک از ریسک در بخش‌های مختلف صندوق و آموزش کارکنان اشاره کرد. در برخی صندوق‌ها، مثل ابوظبی کمیته مدیریت ریسک نیز، به‌عنوان یکی از کمیته‌های تخصصی، در ساختار سازمانی فعالیت دارد. یکی از وظایف اصلی آن،

اطمینان از تطابق فعالیت‌های واحد مدیریت ریسک با چهارچوب‌های کلی و مصوب ریسک در سازمان است.

۲-۱-۴- مطالعه تطبیقی نظارت، شفافیت و پاسخگویی

هرم پاسخگویی و وظیفه و مسئولیت هر یک از ارکان در بیشتر صندوق‌ها (نروژ، آلبرتا، آلاسکا، آذربایجان) تعریف شده است. در بیشتر صندوق‌های ثروت همچون نروژ، آلبرتا، آلاسکا، کویت و آذربایجان ساختاری دولایه نظارتی تعریف شده است. فرآیند پاسخگویی به‌طور کامل در صندوق‌های ثروت نروژ، آلبرتا و آلاسکا تصویب شده است؛ مدل حاکمیت شرکتی و پاسخگویی ارکان صندوق با جزئیات دقیق، در قوانینی همچون احکام مدیریت و قوانین حاکمیت شرکتی صندوق‌های فوق بیان شده است. در برخی از صندوق‌ها مثل آلبرتا، آذربایجان، آلاسکا و نروژ حیطة پاسخگویی بسیار گسترده است. در این صندوق‌ها، مدیران حداقل سالی یک‌بار به مردم گزارش ارائه می‌دهند. از سوی دیگر پاسخگویی در صندوق‌های ابوظبی و قطر، فقط محدود به دولت (مالک) است. صندوق کویت به مجلس به‌عنوان نمایندگان مردم نیز پاسخگو است ولی وظیفه‌ای مبنی بر پاسخگویی در مقابل مردم ندارد. برای بهبود نظارت لازم است همچون صندوق‌های آلبرتا و آلاسکا، نهاد ناظر ترکیبی از جناح‌های مختلف سیاسی و مردمی باشد تا بررسی عملکرد به دور از هر نوع سوگیری انجام شود. در قوانین صندوق‌های ثروت مورد مطالعه، الزامات لازم برای گزارش‌دهی به ارکان و نهادها مشخص شده است. گزارش‌های عمومی منتشر شده باید شامل اطلاعات درست و کامل و دارای حداکثر شفافیت باشد.

مانند آنچه در صندوق‌های نروژ، آلبرتا، آلاسکا، آذربایجان، ابوظبی، قطر و کویت اجرایی می‌شود، علاوه بر قوانین ملی گزارش‌دهی بر اساس استانداردهای مالی بین‌المللی نیز انجام می‌شود. حتی در صندوق‌هایی با شفافیت پایین در داخل کشور (ابوظبی، قطر و کویت) صورت‌های مالی بر اساس استانداردهای بین‌المللی گزارش‌دهی مالی، تهیه می‌شود. هدف استفاده از استانداردهای مالی و بین‌المللی گزارش‌گری مالی، ایجاد بستر لازم برای تصمیم‌گیری منطقی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر تصمیم‌گیران مالی، امکان تصمیم‌گیری بلندمدت و بهبود عملکرد تجاری است. در برخی صندوق‌های توسعه‌یافته مثل آلاسکا الزام تهیه گزارش‌های عمومی سالیانه قابل فهم برای عموم مردم، نیز وجود دارد. در کشورهای توسعه‌یافته همچون نروژ، ایالات متحده، کانادا و آذربایجان علاوه بر صورت‌های مالی سایر اطلاعات همچون اندازه صندوق، میزان واریز و برداشت منابع و جزئیات مرتبط با تخصیص دارایی‌ها برای عموم مردم منتشر می‌شود.

در صورت حضور فعال در بازارهای خارج کشور، فعالیت صندوق‌ها باید منطبق بر استانداردهای بین‌المللی باشد و در این زمینه مدیریت اجرایی همانند مدیران صندوق‌های نروژ، آلبرتا و آلاسکا وظیفه دارند آخرین روش‌های و فرایندهای بین‌المللی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی را به کار ببرند. از جمله اصولی مورد پذیرش، می‌توان به اصول و پیمان‌های پذیرفته‌شده سازمان ملل، رهنمودهای مرتبط با سازمان همکاری و توسعه اقتصادی برای نهادهای چندملیتی، اصول پذیرفته‌شده سازمان ملل برای تجارت و حقوق بشر و اصول حاکمیت شرکتی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی اشاره کرد. صندوق‌های ثروت ملی جهت افزایش کارایی و شفافیت، رعایت قوانین ضد پول‌شویی، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری، قوانین ارزی، قوانین مالیاتی، مقررات ارزهای خارجی، قوانین ضد انحصار، مقررات مرتبط با فعالیت‌ها و مشارکت‌های سیاسی و قوانین مرتبط با تحریم‌های بین‌المللی در دستور کار دارند. در برخی از صندوق‌ها همچون آذربایجان، قطر، ابوظبی و کویت سیاست‌های سخت‌گیرانه‌ای در زمینه اجرای آنها با هدف افزایش اطمینان به این نهادهای مالی وجود دارد. علاوه بر موارد فوق صندوق‌های ثروت برای تطابق بیشتر با قوانین بین‌الملل، بهبود و توسعه سرمایه‌گذاری مسئولانه و حضور در بازار جهانی، در سازمان‌های چندملیتی و بین‌المللی همچون بانک جهانی، صندوق بین‌المللی پول، صندوق‌های منطقه‌ای توسعه اقتصادی و اجتماعی، شبکه بین‌المللی حاکمیت شرکتی و سازمان سرمایه‌گذاری مسئولانه سازمان ملل مشارکت دارند.

صندوق‌های ثروت ملی برای حضور در کشورهای دیگر، باید از قوانین داخلی کشور هدف و سرمایه‌پذیر پیروی کنند. در صندوق‌های ثروت مورد مطالعه واحدهای تطابق و کنترل حقوقی، عهده‌دار نظارت و اطمینان از اجرا و اطلاق قوانین و الزامات افشای اطلاعاتی هستند. تطابق با قوانین کشورهای سرمایه‌پذیر و مقررات قابل اجرا از طریق این واحد بررسی می‌شود. یکی از وظایف اصلی این واحدها در صندوق‌های آلاسکا، آلبرتا و نروژ آموزش اولیه مدیران در زمینه الزامات افشای اطلاعاتی معاملات سرمایه‌گذاری و تطابق با قوانین خارج از کشور است.

حسابرسی عملکرد، یکی از ضروریات اصلی در صندوق‌های ثروت ملی است که این موضوع در تمامی نهادهای مورد مطالعه انجام می‌گیرد. نحوه انتخاب و تعداد حسابرسان مستقل خارجی در صندوق‌های مختلف، متفاوت است. به عنوان مثال حسابرس مستقل در صندوق نروژ از سوی کمیته نظارت بانک مرکزی نروژ، در ابوظبی از سوی کمیته حسابرسی، در کویت به پیشنهاد وزارت اقتصاد و انتخاب هیئت‌مدیره مؤسسه یا در آلاسکا از سوی هیئت‌امنا تعیین می‌گردد، در صندوق آلبرتا نیز حسابرسی عمومی ایالت این وظیفه را بر عهده دارد. تعداد حسابرسان انتخابی در صندوق‌های ابوظبی و کویت ۲ مؤسسه است. در کویت، حسابرسان منتخب حتماً باید از بین ۴ مؤسسه حسابرسی برتر دنیا انتخاب شوند.

یکی از مهم‌ترین واحدهای فعال در تمامی صندوق‌های ثروت ملی مورد مطالعه، حسابرسی داخلی است. حسابرسان داخلی به دنبال حمایت از تمامی ذینفعان و تطابق کنترل‌های داخلی با موضوعات پیش‌بینی‌شده، هستند. در صندوق قطر، واحد حسابرسی به بخش‌های مختلف تقسیم‌شده است و زیرمجموعه‌های این واحد از بخش‌های حسابرسی سرمایه‌گذاری، حسابرسی شرکت‌های زیرمجموعه و همکاران، حسابرسی مالی و عملیاتی و حسابرسی فن‌آوری اطلاعات تشکیل شده است. در صندوق‌های آلاسکا، ابوظبی و کویت علاوه بر واحد حسابرسی داخلی، کمیته حسابرسی با حضور اعضای هیئت‌مدیره در ساختار صندوق‌ها تعریف شده است که معمولاً به صورت مستقل، مسئولیت تطابق فعالیت‌های صندوق با قوانین، مقررات و سیاست‌های مصوب و اطمینان از کارایی سیستم‌های کنترل داخلی و فرآیند حسابرسی داخلی بر عهده آنها گماشته شده است.

در صندوق‌هایی با درجه شفافیت بالا از جمله نروژ، آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان گزارش‌های مالی ارائه شده به ارکان مختلف و مردم شامل وضعیت تمامی دارایی‌ها و بدهی‌ها در سبد سرمایه‌گذاری بر اساس استانداردهای گزارش‌دهی مالی بین‌الملل است. موضوعات قابل انتشار در گزارش‌ها شامل ساختار سرمایه‌گذاری‌ها، درآمدهای سرمایه‌گذاری، منابع مالی ورودی و خروجی، هزینه‌های مرتبط با صندوق، خلاصه عملیات مالی، بازدهی کوتاه‌مدت تا بلندمدت سبد سرمایه‌گذاری، شاخص‌ها و معیارهای اندازه‌گیری شده، صورت‌های مالی حسابرسی شده و عملکرد مدیران خارج سازمانی است؛ و بسته به میزان شفافیت این لیست می‌تواند گسترده‌تر یا محدودتر باشد. گزارش‌ها معمولاً به صورت ماهیانه، فصلی و سالیانه ارائه می‌گردد و اطلاعات سالیانه بسیار مفصل‌تر است. در نهادهای مورد مطالعه معمولاً محدودیت زمانی برای افشای گزارش‌های مختلف وجود دارد؛ به عنوان مثال در آلبرتا صورت‌های مالی حسابرسی شده حداکثر ۳ ماه پس از پایان سال مالی (۳۱ ام مارس) از سوی حسابرس عمومی به کمیته دائمی مجلس یا گزارش‌های فصلی حداکثر تا پایان ۳۱ آگوست، ۳۰ نوامبر و ۲۸ فوریه هر سال به وزارت اقتصاد باید ارائه شود.

در میان صندوق‌های مورد مطالعه، کشورهای نروژ، کانادا، ایالات متحده آمریکا و آذربایجان بیشترین افشای اطلاعات عمومی را دارند و بر اساس قوانین، انتشار اطلاعات تا زمانی که منتج به شناسایی افراد، نهادها، موضوعات و گزارش‌های ویژه نشود، امکان‌پذیر است. در صندوق‌های فوق‌الذکر وضعیت این نهادهای مالی از طریق رسانه‌ها عمومی برای مردم منتشر می‌شود. در صندوق آلاسکا صورت‌های مالی باید در چهار روزنامه کثیرالانتشار و کتابچه انتخاباتی دوسالانه، در دسترس عموم قرار بگیرد یا گزارش و صورت‌های مالی حسابرسی شده صندوق آلبرتا در یک مجمع سالیانه، به عموم شهروندان ارائه و در سایت وزارت دارایی و خزانه‌داری قابل دسترس است. از سوی دیگر صندوق ابوظبی، خلاصه وضعیت سالانه شامل استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، سیاست ترکیب

دارایی‌ها، تخصیص دارایی‌ها بر اساس مدیران داخلی و خارجی، فرآیند گزینش مدیران خارج سازمانی و اشخاص ثالث برای عموم منتشر می‌کند یا افشای اطلاعات صندوق‌های قطر و کویت محدود به نهادها و ارکان قانونی است و هیچ گزارشی از عملکرد، ترکیب دارایی‌ها و وضعیت سرمایه‌گذاری‌ها به عموم مردم ارائه نمی‌شود.

پس از استخراج پیشنهادهای در مطالعه تطبیقی و در نظر گرفتن وضعیت کشور و صندوق توسعه ملی، راه‌کارها از طریق مصاحبه، با خبرگان و کارشناسان در میان گذاشته شد و پس از دریافت نظرات آنها اصلاحات لازم در مورد الگو و راه‌کارها صورت پذیرفت. در جدول زیر، راه‌کارهای حاصل از نتایج مطالعه تطبیقی، راه‌کارهای دریافتی از نظر خبرگان و پیشنهادهای نهایی و اصلاح‌شده ارائه شده است. علاوه بر این موارد در این جدول، کشورهای رعایت‌کننده راه‌کارهای پیشنهادی نیز تعیین شده است.

جدول ۵- راه‌کارهای پیشنهادی حاصل از مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان

چهار چوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی										
صندوق‌های استفاده‌کننده از راهکار پیشنهادی							راه‌کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی		
آلاسکا	قطر	آبرتا	آذربایجان	کویت	پونزی	ترنج				
							راه‌کار نهایی	بعد از دریافت نظر خبرگان		
*		*		*	*		ثبت به‌عنوان یک‌نهاد مالی در قانون اساسی که تغییر مفاد آن از طریق آرای عمومی امکان‌پذیر باشد	ثبت به‌عنوان یک‌نهاد مالی در قانون اساسی که تغییر مفاد آن از طریق آرای عمومی امکان‌پذیر باشد	ثبت به‌عنوان یک‌نهاد مالی در قانون اساسی که تغییر مفاد آن از طریق آرای عمومی امکان‌پذیر باشد	اساسنامه صندوق به‌عنوان ماده ۱۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور
*		*	*			*	قوانین مرتبط با واریز و برداشت با در نظر گرفتن تمامی شرایط مصوب شود و غیرقابل تغییر باشد.	قوانین مرتبط با واریز و برداشت با در نظر گرفتن تمامی شرایط مصوب شود و غیرقابل تغییر باشد.	قوانین مرتبط با واریز و برداشت با در نظر گرفتن تمامی شرایط مصوب شود و غیرقابل تغییر باشد.	امکان تغییر قوانین منابع و مصارف در صورت نیاز یا با احکام حکومتی
	*	*		*			تعیین اهداف چندگانه صندوق از جمله اهداف بین نسلی، توسعه‌ای و تثبیت‌کننده و تفکیک منابع هر یک از آنها	تعیین اهداف چندگانه صندوق از جمله اهداف بین نسلی، توسعه‌ای و تثبیت‌کننده و تفکیک منابع هر یک از آنها	تعیین اهداف چندگانه برای صندوق از جمله اهداف بین نسلی، توسعه‌ای و تفکیک منابع هر یک از آنها	عدم تفکیک منابع صندوق برای اهداف چندگانه

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

ادامه جدول ۵- راه کارهای پیشنهادی حاصل از مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان

چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی										
صندوق های استفاده کننده از راهکار پیشنهادی							وضعیت فعلی	راه کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	بعد از دریافت نظر خبرگان	راه کار نهایی
آلاسکا	قطر	آبرتا	آذربایجان	کویت	ایرانه	ترنج				
*	*	*	*	*	*	*	عدم وجود واحدهای سازمانی مناسب برای حضور در بازارهای بین المللی و فعالیت های کارشناسی	بازتعریف یا ایجاد واحدها و کمیته ها و تعیین نقش دقیق هر یک از آنها از جمله واحدهای سرمایه گذاری، حقوق بین الملل و ایجاد یک سازوکار مشخص برای استخدام افراد حرفه ای و امکان همکاری با افراد خارج از کشور. افراد به طور مداوم تحت آموزش قرار بگیرند.	بازتعریف یا ایجاد واحدها و کمیته ها و تعیین نقش دقیق هر یک از آنها از جمله واحدهای سرمایه گذاری، حقوق بین الملل و ایجاد یک سازوکار مشخص برای استخدام افراد حرفه ای و امکان آموزش مداوم افراد فراهم شود.	بازتعریف یا ایجاد واحدها و کمیته ها و تعیین نقش دقیق هر یک از آنها از جمله واحدهای سرمایه گذاری، حقوق بین الملل و ایجاد یک سازوکار مشخص برای استخدام افراد حرفه ای و امکان همکاری با افراد خارج از کشور. افراد به طور مداوم تحت آموزش قرار بگیرند.
*	*	*	*	*	*	*	قرار گرفتن دبیرخانه هیئت امنای ذیل سازمان برنامه بودجه کشور	تعیین وزارت اقتصاد به عنوان نماینده دولت در اداره و مدیریت منابع و داشتن نقش نظارتی وزارتخانه در صندوق	مهم استقلال صندوق از دولت است. فعالیت صندوق ذیل وزارتخانه یا نهاد خاص نباید تأثیر در استقلال صندوق داشته باشد.	صندوق به عنوان یک نهاد کاملاً مستقل از دولت تعریف شود و وزارت اقتصاد به عنوان نماینده دولت در امور صندوق باشد. استقلال کامل به مدیران صندوق اعطا شود.
*	*	*	*	*	*	*	عدم استقلال صندوق از دولت	عدم دخالت دولت در مدیریت صندوق	عدم دخالت دولت در مدیریت صندوق حتی در زمینه گزینش مدیران	عدم دخالت دولت در مدیریت صندوق حتی در زمینه گزینش مدیران
*	*	*	*	*	*	*	عدم وجود دستورالعمل های رفتاری و استانداردهای اخلاقی	تعیین و تصویب دستورالعمل های رفتاری و استانداردهای اخلاقی از سوی هیئت امنای	تعیین و تصویب دستورالعمل های رفتاری و استانداردهای اخلاقی از سوی هیئت امنای	تعیین و تصویب دستورالعمل های رفتاری و استانداردهای اخلاقی از سوی هیئت امنای

چهار چوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی									
صندوق‌های استفاده‌کننده از راهکار پیشنهادی						راه کار نهایی	بعد از دریافت نظر خبرگان	راه کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی
آلاسکا	قطر	آبرتا	آدریاچان	کویت	ابوظبی				
*		*				افزایش قدرت بخش خصوصی (به همراه حق رأی) و سایر قوای حاکمیتی در هیئت‌امنا و سهم کمتر از ۵۰ درصدی دولت در هیئت‌امنا. یک گروه حرفه‌ای برای مشاوره در ساختار صندوق در نظر گرفته شود.	کم‌رنگ شدن نقش دولت در هیئت‌امنا و افزایش قدرت بخش خصوصی (به همراه حق رأی). یک گروه حرفه‌ای برای مشاوره در ساختار صندوق در نظر گرفته شود.	افزایش قدرت بخش خصوصی و سایر قوای حاکمیتی در هیئت‌امنا و سهم کمتر از ۵۰ درصدی دولت در هیئت‌امنا. یک گروه حرفه‌ای برای مشاوره در ساختار صندوق در نظر گرفته شود.	نقش حداکثری دولت در هیئت‌امنا
*		*			*	عدم دخالت دولت در انتخاب مدیران صندوق و توجه به سوابق و تجارب آنان، اعطای استقلال کامل به مدیران اجرایی حتی در انتخاب رئیس هیئت عامل	عدم دخالت دولت در انتخاب مدیران صندوق و توجه به سوابق و تجارب آنان، اعطای استقلال کامل به مدیران اجرایی حتی در انتخاب رئیس هیئت عامل	ایجاد یک فرآیند گزینش و انتصاب برای انتخاب مدیران و تفویض اختیار کامل فعالیت‌های صندوق به آنان	نقش دولت در انتخاب مدیران صندوق

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

ادامه جدول ۵- راه کارهای پیشنهادی حاصل از مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان

قوانین منابع و مصارف										
صندوق های استفاده کننده از راهکار پیشنهادی							راه کار نهایی	بعد از دریافت نظر خبرگان	راه کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی
آلاسکا	قطر	آبرتا	آذربایجان	کویت	ایرانه	ترنج				
*		*			*	*	اختصاص سهم ثابت بودجه دولت از محل واریز کل درآمد نفت و گاز به صندوق، سهم صندوق از سایر انفال و همچنین درآمدهای نفت و گاز در شرکت های خصوصی و صنایع مرتبط. منابع هر یک از بخش های صندوق کاملاً تفکیک شود.	اختصاص سهم ثابت بودجه دولت از محل واریز کل درآمد نفت و گاز به صندوق، سهم صندوق از سایر انفال و همچنین درآمدهای نفت و گاز در شرکت های خصوصی و صنایع مرتبط. منابع هر یک از بخش های صندوق کاملاً تفکیک شود.	انتقال تمامی منابع نفت و گاز به صندوق و تعیین سهم بودجه از این محل، توجه به سایر درآمدهای نفت و گاز در کشور و شرکت های خصوصی و توجه به ارزش نسبی دلارهای نفتی. منابع هر یک از بخش های صندوق کاملاً تفکیک شود.	سهم ثابت صندوق از درآمدهای نفتی و محدود به نفت و گاز
*		*	*			*	با توجه به تعریف بخش ثبات کننده در صندوق (حساب ذخیره ارزی) از محل این بخش کسری بودجه تأمین شود و اصل منابع (صندوق بین نسلی و توسعه ای) به هیچ عنوان قابل دسترس نباشد.	برداشت از صندوق بین نسلی غیرممکن باشد. حساب ذخیره ارزی به عنوان یکی از زیرمجموعه های صندوق فعالیت کند و ارتباط بودجه و صندوق با این بخش باشد. در صورت امکان تنها برداشت از سود تعریف شود.	برداشت از اصل منابع به ویژه در بخش بین نسلی غیرممکن باشد. تنها از محل سودهای این صندوق امکان برداشت وجود داشته باشد.	برداشت اصل منابع صندوق
*		*	*			*	استفاده از اصل منابع صندوق جهت کسری بودجه وجود نداشته باشد و از صندوق ثبات ساز به عنوان بخش تثبیتی بودجه استفاده شود. صندوق توسعه ای نیز	استفاده از اصل منابع صندوق جهت کسری بودجه وجود نداشته باشد و از صندوق ثبات ساز به عنوان بخش تثبیتی بودجه استفاده شود. صندوق توسعه ای نیز	هیچ ارتباطی بین صندوق و بودجه سالیانه جهت کسری نباشد مگر از محل سود حاصل از منابع صندوق	استفاده به عنوان بودجه ثانویه

قوانین منابع و مصارف									
صندوق‌های استفاده‌کننده از راهکار پیشنهادی						راه‌کار نهایی	بعد از دریافت نظر خبرگان	راه‌کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی
آلاسکا	قطر	آبِرتا	آدریاچان	کویت	ابوظهبی				
							پروژه‌های ملی و توسعه‌ای خارج از بودجه را تأمین مالی کند.	پروژه‌های ملی و توسعه‌ای خارج از بودجه را تأمین مالی کند.	
*	*	*			*	*	مدیریت منابع باید به‌طور کامل در اختیار مدیران صندوق باشد و از این منابع در سیاست‌های پولی و ارزی کشور استفاده نشود و منابع صندوق نباید به ریال تبدیل شود.	مدیریت منابع باید به‌طور کامل در اختیار مدیران صندوق باشد و از این منابع در سیاست‌های پولی و ارزی کشور استفاده نشود و منابع صندوق نباید به ریال تبدیل شود.	عدم استقلال منابع صندوق از سایر منابع ارزی
	*	*	*	*			بخش توسعه‌ای مستقل و برای پروژه‌های ملی و بر اساس صنایع هدف کشور و ایجاد زیرساخت‌های مهم، مورد استفاده قرار بگیرد. در صورت امکان این فعالیت از طریق بانک توسعه‌ای تحت نظر صندوق فعالیت کند.	بخش توسعه‌ای مستقل و برای پروژه‌های ملی و بر اساس صنایع هدف کشور و ایجاد زیرساخت‌های مهم، مورد استفاده قرار بگیرد. در صورت امکان این فعالیت از طریق بانک توسعه‌ای تحت نظر صندوق فعالیت کند.	کارا نبودن سرمایه‌گذاری‌های بخش توسعه‌ای صندوق

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

ادامه جدول ۵- راه کارهای پیشنهادی حاصل از مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان

سرمایه گذاری										
صندوق های استفاده کننده از راهکار پیشنهادی							راه کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی		
آلاسکا	قطر	آبرتا	آذربایجان	کویت	ایرانه	ترکز				
*	*	*	*	*	*	*	تعریف فرآیند سرمایه گذاری و استقلال کامل تصمیم گیری ها از دولت. جهت بهبود سیستم سرمایه گذاری واحدهای مرتبط باز تعریف و در صورت نیاز ایجاد شوند.	تعریف فرآیند سرمایه گذاری و استقلال کامل تصمیم گیری ها از دولت. جهت بهبود سیستم سرمایه گذاری واحدهای مرتبط باز تعریف و در صورت نیاز ایجاد شوند.	تعریف فرآیند سرمایه گذاری و استقلال کامل تصمیم گیری ها از دولت. جهت بهبود سیستم سرمایه گذاری واحدهای مرتبط باز تعریف و در صورت نیاز ایجاد شوند.	نامشخص بودن فرآیند تصمیم گیری برای سرمایه گذاری
*	*	*	*	*	*	*	معیارهای اقتصادی و غیراقتصادی برای هر یک از سه بخش صندوق باز تعریف شود. صندوق بین نسلی یک صندوق کاملاً اقتصادی است و در بخش توسعه ای به معیارهای غیراقتصادی از جمله توسعه اقتصادی کشور طبق صنایع هدف طبق برنامه ریزی هسته ای (Core Planing) و توسعه اجتماعی مثل گسترش آموزش توجه خواهد شد. محدودیت های سیاسی و فرهنگی در سرمایه گذاری ها تعیین شود.	معیارهای اقتصادی و غیراقتصادی برای هر یک از سه بخش صندوق باز تعریف شود. صندوق بین نسلی یک صندوق کاملاً اقتصادی است و در بخش توسعه ای به معیارهای غیراقتصادی از جمله توسعه اقتصادی کشور طبق صنایع هدف طبق برنامه ریزی هسته ای (Core Planing) و توسعه اجتماعی مثل گسترش آموزش توجه خواهد شد. محدودیت های سیاسی و فرهنگی در سرمایه گذاری ها تعیین شود.	جهت گزینش صندوق در بخش های مختلف معیارهای مالی و اقتصادی و همچنین جهت سرمایه گذاری مسئولانه محدودیت های غیراقتصادی تعیین شود. برای بخش توسعه ای معیارهای مرتبط تعریف شود. علاوه بر این محدودیت های سیاسی و فرهنگی در سرمایه گذاری ها تعیین شود.	عدم تعریف معیارهای اقتصادی و غیراقتصادی برای بخش های مختلف صندوق
*	*	*	*	*	*	*	تعیین دوره های زمانی	تعیین دوره های زمانی	تعیین دوره های زمانی	عدم بازنگری در

سرمایه‌گذاری										
سندوق‌های استفاده‌کننده از راهکار پیشنهادی							راه‌کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی		
آلاسکا	قطر	آلبرتا	آدریاچان	کویت	ابوظهبی	نروژ				
راه‌کار نهایی							بعد از دریافت نظر خبرگان	راه‌کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی		
							مشخص برای بازنگری در سیاست‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری	مشخص برای بازنگری در سیاست‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری	سیاست‌ها و استراتژی‌های صندوق	
	*		*	*	*	*	عدم سرمایه‌گذاری داخلی منابع بخش‌های بین‌نسلی و ثبات ساز مگر در زمان یکسان بودن گزینه‌ها از هر لحاظ، ایجاد بانک توسعه‌ای و پرداخت تسهیلات از محل این بانک برای طرح‌های توسعه‌ای، استفاده از مدل‌های مختلف مشارکت در بخش توسعه‌ای. فقط به پروژه‌های ملی و مقیاس بزرگ توجه شود.	عدم سرمایه‌گذاری داخلی منابع بخش‌های بین‌نسلی و ثبات ساز مگر در زمان یکسان بودن گزینه‌ها از هر لحاظ، ایجاد بانک توسعه‌ای و پرداخت تسهیلات از محل این بانک برای طرح‌های توسعه‌ای، استفاده از مدل‌های مختلف مشارکت در بخش توسعه‌ای. فقط به پروژه‌های ملی و مقیاس بزرگ توجه شود.	عدم پرداخت وام از محل صندوق بین‌نسلی. سرمایه‌گذاری خارجی این منابع، استفاده از مدل‌های مختلف مشارکت و اعطای وام به سرمایه‌گذاران خارجی در صندوق توسعه‌ای، انتخاب سرمایه‌گذاری داخلی تنها در صورت یکسان بودن دو گزینه داخلی و خارجی	عدم استفاده از مدل‌های مختلف سرمایه‌گذاری
	*	*	*	*	*	*	استفاده از ابزارهای مالی مختلف همچون سهام، اوراق بدهی، ارزهای مختلف خارجی و همچنین املاک و مستغلات برای بخش‌های مختلف صندوق	استفاده از ابزارهای مالی مختلف همچون سهام، اوراق بدهی، ارزهای مختلف خارجی و همچنین املاک و مستغلات برای بخش‌های مختلف صندوق	استفاده از ابزارهای مالی مختلف همچون سهام، اوراق بدهی، ارزهای مختلف خارجی و همچنین املاک و مستغلات برای بخش‌های مختلف صندوق	عدم استفاده از ابزارهای مالی در سطح بین‌الملل
	*	*				*	با توجه به فعالیت‌های مختلف صندوق به‌ویژه در بخش بین‌نسلی کارکردهای مختلف ابزارهای مالی	با توجه به فعالیت‌های مختلف صندوق به‌ویژه در بخش بین‌نسلی کارکردهای مختلف ابزارهای مالی	با توجه به فعالیت‌های مختلف صندوق به‌ویژه در بخش بین‌نسلی کارکردهای مختلف ابزارهای مالی	عدم تعیین کارکردهای مختلف سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری										
صندوق‌های استفاده‌کننده از راهکار							وضعیت فعلی			
پیشنهادی										
آلاسکا	فلپین	آلبرتا	آذربایجان	چین	ایالات متحده	زرو	راه‌کار نهایی			
							بعد از دریافت نظر خبرگان	راه‌کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی		
							شناسایی و با توجه به اهداف از آنها استفاده شود.	شناسایی و با توجه به اهداف از آنها استفاده شود.	شناسایی و با توجه به اهداف از آنها استفاده شود.	وضعیت فعلی
*	*	*	*	*	*	*	تعریف معیارهای اقتصادی از جمله ایجاد سنجه‌های اختصاصی، بازدهی معین برای دوره‌های کوتاه‌مدت تا بلندمدت و شاخص‌های منفعل برای بخش بین نسلی صندوق، ایجاد ساختار لازم برای ارزیابی اثرات توسعه‌ای و استفاده از شاخص‌های موجود همچون شاخص رفاه لگاتوم و ایجاد سیستم‌های ارزیابی اثرات توسعه‌ای پروژه‌ها (DOTS-Systems Tracking Output در Development) بخش توسعه‌ای	تعریف معیارهای اقتصادی از جمله ایجاد سنجه‌های اختصاصی، بازدهی معین برای دوره‌های کوتاه‌مدت تا بلندمدت و شاخص‌های منفعل برای بخش بین نسلی صندوق، ایجاد ساختار لازم برای ارزیابی اثرات توسعه‌ای و استفاده از شاخص‌های موجود همچون شاخص رفاه لگاتوم و ایجاد سیستم‌های ارزیابی اثرات توسعه‌ای پروژه‌ها (DOTS-Systems Tracking Output در Development) بخش توسعه‌ای	استفاده از معیارهای مختلف اقتصادی و غیراقتصادی برای ارزیابی بخش مختلف صندوق. در بخش اقتصادی لازم است از معیارهایی شامل سنجه تعریف شده از سوی نهاد مالی مستقل، اهداف بازدهی معین و شاخص‌های منفعل و از طرفی مقایسه با صندوق‌های مشابه استفاده شود. در بخش غیراقتصادی و توسعه‌ای از معیارهای مرتبط همچون بهبود فضای کسب‌وکار و ایجاد اشتغال استفاده شود.	ارزیابی نکردن عملکرد سرمایه‌گذاری‌ها
*	*	*	*	*	*	*	سازوکار برون‌سپاری بخشی از منابع با توجه به محدودیت‌های داخلی و همچنین استفاده حداکثری از پتانسیل‌های بین‌المللی در صندوق ایجاد شود. در این	سازوکار برون‌سپاری بخشی از منابع با توجه به محدودیت‌های داخلی و همچنین استفاده حداکثری از پتانسیل‌های بین‌المللی در صندوق ایجاد شود. در این	سازوکار برون‌سپاری بخشی از منابع با توجه به محدودیت‌های داخلی و همچنین استفاده حداکثری از پتانسیل‌های بین‌المللی در صندوق ایجاد شود. در این	عدم استفاده از مدیران سرمایه‌گذاری و مشاوران خارج سازمانی

سرمایه‌گذاری										
صندوق‌های استفاده‌کننده از راهکار پیشنهادی							راه‌کار نهایی	بعد از دریافت نظر خبرگان	راه‌کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی
آلاسکا	قطر	آبرتا	آذربایجان	کویت	ابوظبی	نروژ				
							زمینه واحد نظارتی و گزینش مجزا ایجاد شود. تغییر تفکر در این زمینه به‌عنوان یک نهاد بین‌المللی برای استخدام افراد خبره و حرفه‌ای نهادینه شود.	زمینه واحد نظارتی و گزینش مجزا ایجاد شود. تغییر تفکر در این زمینه به‌عنوان یک نهاد بین‌المللی برای استخدام افراد خبره و حرفه‌ای نهادینه شود.	زمینه واحد نظارتی و گزینش مجزا ایجاد شود.	
*	*	*	*	*	*	*	مدیریت انواع ریسک شامل سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری و معیارهای نسبی و مطلق مرتبط. ایجاد واحد مجزا با تعریف مشخص وظایف و مسئولیت‌ها	مدیریت انواع ریسک شامل سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری و معیارهای نسبی و مطلق مرتبط. ایجاد واحد مجزا با تعریف مشخص وظایف و مسئولیت‌ها	مدیریت انواع ریسک شامل سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری و معیارهای نسبی و مطلق مرتبط. ایجاد واحد مجزا با تعریف مشخص وظایف و مسئولیت‌ها	نبود سازوکار مدیریت ریسک

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

ادامه جدول ۵- راه‌کارهای پیشنهادی حاصل از مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان

نظارت مستقل، پاسخگویی و شفافیت										
صندوق‌های استفاده‌کننده از راهکار پیشنهادی							راه‌کار نهایی	بعد از دریافت نظر خبرگان	راه‌کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی	وضعیت فعلی
آلاسکا	قطر	آبرتا	آذربایجان	کویت	ابوظبی	نروژ				
*	*	*	*	*	*	*	با تعریف وظایف و مسئولیت‌ها واحدها و ارکان با تمرکز بر هرم پاسخگویی و پاسخ‌خواهی.	با تعریف وظایف و مسئولیت‌ها واحدها و ارکان با تمرکز بر هرم پاسخگویی و پاسخ‌خواهی.	با تعریف وظایف و مسئولیت‌ها واحدها و ارکان با تمرکز بر هرم پاسخگویی و پاسخ‌خواهی.	عدم افشای وظایف و مسئولیت ارکان درون سازمانی
*	*	*	*	*	*	*	حسابداری بر اساس استانداردهای ملی و	حسابداری بر اساس استانداردهای ملی و	حسابداری بر اساس استانداردهای ملی و	نحوه نامناسب حسابداری

نظارت مستقل، پاسخگویی و شفافیت									
صندوق های استفاده کننده از راهکار							وضعیت فعلی		
پیشنهادی									
آلاسکا	قطر	آبرتا	آذربایجان	چین	تایوان	زروژ	راه کار نهایی	بعد از دریافت نظر خبرگان	راه کار استخراج شده از مطالعه تطبیقی
*	*	*	*	*	*	*	بین المللی	بین المللی	بین المللی
							ایجاد واحد حقوق بین الملل جهت شناخت قوانین و مقررات کشورهای سرمایه پذیر، انطباق و پایبندی کامل به اصول بین المللی و آموزش کارکنان و مدیران	ایجاد واحد حقوق بین الملل جهت شناخت قوانین و مقررات کشورهای سرمایه پذیر، انطباق و پایبندی کامل به اصول بین المللی و آموزش کارکنان و مدیران	ایجاد واحد حقوق بین الملل جهت شناخت قوانین و مقررات کشورهای سرمایه پذیر، انطباق و پایبندی کامل به اصول بین المللی و آموزش کارکنان و مدیران
*	*	*	*	*	*	*	رعایت استانداردها و قوانین بین الملل و عضویت در نهادهای نظارتی بین المللی	رعایت استانداردها و قوانین بین الملل و عضویت در نهادهای نظارتی بین المللی	رعایت استانداردها و قوانین بین الملل و عضویت در نهادهای نظارتی بین المللی
*	*	*	*	*	*	*	انتخاب حداقل یک مؤسسه حسابرسی بین المللی برای حسابرسی و افشای آن برای عموم	انتخاب حداقل یک مؤسسه حسابرسی بین المللی برای حسابرسی و افشای آن برای عموم	انتخاب حداقل یک مؤسسه حسابرسی بین المللی برای حسابرسی و افشای آن برای عموم
*		*	*			*	ارائه اطلاعات و داده های قابل افشا به نهادها، ارکان و عموم مردم در بازه های زمانی مشخص و در سه زمینه حاکمیت شرکتی، سرمایه گذاری و نظارت. استفاده از ابزارهای اطلاع رسانی مختلف برای فرهنگ سازی و آشنایی مردم با صندوق و کارکردهای آن	ارائه اطلاعات و داده های قابل افشا به نهادها، ارکان و عموم مردم در بازه های زمانی مشخص و در سه زمینه حاکمیت شرکتی، سرمایه گذاری و نظارت. استفاده از ابزارهای اطلاع رسانی مختلف برای فرهنگ سازی و آشنایی مردم با صندوق و کارکردهای آن	ارائه اطلاعات و داده های قابل افشا به نهادها، ارکان و عموم مردم در بازه های زمانی مشخص و در سه زمینه حاکمیت شرکتی، سرمایه گذاری و نظارت. استفاده از ابزارهای اطلاع رسانی مختلف.

۲-۲- تأیید پیشنهادهای مطالعه تطبیقی

برای بررسی و تأیید نتایج مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان در بخش قبل، پرسشنامه‌ای بر مبنای ۶۳ گویه در چهار حوزه اصلی پژوهش استخراج شد. گویه‌های هر یک از مقوله‌های اصلی تحقیق به شرح جدول زیر است:

جدول ۶- گویه‌های استخراج شده از مطالعه تطبیقی (پرسشنامه پژوهش)

مقوله	شماره گویه	گویه (زیر مقوله)
چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی	1	ثبت صندوق به در بالاترین قانون کشور "قانون اساسی"
	2	تمامی شرایط اضطراری و غیر اضطراری در قوانین واریز و برداشت گنجانده شود
	3	قوانین واریز و برداشت غیرقابل تغییر و دست‌کاری باشد
	4	ایجاد سه زیرمجموعه با مدیریت مستقل توسعه‌ای، بین نسلی و تثبیت‌کننده در صندوق
	5	تشکیل کمیته‌های تخصصی جهت پشتیبانی واحدهای سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری
	6	بازتعریف واحد عملیاتی صندوق با تمرکز بازارهای بین‌المللی (حقوق بین‌الملل، برون‌سپاری سرمایه‌گذاری‌ها و ...)
	7	فعالیت هیئت‌انامی صندوق ذیل وزارت اقتصاد و دارایی
	8	تعریف گروه مشاوره قوی و مستقل در کنار هیئت‌اناما جهت ارائه پیشنهادها
	9	استقلال کامل صندوق از دولت
	10	تفویض کامل فعالیت‌های عملیاتی به صندوق بر اساس استراتژی‌ها و سیاست‌های مصوب در هیئت‌اناما
	11	افزایش نقش بخش خصوصی و سایر قوا در هیئت‌انامی صندوق (کاهش وزن دولت به ۵۰٪ در هیئت‌اناما)
	12	تصویب دستورالعمل‌های رفتاری و استانداردهای اخلاقی برای نظارت بر فعالیت‌های صندوق
	13	اعطای حق رأی به بخش خصوصی در هیئت‌انامی صندوق
	14	ایجاد یک ساختار و سازوکار نظام‌مند، مشخص و بدون دخالت دولت برای گزینش اعضای هیئت عامل
	15	امکان حضور تمامی افراد جامعه در صورت داشتن صلاحیت حرفه‌ای مصوب
	16	امکان استخدام مدیران و کارشناسان بین‌المللی بدون محدودیت در صندوق
	17	ایجاد زیرساخت‌های لازم برای آموزش بین‌المللی کارکنان
قوانین منابع و مصارف	18	انتقال تمامی منابع درآمدی نفت و گاز کشور به صندوق
	19	اختصاص سهم ثابت بودجه دولت از محل واریز کل درآمد نفت و گاز به صندوق
	20	تعیین و تفکیک سهم منابع هر یک از بخش‌های صندوق (توسعه‌ای، تثبیت‌کننده و بین نسلی)
	21	عدم دسترسی به منابع بخش بین نسلی و توسعه‌ای برای اهداف بودجه‌ای
	22	اختصاص بخش تثبیت‌کننده جهت کنترل نوسانات درآمدی کشور
	23	ورود بخش توسعه‌ای صندوق به‌طور مستقیم و مستقل از دولت به تعیین، تأمین مالی و نظارت پروژه‌های ملی
	24	عدم تبدیل منابع بخش بین نسلی به ریال
	25	تعیین سهم صندوق از سایر حوزه‌های صنعت نفت و گاز (حمل‌ونقل، استخراج و ...) و بخش خصوصی
	26	انتقال منابع درآمدی سایر انفال به صندوق
	27	تصویب فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شامل شناسایی اولیه، ارزیابی، اجرا و مدیریت فعال سبد سرمایه‌گذاری
ساختار		

مقوله	شماره گویه	گویه (زیر مقوله)
سرمایه‌گذاری		در بخش‌های مختلف صندوق
	28	تعیین محدودیت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به شرایط ویژه سیاسی، فرهنگی و اجتماعی کشور
	29	تعیین شرایط ویژه سرمایه‌گذاری شامل تصویب کیفیت اعتباری، نقدشوندگی و کارکرد دارایی‌ها
	30	تعیین و تصویب معیارهای غیراقتصادی بخش توسعه‌ای از جمله بهبود فضای کسب‌وکار، بهبود کیفیت آموزش و پرورش و ایجاد اشتغال و سایر موارد
	31	تصویب و تعیین معیارها و تأثیرات غیراقتصادی از جمله تأثیرات مثبت و منفی سرمایه‌گذاری بر محیط‌زیست، جامعه و حاکمیت شرکتی
	32	راه‌اندازی و بازطراحی واحدهای مختلف سرمایه‌گذاری در بخش‌ها و ابزارهای مالی مختلف جهت تهیه گزارش‌های کارشناسی مستقل
	33	تعیین دوره‌های زمانی مشخص برای بازنگری در سیاست‌ها و استراتژی‌های بر اساس تحولات کشور و جهان
	34	استفاده از طبقات مختلف دارایی شامل ابزارهای پولی، اوراق درآمد ثابت، سهام، دارایی جایگزین و در صورت امکان اوراق مشتقه در بخش‌های مختلف صندوق
	35	تعیین سیاست‌های تخصیص دارایی در سطح طبقات دارایی، تنوع ارزی و همچنین تنوع جغرافیایی در هر یک از بخش‌های صندوق
	36	استفاده از روش‌های دیگر همچون مشارکت و سرمایه‌گذاری مستقیم در بخش توسعه‌ای
	37	تنها پروژه‌های ملی و در مقیاس بزرگ در صندوق تأمین مالی شود
	38	اعطای تسهیلات فقط در بخش توسعه‌ای از طریق بانک توسعه‌ای زیرمجموعه صندوق
	39	واگذاری قدرت تصمیم‌گیری و مدیریت منابع به‌طور کامل به صندوق
	40	عدم نقش دولت در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری صندوق به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم
	41	اختصاص بخش از منابع صندوق به مدیران سرمایه‌گذاری خارج سازمانی (برون‌سپاری سرمایه‌گذاری)
	42	تصویب معیارهای و دستورالعمل مرتبط به گزینش و انتخاب مدیران سرمایه‌گذاری خارج سازمانی
	43	ایجاد واحد مرتبط با گزینش و نظارت بر برون‌سپاری سرمایه‌گذاری خارج سازمانی
	44	تعیین اهداف کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت با نگاه صرفاً اقتصادی در بخش بین نسلی
	45	تعیین اهداف عملکردی در زمینه هر یک از بخش‌های صندوق و دارایی‌های مالی شامل اهداف بازدهی معین و همچنین شاخص‌های منفعل
	46	استفاده از صندوق‌های ثروت مشابه و برتر جهت مقایسه و ارزیابی عملکرد مدیران صندوق (به‌ویژه در بخش صندوق بین نسلی)
47	طراحی و ایجاد یک سنج (معیار) کل سبد سرمایه‌گذاری در بخش بین نسلی برای اندازه‌گیری عملکرد صندوق از سوی یک‌نهاد مالی بین‌المللی مستقل	
48	پیاده‌سازی سیستم ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها در بخش توسعه‌ای (بررسی نتایج سریع و مستقیم و اثرات کوتاه‌مدت تا بلندمدت پروژه‌های توسعه‌ای)	
49	شناسایی و مدیریت ریسک‌های صندوق از جمله ریسک‌های بازار، اعتباری و نقدشوندگی و ریسک‌های غیر سرمایه‌گذاری	
50	تعیین و توسعه مدل، تکنیک‌های آماری و معیارهای نسبی و مطلق اندازه‌گیری ریسک در سطح هر یک از دارایی‌ها و سبد سرمایه‌گذاری	

مقوله	شماره گوبه	گوبه (زیر مقوله)
نظارت، شفافیت و پاسخگویی	51	بازطراحی واحدهای عملیاتی مدیریت ریسک و تعریف چهارچوب معین و روشن مسئولیت‌ها، وظایف و روش‌های کنترلی در آنها
	52	ایجاد زیرساخت لازم جهت پاسخگویی در زمینه فعالیت و عملکرد صندوق به مردم در دوره‌های مشخص (حداقل سالیانه) از طریق روش‌های مختلف
	53	حسابداری و ارائه گزارش‌های مالی بر اساس استانداردهای بین‌المللی از جمله رعایت استانداردهای بین‌المللی حسابداری بخش عمومی و گزارشگری مالی
	54	ایجاد واحد حقوق بین‌الملل ایجاد جهت افشای اطلاعات درخواستی، تهیه و ارائه موارد قانونی به نهادها و ارگان ذیصلاح بین‌المللی است
	55	تعیین داده‌ها و اطلاعات قابل ارائه به نهادها، ارکان نظارتی و مردم و دوره‌های پاسخگویی به این افراد
	56	حضور و پذیرش در نهادهای بین‌المللی و مشارکت با آنها همچون بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول
	57	پاسخگویی به مردم از روش‌های مختلف از جمله ارائه گزارش در روزنامه‌های کثیرالانتشار و برگزاری منظم کنفرانس‌های خبری
	58	رعایت استانداردهای بین‌المللی عمومی همچون اصول حاکمیت شرکتی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی و اصول بین‌المللی تجارت سازمان ملل
	59	تصویب سازوکار تعیین و انتخاب حداقل یک حسابرس مستقل بین‌المللی از بین بهترین مؤسسات حسابرسی دنیا
	60	بازتعریف واحد حسابرسی داخلی و کمیته حسابرسی جهت نظارت بر کلیه فعالیت‌های صندوق
	61	تعیین اطلاعات قابل انتشار برای ارکان نظارتی و مردم در سه زمینه حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاری و نظارت
	62	افشای عمومی گزارش حسابرسی مستقل به‌محض تأیید در داخل و خارج از کشور
	63	فرهنگ‌سازی و آگاه‌سازی مردم در زمینه صندوق توسعه ملی

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

جهت بررسی و آزمون فرضیه‌های تحقیق ابتدا از طریق آزمون کلموگروف-اسمیرنوف و شاپیر-ویلک به بررسی نرمال بودن نمونه پژوهش پرداخته شد. در صورت رد فرض صفر، توزیع داده‌ها نرمال نبوده و برعکس در صورت قبول فرض صفر، می‌توان عنوان نمود که توزیع داده‌ها نرمال هست. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از داده‌های استخراج شده هر ۴ متغیر اصلی نرمال نیستند؛ بنابراین یکی از راه‌حل‌های منطقی، استفاده از آزمون‌های نا پارامتریک است. بر همین اساس برای تحلیل فرضیه‌های تحقیق از آزمون دوجمله‌ای یا نسبت موفقیت استفاده شد. این آزمون، برای تشخیص تأثیر یا عدم تأثیر تعدادی متغیر بر پدیده‌های معین و یا برای بررسی درصد یا نسبت معینی در جامعه استفاده می‌شود. در این آزمون تعداد افرادی که با سؤالات پاسخ ۴ و ۵ داده‌اند با تعداد افرادی که پاسخ ۱، ۲ و ۳ داده‌اند مقایسه و معناداری آن بررسی شده است. طبق نتایج جدول زیر، چون مقدار احتمال آمار آزمون کمتر از ۰,۰۵ است پس فرضیه‌ها در حالت کلی معنادار است و هر کدام از مقوله‌های اصلی پژوهش یعنی اصلاحات صورت گرفته در چهارچوب قانونی و ساختار

حاکمیت شرکتی، قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف، ساختار اساسی سرمایه‌گذاری و نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی بر عملکرد صندوق توسعه ملی اثر مثبت دارند.

جدول ۷- آزمون دو جمله‌ای فرضیه‌های اصلی پژوهش

عامل	دسته	تعداد داده‌ها	نسبت مشاهده شده	نسبت آزمون	sig
چارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی	کوچک‌تر و مساوی ۳	0	0	5/0	0
	بزرگ‌تر از ۳	384	1		
	جمع	384	1		
قوانین منابع و مصارف	کوچک‌تر و مساوی ۳	16	042/0	5/0	0
	بزرگ‌تر از ۳	368	958/0		
	جمع	384	1		
ساختار سرمایه‌گذاری	کوچک‌تر و مساوی ۳	7	019/0	5/0	0
	بزرگ‌تر از ۳	377	981/0		
	جمع	384	1		
نظارت، شفافیت و پاسخگویی	کوچک‌تر و مساوی ۳	16	042/0	5/0	0
	بزرگ‌تر از ۳	368	958/0		
	جمع	384	1		

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

همچنین برای بررسی اهمیت و رتبه‌بندی مقوله‌های اصلی پژوهش، آزمون فریدمن استفاده شده است. آزمون فریدمن به‌عنوان یک آزمون نا پارامتریک، برای مقایسه سه یا بیش از سه گروه وابسته که حداقل در سطح رتبه‌ای اندازه‌گیری می‌شوند، مورداستفاده قرار می‌گیرد. آزمون برای ۴ مقوله اصلی پژوهش انجام گرفته شد که طبق نتایج فرض صفر (یکسان بودن میانگین سؤالات) رد شده است. می‌توان مقوله‌های پژوهش در ۴ حوزه را بر اساس این آزمون از لحاظ اهمیت رتبه‌بندی کرد. نتایج نشان می‌دهد هرکدام از مقوله‌های اصلی به‌صورت جداگانه و به‌طور معناداری بر عملکرد صندوق توسعه ملی اثر مثبت دارند. طبق نظر کارشناسان و مدیران به ترتیب مقوله‌های "نظارت، شفافیت و پاسخگویی"، "چارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی"، "ساختار سرمایه‌گذاری" و "قوانین منابع و مصارف" دارای اهمیت اثرگذار بر عملکرد صندوق توسعه ملی ایران هستند.

جدول ۸-رتبه‌بندی فرضیه‌ها بر اساس آزمون فریدمن

رتبه	متغیرها
43/2	چارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی
18/2	قوانین منابع و مصارف
40/2	ساختار سرمایه‌گذاری
99/2	نظارت، شفافیت و پاسخگویی

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

در انتها باید اشاره کرد که هرکدام از آزمون‌های این بخش در سطح زیر مقوله (گویه‌ها) نیز صورت گرفته است و تمامی پیشنهادها استخراج شده از مطالعه تطبیقی و اصلاح‌شده از سوی خبرگان، مورد تأیید مدیران و کارشناسان مالی، اقتصادی، بانکی و صنعت نیز بوده است.

۳- بحث و نتیجه‌گیری

پس از بررسی و جمع‌بندی راه‌کارهای ارائه شده در مطالعه تطبیقی و با توجه به مشکلات و نواقص موجود در صندوق توسعه ملی ایران، راه‌کارهای نهایی پس از مصاحبه با خبرگان تعیین شده است (جدول ۵). این پیشنهادها از طریق پرسشنامه تهیه‌شده مورد تحلیل قرار گرفت و نتایج آن در ادامه ارائه شده است. ترتیب ارائه مقوله‌ها و زیر مقوله‌ها در این بخش، مطابق نتایج حاصل از رتبه‌بندی آزمون فریدمن است. همچنین پیشنهادهای زیر بر اساس نتایج آزمون دوجمله‌ای در سطح مقوله و زیر مقوله‌ها مورد تأیید کارشناسان و مدیران بوده است. در پیشنهادهای زیر گویه‌های مرتبط با هر یک از پیشنهادها (طبق پرسشنامه) که مورد تأیید قرار گرفته است، مشخص شده است. لازم به ذکر است به دلیل استفاده از رتبه‌بندی استخراجی از آزمون فریدمن امکان دارد ارتباطی منطقی در توالی راه‌کارها وجود نداشته باشد.

۳-۱- راه‌کارهای اصلاح نظارت مستقل، پاسخگویی و شفافیت

- ارائه اطلاعات به مردم و نهادهای نظارتی یکی از مهم‌ترین پیشنهادها است (گویه‌های ۵۲، ۵۵، ۵۷، ۶۱ و ۶۲). لازم است همچون صندوق‌های موفق در دنیا از جمله نروژ، آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان میزان شفاف‌سازی و پاسخگویی افزایش یابد تا نیاز استفاده‌کنندگان را تأمین نماید. صندوق باید در زمینه عملکرد و فعالیت‌های خود پاسخگویی تمام‌اشار جامعه باشد. لازم است اطلاعات در زمینه اهداف، چهارچوب قانونی، ساختار حکمرانی صندوق، ارکان حاکمیت شرکتی، مدیران، اصول اخلاقی درون‌سازمانی، رهنمودهای مسئولیت

پذیری، استراتژی‌ها و سیاست‌های سرمایه‌گذاری، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، سبد سرمایه‌گذاری و گزارش حسابرسی مستقل به‌طور منظم و با روش‌های مختلف افشا شود. پژوهش‌های زیادی در این زمینه و مقایسه صندوق‌ها بر اساس معیارهای مختلف رتبه‌بندی انجام شده و نقطه مشترک آنها توصیه به افزایش پاسخگویی و شفافیت در مقابل مردم و نهادهای نظارتی داخلی و خارجی است. از جمله مطالعات می‌توان به حبیب، سائالی و میرآخور (۲۰۱۴)، الحسن، پاپیوانو، شانک و سانگ (۲۰۱۳)، ترومن (۲۰۱۱)، ناخلی و ابید-قرمانی (۲۰۰۹)، گیلسون و میلهاپت (۲۰۰۸) و آسفاها (۲۰۰۷) اشاره کرد که بیشتر بر پاسخگویی صندوق و نهادهای ناظر متمرکز بوده‌اند و محققینی همچون جین (۲۰۱۶)، تورکو (۲۰۱۳)، تورکو (۲۰۱۳)، دیکسون و مانک (۲۰۱۱)، کلارک (۲۰۱۱)، بلیس (۲۰۱۰)، کورزیو و میسلی (۲۰۱۰)، رز (۲۰۰۸)، کوتر و ل (۲۰۰۸)، ترومن (۲۰۰۷)، چونگ و لسی‌مویا (۲۰۰۷) بر شفافیت تأکید داشته‌اند. به‌طور حتم بهبود وضعیت فعلی صندوق توسعه ملی ایران با استفاده از راه‌کارهای ارائه شده و افزایش رتبه شفافیت و پاسخگویی بر اساس معیارهای بین‌المللی همچون لینابورگ-مادوئل، کافمن، کرای و ماستورزی و ترومن-داوسون موجب کاهش نگرانی‌ها و افزایش اطمینان نسبت به صندوق خواهد شد. این امر در نهایت تضمین‌کننده فعالیت‌های صندوق در داخل و خارج کشور و تضمین‌کننده ثروت نسل‌های فعلی و آتی خواهد شد. علاوه بر این طبق نظر خبرگان باید فرهنگ‌سازی لازم برای ارتقا و بهبود صندوق توسعه ملی از طریق رسانه‌های عمومی (گویه ۵۷ و ۶۳) انجام شود. لازم است علاوه بر شفاف‌سازی از طریق رسانه‌های عمومی، برنامه‌های آگاهی‌بخش برای افزایش سطح آگاهی جامعه در زمینه صندوق‌های ثروت ملی، تهیه و پخش شود.

- پیشنهاد بعدی در این بخش، حسابداری و حسابرسی صندوق توسعه ملی ایران است. یکی از نتایج پژوهش حاضر الزام صندوق به حسابداری و ارائه گزارش‌های مالی بر اساس استانداردهای بین‌المللی حسابداری بخش عمومی و استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی است (گویه ۵۳). دلیل اصلی این امر استفاده از صورت‌های مالی برای ارزیابی و رتبه‌بندی صندوق‌های ثروت ملی در خارج از کشور است. لذا نیاز است صورت‌ها و گزارش‌های مالی مطابق با استانداردهای مورد تأیید مراجع حرفه‌ای باشد. از سوی دیگر مطابق آنچه در صندوق‌های مورد مطالعه در حال اجرا است حسابرسی صندوق‌ها از سوی مؤسسات حسابرسی معتبر انجام می‌شود و از طرفی کمیته و واحد حسابرسی داخلی نیز برای نظارت بر عملکرد صندوق بازتعریف شود (گویه ۵۹ و ۶۰). به‌طور حتم جهت حضور

در بازارهای بین‌المللی، باید زیرساخت لازم برای حسابرسی مستقل و نظارت نهادهای مالی بین‌المللی بر صندوق توسعه ملی ایران تعیین شود. مطابق مطالعه تطبیقی و نظر خبرگان فرآیند انتخاب یک حسابرس معتبر بین‌المللی باید به تصویب هیئت‌امنا برسد. لازم است چهارچوب و استانداردهای لازم و واحد عملیاتی مناسب در صندوق توسعه ملی ایران ایجاد و ساماندهی شود. همچنین مطابق بررسی صندوق‌های ثروت ملی مورد مطالعه و نظر خبرگان، جهت حضور در بازارهای بین‌الملل نیاز است صندوق استانداردها و قوانین بین‌الملل را رعایت و در نهادهای نظارتی بین‌المللی عضو شود. در این زمینه نیاز است واحد حقوقی و تطابق بین‌الملل در ساختار صندوق طراحی شود (گویه‌های ۵۴، ۵۶ و ۵۸).

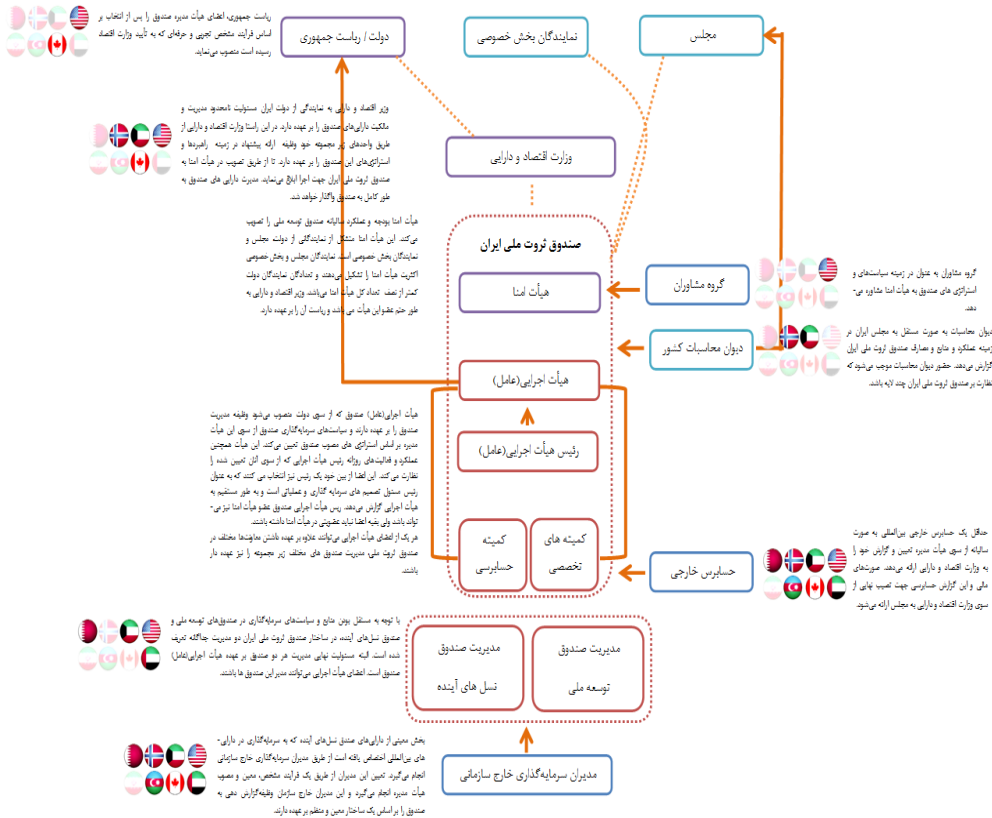
۳-۲- راه‌کارهای نهایی اصلاح چهارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی

- طبق بررسی‌های پژوهش و مطابق آنچه در صندوق آلبرتا، آلاسکا، کویت و ابوظبی نیز اجرایی شده است، قانون صندوق باید در بالاترین قوانین کشور (قانون اساسی) به تصویب برسد تا تغییرناپذیر باشد (گویه ۱). همچنین قوانین برداشت و واریز باید به نحوی باشد که امکان دست‌اندازی به منابع غیرممکن یا حداقل بسیار سخت باشد (گویه ۲ و ۳). چهارچوب‌های قانونی صندوق‌ها در مطالعات حبیب، سیرالی و میرآخور (۲۰۱۴)، ترومن (۲۰۰۷) و فاسانو (۲۰۰۰) مورد بررسی قرار گرفته است و در این مطالعات نیز مانند نتایج این پژوهش به الزام استحکام چهارچوب قانونی صندوق‌های ثروت ملی در قوانین کشور، جهت جلوگیری از سوء مدیریت اشاره شده است.
- یکی از راه‌کارهای این پژوهش، تقسیم صندوق به بخش‌های مختلف، بر اساس اهداف مورد نظر است (گویه ۴). طبق نظر خبرگان و مشابه آنچه در صندوق‌های کویت و قطر نیز صورت گرفته است، مدیریت صندوق می‌تواند به سه حوزه اهداف بین‌نسلی، توسعه‌ای و تثبیت‌کننده تقسیم و منابع هر یک از این بخش‌ها نیز کاملاً مشخص و تفکیک شده باشد (گویه ۲۰). این کارکردهای چندگانه در مطالعات باکون و سیلوانا (۲۰۰۶)، ونتال و جونز لانگ (۲۰۰۶) و فاسانو (۲۰۰۰) نیز بررسی و بر آن تأکید شده است.
- موضوع بعدی ساختار مدیریت صندوق توسعه ملی ایران است. در مطالعات الحسن، پایوانو، شانک و سانگ (۲۰۱۳)، ترومن (۲۰۱۳)، دیکسون و مانک (۲۰۱۲) و کلارک (۲۰۱۱) روش‌های مدیریت صندوق‌های ثروت ملی و ارتباط بین آنها و دولت، مورد بررسی قرار گرفته است. در این مطالعات به استقلال صندوق از دولت اشاره شده است که نتایج آنها هم‌راستا با نتایج مطالعه حاضر است. صندوق توسعه ملی ایران باید به‌عنوان یک سازمان

مستقل فعالیت داشته باشد و اداره آن به طور کامل به مدیران صندوق واگذار شود (گویه ۹). این نهاد باید توسط هیئت‌امنایی متشکل از قوای مختلف کشور و بخش خصوصی (با حق رأی) نظارت شود (گویه ۸ و ۱۱). در کنار هیئت‌امنای، یک گروه مشاوره حرفه‌ای جهت ارائه پیشنهادها باید فعالیت داشته باشد (گویه ۸). این ساختار مدیریتی تجربه صندوق‌های آلبرتا، آلاسکا، قطر، کویت و ابوظبی است. موضوعات نظارتی و استقلال آن از دولت در مطالعات الحسن، پاپیوانو، شانک و سانگ (۲۰۱۳)، گلیم (۲۰۱۱)، دیکسون و مانک (۲۰۱۱) و آسفاها (۲۰۰۷) مورد بررسی قرار گرفته‌شده که در این پژوهش‌ها نیز به استقلال صندوق تأکید شده است (گویه‌های ۱۱ و ۱۳).

- همانند نتایج مطالعات دیکسون و مانک (۲۰۱۱) و کلارک (۲۰۱۱)، علاوه بر استقلال بخش نظارتی، مدیران اجرایی (هیئت‌عامل) صندوق توسعه ملی ایران نیز باید همچون صندوق‌های نروژ، آلبرتا و آلاسکا دارای استقلال کامل تصمیم‌گیری باشند و دولت هیچ نوع دخالتی در انتخاب آنها نداشته باشد. در این راستا لازم است گزینش بر اساس یک فرآیند معین و پس از تأیید صلاحیت حرفه‌ای و اخلاقی افراد انجام بگیرد (گویه‌های ۹، ۱۰، ۱۴ و ۱۵). برای اداره بهتر سازمان نیاز است که تمامی کمیته‌ها و واحدهای سازمانی با توجه به اهداف و نیازها بازتعریف و در صورت نیاز راه‌اندازی شوند. یکی از نظرات مهم خبرگان استخدام افراد و مدیران حرفه‌ای (در صورت نیاز مدیران بین‌المللی) برای عملیات صندوق و آموزش مستمر تمامی افراد سازمانی است (گویه‌های ۵، ۶، ۱۶، ۱۷).
- رعایت استانداردها و اخلاق حرفه‌ای و تدوین دستورالعمل‌های لازم در این زمینه که در مطالعات ترومن (۲۰۱۱)، گاجالا (۲۰۱۱) کورزیو و میسلی (۲۰۱۰)، تریکر (۲۰۰۹) نیز به آن تأکید شده است. بر اساس آنچه در تمامی صندوق‌های مورد مطالعه نیز انجام می‌گیرد، زیرساخت‌های لازم جهت رعایت الزامات اخلاقی و حرفه‌ای همچون طراحی محیط کار مناسب و پویا، انجام سرمایه‌گذاری‌های مسئولانه، امنیت و افشای اطلاعات و جلوگیری از تضاد منافع باید در سازمان ایجاد شود (گویه ۱۲).

ساختار حاکمیت شرکتی پیشنهادی موردنظر در شکل شماره ۱ ارائه شده است.



شکل ۱- ساختار حاکمیت شرکتی پیشنهادی (بعد از نظر خبرگان) صندوق توسعه ملی ایران

۳-۳- راه کارهای نهایی اصلاح سرمایه‌گذاری

- سیستم مدیریت ریسک باید در صندوق توسعه ملی ایران ایجاد شود. همانند تجربه صندوق‌های مورد مطالعه و نظر خبرگان، می‌بایست زیرساخت‌های مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری و غیر سرمایه‌گذاری از جمله اصلاح واحد مربوطه و ایجاد و معیارهای نسبی و مطلق مرتبط برای اندازه‌گیری هر یک از آنها راه‌اندازی شود (گویه‌های ۴۹، ۵۰ و ۵۱). موضوعات مرتبط از سوی محققینی همچون بادی و برییر (۲۰۱۳)، د واری (۲۰۱۲) و کلاسنس و کریوزر (۲۰۱۰)، هامر، کانزل و پترووا (۲۰۰۸) مورد بررسی قرار گرفته است که در نتایج این پژوهش‌ها نیز بر بحث مدیریت ریسک بخصوص در زمینه سرمایه‌گذاری تأکید شده است.

- ارزیابی عملکرد صندوق با استفاده از روش‌ها مختلف همچون تعیین بازدهی معین، مقایسه با صندوق‌های مشابه و تعریف سنجه‌های منفعل اختصاصی، می‌تواند انجام گیرد (گویه‌های ۴۴، ۴۵، ۴۶ و ۴۷). مطابق نظر خبرگان، در بخش توسعه‌ای لازم است ارزیابی فعالیت‌ها مورد توجه قرار گرفته و نتایج سریع و مستقیم و اثرات کوتاه‌مدت تا بلندمدت فعالیت‌ها و پروژه‌های در جامعه مورد ارزیابی قرار بگیرد. مطابق بررسی و نظر خبرگان، می‌توان در صندوق توسعه ملی ایران از سیستم‌های ارزیابی اثرات توسعه‌ای پروژه‌ها استفاده نمود (گویه ۴۸).
- طبق بررسی صندوق‌های ثروت ملی نمونه پیشنهاد می‌شود، فرآیند سرمایه‌گذاری شامل شناسایی اولیه، ارزیابی، اجرا و مدیریت فعال سبد سرمایه‌گذاری باید در صندوق توسعه ملی ایران تصویب و به‌طور کامل اجرایی شود (گویه ۲۷). لازم است که تمامی تصمیم‌ها دارای استقلال کامل باشد و دولت در آنها، به‌ویژه در زمینه توسعه‌ای، نقشی نداشته باشد. لذا در این زمینه اصل عدم دخالت ۲۰ رعایت شود (گویه‌های ۳۹ و ۴۰). اهداف کسب بازدهی، نوع، محدودیت‌ها، افق‌ها، پذیرش ریسک مختلف برای سرمایه‌گذاری‌ها باید مشخص باشد (گویه‌های ۲۸ و ۲۹). همچنین استراتژی‌ها، سیاست‌ها و فرآیندهای سرمایه‌گذاری همچون صندوق‌های نروژ، آلبرتا، آلاسکا و کویت و نظر خبرگان در دوره‌های مشخص باید مورد بازنگری قرار بگیرد و فرآیند به نحوی باشد که نظرات تمامی ارکان فعال در صندوق بر اساس آخرین تحولات ملی و بین‌المللی در آن اعمال شود (گویه ۳۳).
- یکی از موضوعات اصلی در زمینه سرمایه‌گذاری به‌طور خاص در بخش بین نسلی تعیین اهداف و معیارهای اقتصادی است. در پژوهش حاضر پیشنهاد شد همچون تمامی نمونه‌های مورد بررسی، معیارهای اقتصادی و غیراقتصادی برای هر سه بخش بازتعریف شود. محققینی همچون فیکووا (۲۰۱۵)، ولنو و ویترو (۲۰۱۵)، ژینگ، وانگ، کونگ و لی (۲۰۰۹)، بادی و برییر (۲۰۱۳)، مگینسو، یوو و هان (۲۰۱۳)، الحسن، پاپیوانو، شانک و سانگ (۲۰۱۱)، بازوندی (۲۰۱۱)، دیک و مورز (۲۰۱۱)، چاچوریا و لایون (۲۰۰۹)، هامر، کانزل و پترووا (۲۰۰۸) و لیونز (۲۰۰۷) معیارهای مهم اقتصادی و غیراقتصادی سرمایه‌گذاری را مورد واکاوی قرار دادند. پیشنهاد می‌شود در صندوق توسعه ملی ایران معیارها و اهداف تعیین و تصویب شوند. معیارها غیراقتصادی در بخش توسعه‌ای نیز باید تعریف شوند که می‌تواند شامل ایجاد شغل جدید، متنوع کردن اقتصاد، افزایش سطح آموزش، ایجاد زیرساخت‌های لازم توسعه‌ای باشد. این بخش از صندوق به دنبال بهبود کیفیت اقتصادی، فضای کسب‌وکار و سرمایه‌گذاری در صنایع هدف باید باشد. صنایع هدف

بر اساس شاخص‌های کلیدی نظیر سطح اشتراک با صنایع دیگر، دانش‌بنیان بودن صنعت و توجه به صنایع، طرح‌های اولویت‌دار با اتکا بر مزیت‌های منطقه‌ای و طبیعی و بر اساس برنامه‌ریزی هسته‌ای انجام شده است. در مدل پیشنهادی بخش توسعه اجتماعی به‌عنوان یکی از زیرمجموعه‌های بخش توسعه‌ای با اهداف آموزش و پرورش و توسعه اجتماعی فعالیت دارد. در این صندوق بهبود شاخص‌های رفاه لگاتوم و به‌طور خاص زیر شاخص‌های آموزش و پرورش، سلامت و محیط‌زیست موردنظر است. به‌طور کل صندوق توسعه بر اساس برنامه‌ریزی توسعه‌ای، به دنبال نوسازی و تغییر ساختارها در حوزه‌های اقتصادی و اجتماعی به‌صورت بنیادی و پایدار است (گویه ۳۰).

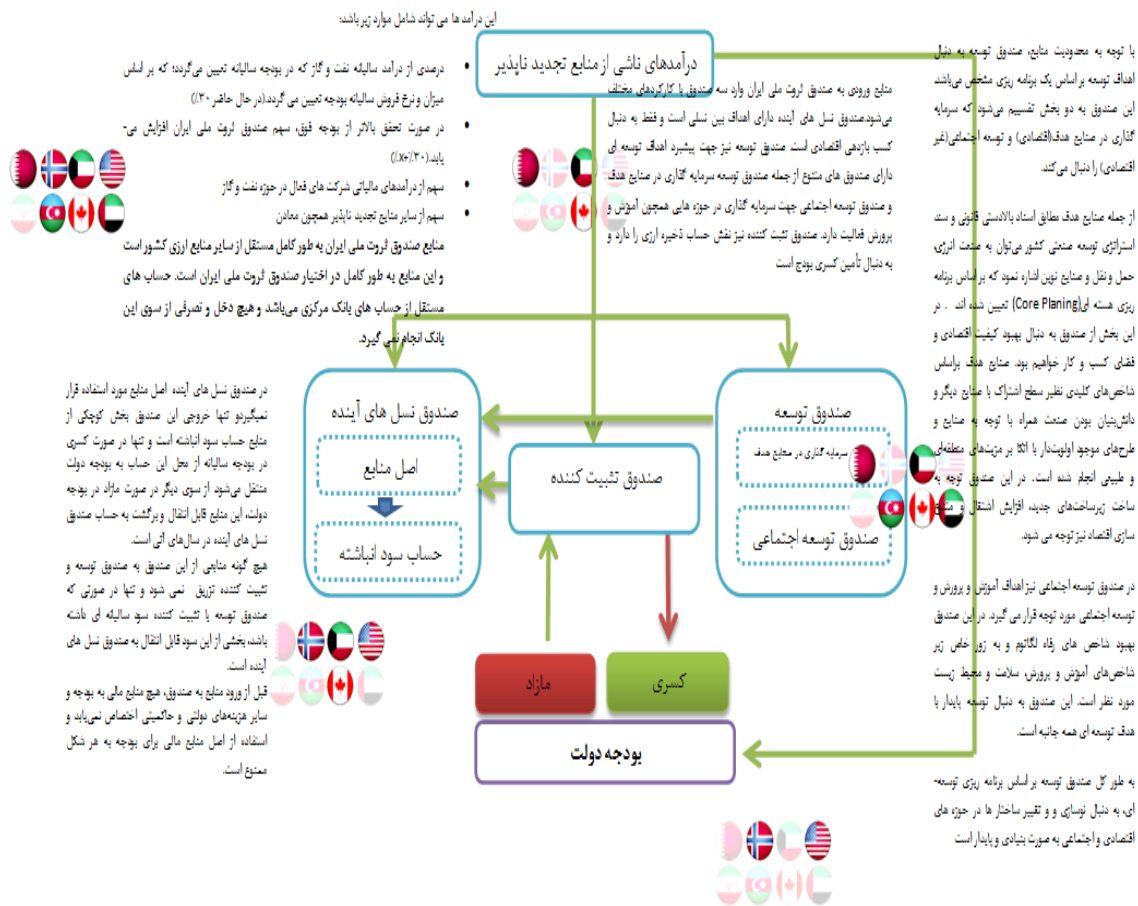
- علاوه بر معیارهای فوق‌الذکر، سرمایه‌گذاری‌های مسئولانه نیز باید موردتوجه باشد و تأثیرات غیراقتصادی از جمله اثرات مثبت و منفی سرمایه‌گذاری بر محیط‌زیست، جامعه و حاکمیت شرکتی در سرمایه‌گذاری‌ها لحاظ شود. در کشورهای نروژ، آمریکا و کانادا به این موضوعات توجه می‌شود و این امر منطبق با پژوهش‌های قهرمانی (۲۰۱۴)، کاستلی و ساکیویالانی (۲۰۱۲) و باسان (۲۰۱۱) است (گویه ۳۱).
- با در نظر گرفتن اهداف حداکثر بازدهی و تضمین اصل سرمایه، در مورد برون‌سپاری منابع به افراد خارج سازمانی از سوی صندوق اقدامات لازم انجام شود. شرایط و معیارهای گزینش مدیران سرمایه‌گذاری خارج سازمانی و همچنین فرآیند انتخاب آنها در یک دستورالعمل مشخص، باید به تصویب هیئت‌امنا برسد (گویه‌های ۴۱، ۴۲ و ۴۳).
- استفاده از ابزارهای مالی مختلف و روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری یکی دیگر از نتایج پژوهش حاضر است. تمامی صندوق‌های ثروت ملی مورد مطالعه، از ابزارهای مالی مختلف در سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. در کشورهای قطر، امارات متحده عربی، کویت و آذربایجان روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری همچون مشارکت، اعطای تسهیلات و سرمایه‌گذاری مستقیم نیز کاربرد دارد (گویه‌های ۳۴، ۳۵، ۳۶ و ۳۷). موضوعات سرمایه‌گذاری در مطالعات افرادی همچون پلیزولا (۲۰۱۷)، برنستین، لرنر و چوور (۲۰۱۳)، دیک و مورس (۲۰۱۱)، ترومن (۲۰۱۰)، کورزیو و میسلی (۲۰۱۰)، ژینگ، وانگ، کونگ و لی (۲۰۰۹)، لایون (۲۰۰۹)، بورتلوتی، فوتاک، مگینسون و میراکی (۲۰۰۹)، فریرا و ماتوس (۲۰۰۸) و لیونز (۲۰۰۷) مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نظر خبرگان پیشنهاد شد که اعطای تسهیلات از طریق بانک توسعه‌ای که در مالکیت بانک باشد انجام بگیرد (گویه ۳۸).

۳-۴- راه کارهای نهایی اصلاح قوانین منابع و مصارف

- همانند آنچه در صندوق های نروژ، آذربایجان، قطر، آلبرتا و آلاسکا انجام می گیرد، برداشت از اصل منابع صندوق به ویژه در بخش بین نسلی باید غیرممکن شود. منابع صندوق در بخش تثبیت کننده و توسعه ای مانند آنچه در پژوهش های ترومن (۲۰۱۰) و مانک (۲۰۰۸) نیز اشاره شده، می تواند در داخل کشور برای اهداف مورد نظر استفاده شود. بر اساس مدل جاری در کشور کویت و مطابق نظر خبرگان، واریز سود حاصل از بخش های مختلف می تواند به بخش بین نسلی منتقل شود ولی از بخش بین نسلی هیچ خروجی و برداشتی جایز نیست (گویه ۲۰ و ۲۱).
- طبق تجربه کشورهای قطر، آذربایجان، کویت و کانادا، پروژه های مرتبط در بخش توسعه ای می بایست به طور مستقیم از سوی صندوق تعیین، تأمین مالی و نظارت شود (گویه ۲۳).
- بر اساس نتایج مطالعات کورزیو و میسلی (۲۰۱۰)، دریافت و اوکامپو (۲۰۰۸) و داو لین و برومیت (۲۰۰۷) و مطابق تجربه صندوق های نروژ، آلبرتا، آلاسکا و آذربایجان، منابع صندوق در بخش های بین نسلی و توسعه ای نباید به عنوان بودجه ثانویه مورد استفاده قرار بگیرد (گویه های ۲۱ و ۲۳). طرح های توسعه ای باید مستقل از بودجه دولت باشد. طبق بررسی صورت گرفته و نظر خبرگان که با مطالعه مانک (۲۰۰۸) و دیویس و دیگران (۲۰۰۱) هم مطابقت دارد، تنها از طریق بخش تثبیت کننده صندوق، امکان مدیریت نوسانات و کسری های بودجه وجود خواهد داشت. هدف این بخش، ایجاد ثبات در میزان درآمدهای حاصل از نوسانات قیمتی نفت و گاز است (گویه ۲۲).
- بر اساس تجربه کشورهای مورد مطالعه و نظر خبرگان، منابع صندوق ثروت ملی ایران باید به طور کامل مستقل از سایر منابع ارزی کشور باشد. این منابع باید در اختیار مدیران صندوق باشد و بانک مرکزی هیچ دخالتی در اداره و مدیریت آن نداشته باشد. این استقلال مدیریت منابع، منطبق بر نتایج مطالعات باگاتینی (۲۰۱۱)، ترومن (۲۰۰۹) و هامر، کانزل و پترووا (۲۰۰۸) است. همچنین طبق نظر خبرگان و تجربه صندوق های نروژ و بخش های بین نسلی قطر و کویت منابع صندوق به ویژه در بخش بین نسلی نباید به ریال تبدیل شود (گویه ۲۴).
- ابتدا تمامی منابع حاصل از فروش نفت و گاز پس از کسر هزینه های عملیاتی به صندوق توسعه ملی ایران انتقال یابد و بعد از آن سهم بودجه دولت تعیین شود (گویه های ۱۸ و ۱۹). این موضوع با مطالعات لاجوردی، توحیدی نیا و رضائی صدرآبادی (۱۳۹۴) و برمر، پلوگ و ویلز (۲۰۱۶) مطابقت دارد. مدل پیشنهادی، در حال حاضر در کشورهای نروژ،

کانادا، آمریکا و امارات متحده عربی استفاده و درآمدها خالص منابع نفت و گاز ابتدا به صندوق ثروت واریز می‌شود. لازم است به ارزش نسبی متفاوت دلارهای نفتی در صندوق توسعه ملی ایران توجه شود (گویه ۱۹). همچنین بر اساس نظر خبرگان می‌بایست علاوه بر درآمدهای نفت و گاز صادراتی کشور، به سهم صندوق در درآمد شرکت‌های فعال در حوزه گاز و نفت همچون حمل‌ونقل، حفاری، تولیدی، تجاری و همچنین سایر انفال مانند معادن توجه شود (گویه‌های ۲۵ و ۲۶).

ساختار پیشنهادی ورود و خروج منابع صندوق توسعه ملی ایران در شکل ۲ ارائه شده است.



شکل ۲ - ساختار پیشنهادی مدیریت منابع و مصارف (بعد از نظر خبرگان) در صندوق توسعه ملی ایران

فهرست منابع

- ۱) باباجانی، جعفر، و پوریا نسب، امیر. (۱۳۸۳). در باب چارچوب مفهومی مبتنی بر پاسخگویی. فصلنامه مطالعات حسابداری: ۲۴-۴۹.
- ۲) بهبودی، داوود، متفکرزاده، محمد علی، محمدزاده، پرویز، صادقی، سیدکمال، (۱۳۹۱). صندوق توسعه ملی یا توزیع مستقیم درآمدهای نفتی (بررسی مقایسه ای). فصلنامه مجلس و راهبرد. ۴۰-۸۶.
- ۳) حساس یگانه، یحیی. (۱۳۹۴). مجموعه مقالات حاکمیت شرکتی. تهران: انتشارات علمی و فرهنگی.
- ۴) رهبری خرازی، مهسا. (۱۳۸۳). اصول حاکمیت شرکتی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی. تهران: شرکت اطلاع‌رسانی بورس.
- ۵) لاجوردی، سیدعنان، توحیدی نیا، ابولقاسم و رضائی صدر آبادی، محسن (۱۳۹۴). بررسی نقش صندوق توسعه ملی در تحقق عدالت اقتصادی. مطالعات اقتصاد اسلامی، ۹۱-۱۲۰.
- ۶) نادعلی، محمد (۱۳۹۲). مسیر حرکت آتی صندوق توسعه ملی. صندوق توسعه ملی ایران، همایش ملی ثروت ملی، توسعه پایدار، تهران.
- 7) Aizenman, J. & Glick, R. (2009). Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance. *International Finance*, 351-386.
- 8) Al-Hassan, A. Pappioannou, M. Skancke, M. & Sung, S. (2013). Sovereign Wealth Funds; Aspects of Governance Structures and Investment Management. *IMF Working Paper*, 35.
- 9) Ang, A. (2010). The Four Benchmarks of Sovereign Wealth Funds. *SSRN Electronic Journal*, 1680485.
- 10) Asfaha, S. (2007). National Revenue Funds: Their Efficacy for Fiscal Stability and Intergenerational Equity. *Econ Papers*.
- 11) Babajani, Jafar; & Porianasab, Amir. (2003). Conceptual Framework of Accountability. *Majlis and Rahbord Quartely Journal*, 40-86. (in Persian)
- 12) Bahgat, G. (2010). Sovereign Wealth Fund: An Assessment. *Global Policy*, 162-171.
- 13) Bagattini, G. (2011). The Political Economy of Stabilisation Funds: Measuring their Success in Resource-Dependent Countries. *IDS Working Papers*, 1-60.
- 14) Bassan, F. (2011). *The Law of Sovereign Wealth Fund*. Cheltenham: Edward ElgarPublishing Limited.
- 15) Bazoobandi, S. (2013). *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds: A Case Study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and the United Arab Emirates*. London: Routledge.
- 16) Behboodi, Davood; Motefakerzade, Mohammad Ali; Moammad Zadeh, Parviz, & Sadeghi, Seyed Kamal. (2011). National Development Fund or Direct Allocation of Oil Wealth (Case Study). *Accounting Studies Journal*, 24-49. (in Persian)

- 17) Bernstein, S. Lerner, J. & Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *Journal of Economic Perspectives*, 219-238.
- 18) Bodie, Z. & Briere, M. (2013). Optimal Asset Allocation for Sovereign Wealth Funds: Theory and Practice. Boston U. School of Management Research Paper, 1-24.
- 19) Bortoltti, B. Fotak, V. Megginson, W., & Miracky, W. (2009). Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance. Working Paper.
- 20) Bremer, V. D., Ploeg, V. D., & Wills, S. (2016). The Elephant in the Ground: Oil and Sovereign Wealth. *European Economic Review*, 113-131.
- 21) Brown, A., Papaioannou, M., & Petrove, I. (2010). Macroeconomic Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity-Based Sovereign Wealth Funds. IMF working Paper No. 10/9, 1-32.
- 22) Castelli, M., & Scacciavillani, F. (2015). SWFs and State Investments: A preliminary General Overview. F. Bassan, *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law* (. 9-40). Glos: Edward Elgar Publishing Limited.
- 23) Castelli, M., & Scacciavillani, F. (2012). *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. London: Wiley Finance.
- 24) Chen, C. (2009). Sovereign Wealth Fund: Macroeconomic Policy Alignment and Fiscal Stability. China Investment Corporation.
- 25) Chen, C. (2009). The theoretical Logic of Sovereign Wealth Fund. China Investment Corporation Paper.
- 26) Chhaochharia, V., & Leaven, L. (2009). The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds. *SSRN Electronic Journal*, 52.
- 27) Clark, G. (2011). Temptation and the virtue of Long-term Commitment: The Governance of Sovereign Wealth Fund Investment. *Asian Journal of International Law*, 321-348.
- 28) Curzio, A. Q., & Miceli, V. (2010). *Sovereign Wealth Fund*. London: Harriman House LTD.
- 29) Davis, J., Ossowski, R., Barnett, S., & Daniel, J. (2001). Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: Experience and fiscal policy implications. *IMF Occasional Papers*, 1-25.
- 30) De Bellis, M. (2010). Global Standards for Sovereign Wealth Funds: The Quest for Transparency. *AsianSIL Working Paper*, 1-51.
- 31) Devlin, W., & Brummitt, B. (2007). A Few Sovereigns Core: The Rise of Sovereign Wealth Funds. *Economic Roundup*, 119-136.
- 32) DeWenter, K., & Malatesta, P. (2001). State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. *American Economic Review*, 320-334.
- 33) Dixon, A., & Monk, A. (2011). *The Design and Governance of Sovereign Wealth Funds: Principles & Practice for Resource Revenue Management*. Paper Available at: www.ssrn.com/abstract=1951573.
- 34) Dixon, A., & Monk, A. (2012). Reconciling Transparency and Long-term Investing within Sovereign Funds. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 275-186.

- 35) Dyck, A., & Morse, A. (2011). Sovereign Wealth Fund Portfolios. Chicago Booth Research Paper No. 11-15; MFI Working Paper No. 2011-003; Rotman School of Management Working Paper No. 1792850.
- 36) Fasano, U. (2000). Review of the Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries. IMF Working Paper.
- 37) Fatemi, A., Fooladi, I., & Kayhani, N. (2011). Sovereign Wealth Funds: An Exploratory Study of Their Behavior. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 64-90.
- 38) Ferreira, M., & Matos, P. (2008). The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World. *Journal of Financial Economics*, 499-533.
- 39) Ficova, A. (2015). Analysis of Sovereign Wealth Funds: From Asset Allocation to Growth. *Global Journal of Management and Business Research*, 65-74.
- 40) Gajjala, S. (2011). Corporate Governance and Sovereign Wealth Funds: A Contradiction of Terms? *Indian Journal of Corporate Governance*, 35-46.
- 41) Gelpern, A. (2011). Sovereignty, Accountability, and the Wealth Governance Conundrum. *Asian Journal of International Law*, 289-320.
- 42) Ghahremani, S. (2013). Sovereign Wealth Funds and Shareholder Activism: Applying the Ryan-Schneider Antecedents to Determine Policy Implications. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 58-69.
- 43) Ghahremani, S. (2014). Sovereign, Socially Responsible Investing, and the Enforcement of International Law Through Portfolio Investment and Shareholder Activism: The Three Models. *Journal of International Law*, 1073-1095.
- 44) Gilson, R., & Milhaupt, C. (2008). Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 355; Columbia Law and Economics Working Paper*, 35-35.
- 45) Griffith, J., & Ocampo, J. (2008). Sovereign Wealth Funds: A developing Country Perspective. *Andean Development Corporation*. London.
- 46) Habib, F., Sairally, S., & Mirakhor, A. (2014). Issues of Governance, Transparency and Accountability of Sovereign Wealth Funds in Muslim. *Journal of Islamic Business and Management*, 127-143.
- 47) Hasas Yeghaneh, Yahya. (2014). *Articles of Corporate Governance*. Tehran: Elmi & Farhangi Publication. (in Persian)
- 48) Hammer, C., Kunzel, P., & Petrova, I. (2008). Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices. IMF Working Paper .
- 49) Jin, Z. (2016). Enhancing the Transparency of Sovereign Wealth Funds: From the Middle East to China. *Journal of Middle Eastern and Islamic Studies*, 90-120.
- 50) Kotter, J., & Lel, U. (2011). Friends or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and Their Consequences. *Journal of Financial Economics*, 360-381.
- 51) Kreuser, J., & Claessens, S. (2010). Strategic Investment and Risk Management for Sovereign Wealth Funds. *Central Bank Reserves and Sovereign Wealth Management*, 247-284.

- 52) Lajvardi, Seyed Annadn; Tohidi Niya, Abulghasem; & Rezayi Sadr Abadi, Mohsen. (2014). Role of National Development Fund in Realization of Economic Justice. *Bi-quarterly Journal Islamic Economics Studies*, , 9-121. (in Persian)
- 53) Lyons, G. (2007). State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Fund. *Journal of Management Research*, 316-342.
- 54) Megginson, W., You, M., & Han, L. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments. *The Financial Review*, 539-572.
- 55) Monk, A. (2008). Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance. *Journal New Political Economy*, 451-468.
- 56) Monk, A., & Dixon, A. (2012). Rethinking the sovereign in sovereign wealth funds. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 104-117.
- 57) NadAli, MOhammad. (2012). The Future of National Developemnt Fund. *National Wealth, Sustainable Devlopemnt Conference, Tehran*. (in Persian)
- 58) Nakhle, R., & Obeid-Germani, S. (2009). *Sovereign Wealth Funds and the Global Financial System(Thesis)*. HEC Paris.
- 59) Pellizzula, L. (2017). *HUNTING UNICORNS(Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016)*. Milan: Bocconi University and FEEM.
- 60) Rahbari Kharazi, Mahsa. (2003). *Corporate Governance Principle(OECD)*. Tehran: Bourse Publication. (in Persian)
- 61) Rose, P. (2008). Sovereigns as Shareholders. *North Carolina Law Review*, 50-62.
- 62) Tricker, R. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford: Oxford University Press.
- 63) Truman, E. (2007). *Sovereign Wealth Fund: The need for Greater Transparency and Accountability*. Peterson Institute ofor International Economics.
- 64) Truman, E. (2010). *Sovereign Wealth Fund: Treat or Salvation*. Washington: Peterson Institute for International Economics.
- 65) Truman, E. M. (2009). *A Blue Print for Sovereign Wealth Fund Best Practice*. *Revune d'economie financiere(English ed.)*, 429-451.
- 66) Truman, E. M. (2011). Are Asian Sovereign Wealth Funds Different? *Asian Economic Policy Review*, 249-268.
- 67) Turco, C. (2013). *Sovereign Wealth Fund: From Transparency to Sustainability*. Sovereign Wealth Fund Law Centre.
- 68) Vellano, M., & Viterbo, A. (2015). SWFs and Deveopement. F. Bassan در, *Sovereign Wealth Funds and International Investment Law (. 371-398)*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- 69) Weinthal, E., & Luong, P. (2006). Combating the Resource Curse: An Alternative Solution to Managing Mineral Wealth. *Perspective on Politics*, 35-53.
- 70) Xiang, J., Kong, Z., & Li, W. (2009). Investment Analysis of Sovergin Wealth Fund in the World. *International Journal of Economic and Finance*, 258-262.

یادداشت‌ها

¹ Bremer, Ploeg & Wills

² Resilient Surplus

³ Self-Insurance

⁴ Gajjala

⁵ Clark

⁶ Dixon & Monk

⁷ Truman

⁸ Dixon & Monk

⁹ Turco

¹⁰ Habib, Sairally & Mirakhor

¹¹ Bahgat

¹² De Bellis

¹³ Rose

¹⁴ Antonia Ficova

¹⁵ Xiang, Wang, Kong & Li

¹⁶ Chhaochharia & Laeven

¹⁷ Dyck & Morse

¹⁸ Aizenman & Glick

¹⁹ در این پژوهش آزمون‌های شاپیرو-ویلک و کولوموگروف-اسمرینوف برای بررسی نرمال بودن داده‌ها استفاده شده است. در این آزمون‌ها چنانچه فرض صفر رد گردد توزیع داده‌ها نرمال نبوده و برعکس در صورت قبول فرض صفر می‌توان عنوان کرد که توزیع داده نرمال می‌باشد. با توجه به رد شدن فرض صفر در سطح معناداری ۰,۰۵ در تمامی مقوله‌های پژوهش توزیع داده‌ها نرمال نبوده است.

²⁰ Arm's Length Principle (APL)