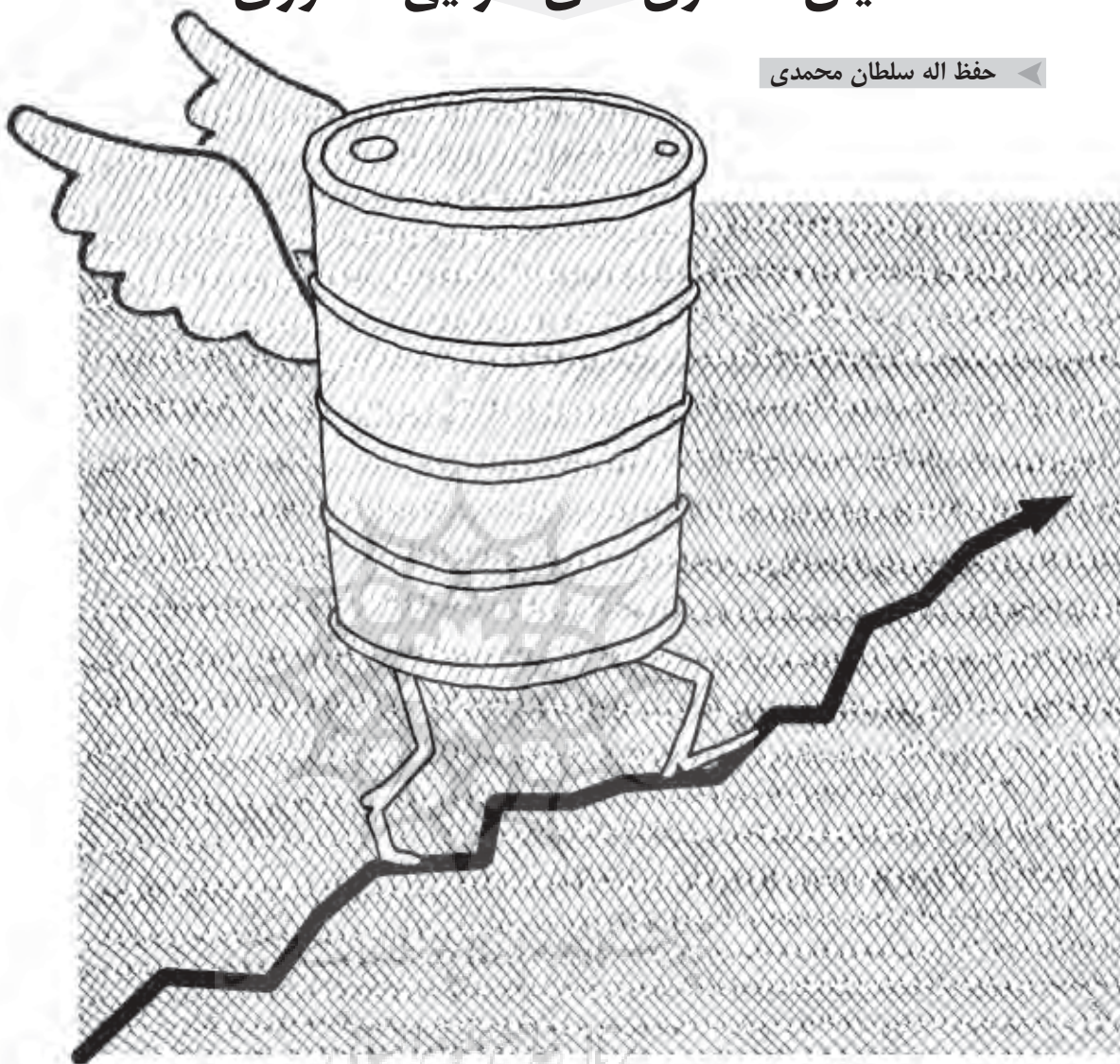


صندوق نفت نروژ، تجربه ای موفق در میان صندوق های دارایی کشوری

حفظ اله سلطان محمدی



در حالی که در سال ۱۹۹۰ میزان دارایی این صندوق ها در مجموع در سطحی حدود ۵۰۰ میلیارد دلار قرار داشت، اکنون برآوردهای اولیه گویای آن است که حدود ۱/۹ تا ۲/۹ تریلیون دلار از مجموعه ذخایر ارزی بین المللی ۵/۶ تریلیون دلاری نگهداری شده توسط دولت ها در قالب صندوق های دارایی کشوری قرار دارند. شایان ذکر است که این مبلغ در حدود ده برابر کمتر از دارایی های تحت مدیریت سرمایه گذاران نهادی بازارهای پیشرفته مالی (با ۵۳ تریلیون دلار دارایی)، و تا حدودی بیشتر از سرمایه تحت مدیریت صندوق های پوششی (۲) (با ۱/۵ تریلیون دلار دارایی) است. در هر حال کارشناسان پیش بینی کرده اند که انباشت

اهمیت صندوق های دارایی کشوری (SWFS) (۱) و نقش فزاینده آن در نظام پولی و مالی بین الملل اکنون توجه ویژه ای را به خود معطوف داشته و بر روی آن بررسی ها و مطالعات زیادی انجام گرفته است. این صندوق ها که به عنوان صندوق هایی متعلق به دولت برای پس انداز و سرمایه گذاری ها توسط آنها مورد توجه قرار گرفته اند، با اهداف کلان اقتصادی مختلف ایجاد شده اند. سابقه ایجاد این صندوق ها به یک دوره طولانی به ویژه از سال های دهه ۱۹۵۰ برمی گردد. میزان و حجم دارایی های این صندوق ها نیز با توجه به شرایط خاص درآمدی کشورها و تحولات بازارهای مالی طی دو دهه گذشته از رشد چشمگیری برخوردار بوده است. مثلاً،

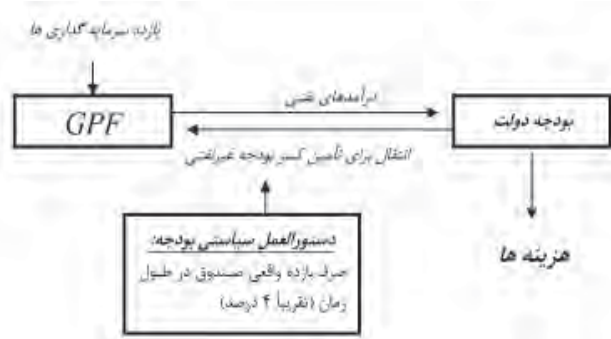
صد تولید ناخالص داخلی کشور نروژ است. همچنین، علاوه بر موضوع اندازه و رشد فزاینده، این صندوق از ویژگی های دیگری برخوردار است که آن را از سایر صندوق ها در سطح جهانی بر اساس معیارهای بین المللی کاملاً متمایز ساخته است. این ویژگی ها در برگزیده مواردی به شرح زیر است:

* بهبود شرایط انتقال منابع بین نسلی و حمایت از دولت در امر پس انداز از جمله اهداف مهم منظور شده برای این صندوق است. صندوق یادشده مدیریت بلندمدت درآمدهای نفتی دولت را تسهیل و با منظور داشتن موقعیت سنی جمعیت نروژ هزینه های عمومی بازنشستگی آن کشور را تامین می کند.

* **GPF** به عنوان یک ابزار سیاست بودجه ای عمل می کند و به همراه دستورالعمل های بودجه ای به تحدید مخارج دولت یاری می رساند. سرمایه صندوق در برگزیده عواید ناشی از فعالیت ها در حوزه نفتی است. انتقال دارایی برای تامین کسری بودجه غیرنفتی جزو مخارج این صندوق است، در حالی که دستورالعمل بودجه ای تدارک یافته در سال ۲۰۰۱ در آن کشور محدودیتی را به میزان ۴ درصد دارایی های آن صندوق برای کسری بودجه ساختاری غیرنفتی دولت در نظر گرفته است. با این حال از آنجایی که این نرخ ۴ درصد برآوردی از نرخ بازده واقعی بلندمدت آن صندوق است، این امر به پس انداز سرمایه حقیقی صندوق منجر و صرفاً باعث افزایش هزینه بازده آن را می شود.

* صندوق مذکور از یکپارچگی کامل با بودجه برخوردار است (نمودار زیر). در واقع خالص تخصیص دارایی به صندوق، بخشی از یک فرآیند بودجه ای است. این فرآیند به کارگیری درآمدهای نفتی توسط دولت و نیز مازاد واقعی بودجه مالی را در وضعیت شفاف قرار می دهد.

نمودار ۱- ساز و کار بودجه ای GPE هزینه ها



سرمایه این صندوق ها همچنان تداوم یافته و از نرخ افزایش سالانه ای حدود ۸۰۰ میلیارد تا ۹۰۰ میلیارد دلاری برخوردار باشد. بر این اساس پیش بینی می شود تا سال ۲۰۱۲ میزان دارایی های این صندوق ها به حدود ۱۲ تریلیون دلار برسد.

در زیر به فهرستی از عناوین این صندوق ها در کشورهای مختلف با ذکر مقدار حداقل و حداکثری برآورد میزان دارایی ها و مبلغ آنها اشاره می شود:

نام کشور	عنوان صندوق	مقدار دارایی ها
		حداکثر
۱- کشورهای صادرکننده نفت و گاز		
امارات متحده عربی	صندوق سرمایه گذاری ابوظهبی	۴۵۰
رواندا	صندوق بازتوسعه دولت - جهانی	۲۸۰
موریتانی	صندوق مخازن مسکن	۲۸۹
کویت	صندوق ذخیره امن ملی	۲۱۲
اسرائیل	صندوق سرمایه گذاری ملی	۵۰
رومانی	صندوق ذخیره	۱۲۵
	صندوق رفاه ملی	۳۳
قطر	صندوق ذخیره دولتی - صندوق نفت	۳۰
الجزایر	صندوق ذخیره استواری نظیر درآمدها	۳۲
الاتحادیه امارات (الاتحاد)	صندوق ذخیره ملی ابوظهبی	۲۰
سویس	صندوق سرمایه گذاری اوستا	۳۰
ژاپن	صندوق ملی	۲۱
مکزیک	حزبه ملی BHD	۱۹
کلمنت	صندوق ملی پس انداز ساد افکتا	۱۶
سنگاپور	صندوق ملی	۱۱
ایران	صندوق نفت	۹
آذربایجان	صندوق نفت ملی	۳۵
عمان	صندوق ذخیره عمومی دولت	۲
عمان	صندوق نفت	۱۲
نیوزیلند	صندوق نفت اقتصاد کلان	۱۱
نیوزیلند و نیوزیلند	صندوق نفت درآمد	۱۵
۴- مازاد نفتی آسیایی		
سنگاپور	صندوق سرمایه گذاری دولتی	۱۰۰
چین	صندوق سرمایه گذاری چین	۲۰۰
سنگاپور	صندوق توسعه (Temasek)	۱۰۸
کروئیه	صندوق سرمایه گذاری توسعه	۳۰
مالزی	صندوق نفت	۱۵
۲- سایر کشورها		
استرالیا	صندوق اتری استرالیا	۴۲
اسپانیا	صندوق نفت اقتصادی و اجتماعی	۱۵
	صندوق ذخیره بازتوسعه	۱۵
بولیوی	صندوق بولا (PULA)	۴۹
کره جنوبی	صندوق برای رفاه	۱۲
جمع کل		۲۰۹۳

منبع: Morgan Stanley, Deutsche Bank, IIE, سازمان توسعه و عمران

همانطور که در جدول مذکور دیده می شود، صندوق بازنشستگی دولتی (جهانی) در نروژ (GPF) یکی از بزرگترین صندوق دارایی کشوری در دنیا از لحاظ مقدار دارایی، و فیزیکی است که از رشد بالایی در سال های اخیر برخوردار بوده است. میزان دارایی این صندوق در پایان سال ۲۰۰۷ به رقمی در حدود ۳۷۳ میلیارد دلار رسیده است که این رقم معادل حدود صد در

* مخارج دولت

* سرمایه گذاری ها (زیربنایی و سرمایه انسانی)

با این حال طرح هایی در اداره صندوق وجود دارد که بر اساس آن می باید به تدریج به سمت دارایی های واقعی غیرمنقول حرکت کند تا بدین وسیله در رابطه ریسک- بازده آن بهبود بیشتری حاصل شود. در دهه گذشته راهبرد سرمایه گذاری صندوق یک متوسط درجه سلامت ۴/۳ درصدی نرخ بازده سالانه برای آن ایجاد کرده است.

* مدیریت دارایی صندوق با مجموعه ای از دستورالعمل های رفتاری همراه است. این رهنمودها که توسط وزارت دارایی بنا نهاده شده است، مبتنی بر اصول پذیرفته شده بین المللی از جانب سازمان ملل و سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) است. دو ابزار سیاستی برای ارتقای تعهدات اخلاقی صندوق مورد استفاده قرار می گیرد. اول آنکه صندوق حقوق مالکیت را در شرکت هایی لحاظ می کند که سرمایه گذاری های آنها با مدیریت مطلوب و مسئول توأم بوده است و مبتنی بر احترام به حقوق انسانی و توجه به محیط زیست است، چرا که این امور با منافع مالی صندوق در ارتباط است. دوم، وزارت دارایی می تواند از سرمایه گذاری های صندوق در شرکت های خاص که عملیات آنها از یک ریسک غیرقابل قبول و غیر اخلاقی برخوردار است، جلوگیری کند.

* GPF راهبرد بسیار شفاف را در سرمایه گذاری ها دنبال می کند (نمودار ۲). وزارت دارایی در چارچوب مدیریت صندوق به طور منظم گزارش هایی را در مورد اهداف، راهبرد سرمایه گذاری و پیامدهای عملکرد آن، و نیز دستورالعمل های رفتاری مربوط به آن ارائه می کند. بانک مرکزی نیز به عنوان مدیر اجرایی آن صندوق گزارش هایی را در زمینه مدیریت آن از لحاظ عملکرد و فهرست سالانه کلیه سرمایه گذاری های انجام شده به صورت فصلی و سالیانه منتشر می کند. همچنین اطلاعات تشریحی مربوط به رأی گیری های صورت گرفته در جلسات سهامداران منتشر می شود.

نمودار ۲- ساختار اداره GPF



* دارایی های صندوق به طور منحصر در خارج از کشور سرمایه گذاری می شود. این راهبرد به تنوع ریسک و بازده مناسب مالی منجر می شود. علاوه بر این، این کار اقتصاد غیرنفتی را از شوک های حاصله در بخش نفت که می توان فشارهایی را بر نرخ ارز وارد کند، حفاظت می کند (در اصطلاح در قبال بیماری هلندی). * GPF از سهام خرد مالکیت بیش از هفت هزار شرکت منفرد در سطح دنیا برخوردار است.

* بازده بالای صندوق و راهبرد ریسک ملایم آن مطابق با اهداف پیش بینی شده است. در حال حاضر صندوق در حال تعدیل پرتفوی خود مطابق با راهبرد تازه انتخاب معیار پایه بر اساس دارایی های ۶۰ درصدی سهام و ۴۰ درصدی با درآمد ثابت است.

پانویس ها

- 1- Sovereign wealth Funds
- 2- Hedge Funds
- 3- Government Pension Fund (GPF)

منابع و مأخذ

- 1- Norways Oil Fund Shows the way for wealth Funds, IMF Survey, July, 2008
- 2- Sovereign wealth Funds, International Monetary Fund, February 29, 2008