



# ارزیابی تجربه مدیریت منابع حاصل از صادرات نفت در ایران و ارائه راهبردهای اصلاحی



صندوق توسعه ملی



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تاریخ انتشار:  
۱۴۰۴/۳/۶

شماره مسلسل: ۲۰۷۶۴  
کد موضوعی: ۲۳۰



مرکز پژوهش‌های  
مجلس شورای اسلامی

### عنوان گزارش:

ارزیابی تجربه مدیریت منابع حاصل از صادرات نفت در ایران و ارائه راهبردهای اصلاحی

نوع گزارش: طرح / لایحه  راهبردی  نظارتی  پیش‌نویس قانونی

### نام دفتر:

مطالعات بخش عمومی (گروه سرمایه‌گذاری های عمومی و مالیه دولت‌های محلی)

### تهیه و تدوین‌کنندگان:

علیرضا صدیقی (گروه سرمایه‌گذاری های عمومی و مالیه دولت‌های محلی)، محمدرضا حسن‌پور (گروه سرمایه‌گذاری های عمومی و مالیه دولت‌های محلی)، مهدی دارابی (دفتر اقتصادی گروه پولی و بانکی)

### مدیر مطالعه:

محمدحسین معماریان

### ناظر علمی:

سیدمحمدحسین فاطمی

### اظهار نظرکننده داخل مرکز:

توفیق حسین زاده

### همکار:

محمدرضا حیدری

### گرافیک و صفحه آرایی:

سمیرا صادقی عسکری

### ویراستار ادبی:

زهره عطاردی

### واژه‌های کلیدی:

۱. صندوق توسعه ملی
۲. درآمدهای نفتی
۳. بیماری هلندی



تاریخ شروع مطالعه: ۱۴۰۳/۷/۱

## فهرست مطالب

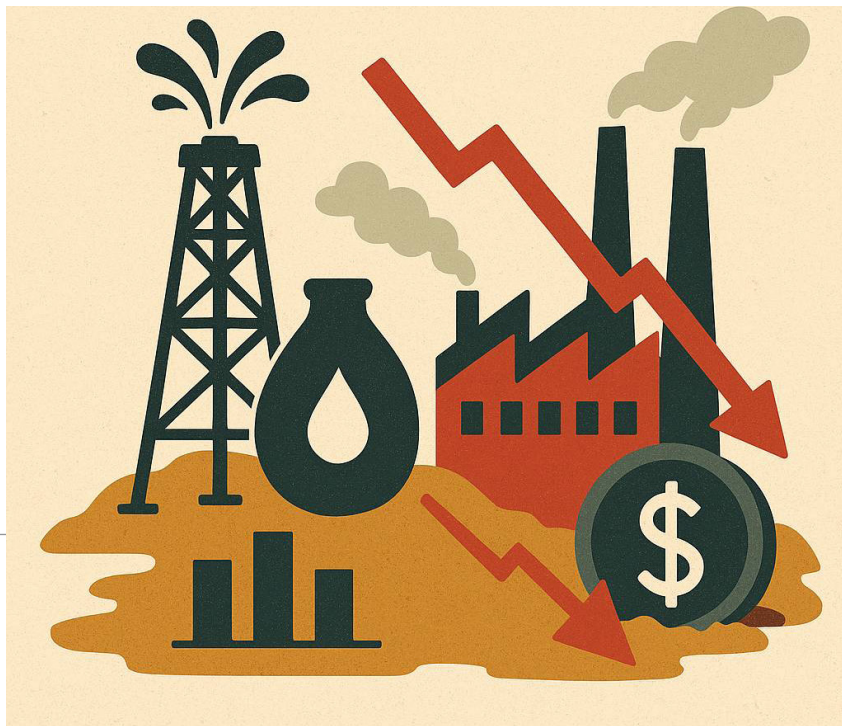
۷	چکیده
۸	خلاصه مدیریتی
۹	۱. مقدمه
۱۰	۲. پیشینه
۱۰	۲-۱. سوابق مطالعاتی در مرکز
۱۰	۳. اقتصاد نفتی ایران در دهه‌های اخیر
۱۰	۳-۱. ارزش‌های نفتی و بی‌ثباتی قیمتی
۱۲	۳-۲. ارزش‌های نفتی و بیماری هلندی
۱۳	۴. مبانی نظری
۱۶	۴-۱. ملاحظات در طراحی صندوق‌های ثروت ملی
۲۰	۵. نگاهی دوباره به تجربه مدیریت منابع نفتی کشور
۲۰	۵-۱. برنامه‌های عمرانی و سازمان برنامه: سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها
۲۱	۵-۲. برنامه سوم توسعه و حساب ذخیره ارزی: تثبیت ارز ورودی به بودجه
۲۳	۵-۳. برنامه پنجم توسعه و صندوق توسعه ملی: صندوق ثروت ملی
۲۵	۶. ارزیابی اساسنامه و عملکرد صندوق توسعه ملی
۲۵	۶-۱. مأموریت صندوق توسعه
۲۶	۶-۲. منابع صندوق توسعه
۲۷	۶-۳. مصارف صندوق توسعه
۲۸	۶-۴. حاکمیت شرکتی صندوق توسعه
۲۸	۷. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۳۰	۷-۱. پیشنهادها
۳۰	۸. پیوست. پیش‌نویس اصلاح اساسنامه صندوق توسعه ملی
۳۱	منابع و مآخذ

## فهرست شکل‌ها

- شکل ۱. نمودار نرخ حقیقی ارز و معکوس ارزش حقیقی صادرات نفتی ایران به قیمت‌های ثابت سال ۱۴۰۱، ۱۳۵۳ تا ۱۴۰۱ ..... ۱۱
- شکل ۲. نمودار روند نرخ ارز، نرخ ارز PPP، مداخلات ارزی ..... ۱۲
- شکل ۳. نمودار نسبت شاخص قیمت مسکن و خدمات به شاخص کل ..... ۱۳
- شکل ۴. نوع صندوق ثروت‌های ملی در مناطق مختلف جهان (درصد براساس تعداد صندوق‌ها) ..... ۱۹
- شکل ۵. روند نزولی سهم پرداخت‌های عمرانی از مجموع پرداخت‌های بودجه دولت ..... ۲۰
- شکل ۶. نوسانات قیمت هر بشکه نفت سبک ایران ..... ۲۲
- شکل ۷. سهم برداشت‌های دولت‌ها از مجموع منابع صندوق توسعه ملی ..... ۲۴
- شکل ۸. سهم قانونی صندوق توسعه ملی ..... ۲۶

## فهرست جداول

- جدول ۱. صندوق‌های ثبات‌ساز (هدف حفظ ثروت) ..... ۱۷
- جدول ۲. صندوق‌های راهبردی/توسعه‌ای (هدف ایجاد ثروت) ..... ۱۸
- جدول ۳. صندوق‌های پس‌انداز (هدف رشد ثروت) ..... ۱۹



## ارزیابی تجربه مدیریت منابع حاصل از صادرات نفت در ایران و ارائه راهبردهای اصلاحی

### چکیده



در کشورهای نفتی مانند ایران که سهم صادرات نفتی از مجموع صادرات معمولاً بیش از ۵۰ درصد است، نوسانات ناشی از کاهش و افزایش ارزشهای نفتی موجب شوک معناداری بر نرخ حقیقی ارز می‌شود. از آنجاکه لنگر اسمی انتظارات قیمتی در ایران نرخ ارز بوده و همچنین نوسانات آن به سرعت در نوسانات تورمی منتقل می‌گردد، تغییرات ورودی ارزشهای نفتی به کشور منجر به بی‌ثباتی اقتصادی در سطح کلان می‌شود.

براساس تجربه‌های جهانی، مدیریت عواید حاصل از منابع طبیعی عمدتاً از طریق سازوکار صندوق‌های ثروت انجام می‌شود. طراحی و نقش صندوق‌های نفتی بسته به اهداف کلان اقتصادی هر کشور می‌تواند متفاوت باشد. براساس اهداف و نقش‌ها، صندوق‌های ثروت را می‌توان به سه نوع اصلی تقسیم کرد:

۱. صندوق‌های ثبات‌ساز، ۲. صندوق‌های پس‌انداز، ۳. صندوق‌های توسعه‌ای.

با نگاهی واقع‌گرایانه، به نظر می‌رسد که اولویت نخست کشور در این حوزه، حفظ ثبات اقتصاد کلان از طریق اطمینان از تأمین منابع ارزی حاصل از صادرات نفت در میان مدت است. به بیان دیگر، تعریف (یا بازتعریف) یک صندوق ثبات‌ساز اولویت بسیار بالاتری نسبت به دو نوع صندوق دیگر دارد. بی‌توجهی به این اولویت، هر نوع صندوقی را عملاً به قلکی برای دولت‌ها تبدیل می‌کند تا در زمان بروز کسری بودجه، منابع لازم را با برداشت از آن جبران کنند.



## شرح / بیان مسئله

در شکل کنونی، قاعده تسهیم منابع بین بودجه دولت و صندوق توسعه به دنبال آن است که به تدریج سهم نفت را از مخارج عمومی کشور به صفر برساند که این امر تناسبی با واقعیت‌های اقتصادی حال حاضر کشور ندارد. در نظر نگرفتن این مسئله موجب شده تا استقراض دولت از صندوق به امری متداول و بدون هزینه تبدیل شود.

نحوه توزیع درآمدهای نفتی بین دولت و صندوق، برداشتهای مداوم دولت از صندوق و ساختار سرمایه‌گذاری‌های صندوق موجب شده ارزشهای نفتی به روش‌های مختلف وارد بازار ارز شده و در عمل کنترلی در برابر ورود ارزهای نفتی به بازار ارز وجود نداشته است. درخصوص سرمایه‌گذاری صندوق به شکل نگهداری دارایی‌های خارجی نظیر سهام و اوراق قرضه خارجی باید گفت که اساساً در شرایط تحریمی، سرمایه‌گذاری خارجی قابل اتکا نیست. حال آنکه وضعیت سرمایه‌گذاری در کشور بیانگر آن است که اقتصاد ایران از هر نظر برای سرمایه‌گذاری صندوق اولی است.

همچنین در شرایط فعلی، کشور در حوزه سرمایه‌گذاری زیرساختی دچار خلأ اساسی بوده و شرکت‌های غیردولتی توان و انگیزه و قدرت پذیرش ریسک انجام آن را ندارند. لذا ضروری است تا در سازوکار مدیریت منابع حاصل از صادرات نفت در کشور بازنگری انجام شود.

براساس تجربه‌های جهانی، مدیریت عواید حاصل از منابع طبیعی عمدتاً از طریق سازوکار صندوق‌های ثروت انجام می‌شود. طراحی و نقش صندوق‌های نفتی بسته به اهداف کلان اقتصادی هر کشور می‌تواند متفاوت باشد. براساس اهداف و نقش‌ها، صندوق‌های ثروت را می‌توان به سه نوع اصلی تقسیم کرد. ۱. صندوق‌های ثبات‌ساز، ۲. صندوق‌های پس‌انداز و ۳. صندوق‌های توسعه‌ای. با در نظر گرفتن نکات مطرح شده و با نگاهی واقع‌گرایانه، به وضوح مشخص است که اولویت نخست کشور در این حوزه، حفظ ثبات اقتصاد کلان از طریق اطمینان از تأمین منابع ارزی حاصل از صادرات نفت در میان مدت است. به بیان دیگر، تعریف (یا بازتعریف) یک **صندوق ثبات‌ساز** اولویت بسیار بالاتری نسبت به دو نوع صندوق دیگر دارد. بی‌توجهی به این اولویت، هر نوع صندوقی را عملاً به قلکی برای دولت‌ها تبدیل می‌کند تا در زمان بروز کسری بودجه، منابع لازم را با برداشت از آن جبران کنند.

## نقطه‌نظرات / یافته‌های کلیدی

❶ کاهش ارزش حقیقی صادراتی نفتی: در دهه ۱۳۹۰ و سال‌های ابتدایی دهه ۱۴۰۰ کشور در وضعیت وفور نفتی قرار ندارد و ارزش حقیقی صادرات نفتی در سطح دهه‌های ۶۰ و ۷۰ است. این موضوع به‌خصوص از سال ۱۳۹۷ و با بازگشت تحریم‌های ظالمانه علیه کشور قابل مشاهده است. با توجه به چشم‌انداز تداوم تحریم‌ها، محدودیت‌های تولید و مصرف فزاینده داخلی به نظر می‌رسد در آینده نزدیک نیز کشور به دوره وفور نفتی وارد نخواهد شد و لذا مسئله بیماری هلندی در اقتصاد ایران در اولویت قرار ندارد.

❷ نوسان بالای منابع: منابع حاصل از صادرات نفت و گاز در ایران بسیار نوسانی است؛ این نوسانات در ایران هم ناشی از نوسانات قیمت نفت و هم ناشی از نوسانات فروش نفت (در پی تحریم‌های ظالمانه بین‌المللی) است.

❸ وابستگی بالا به منابع: بودجه دولت در ایران شدیداً به عواید نفتی (نفت، گاز، میعانات گاز و فراورده‌های نفتی) وابسته است. براساس قانون بودجه سال ۱۴۰۴ کل کشور، میزان وابستگی منابع عمومی دولت به این عواید (با احتساب استقراض از صندوق توسعه ملی، منابع هدفمندسازی یارانه‌ها و اعتبارات بنیه دفاعی و طرح‌های خاص) بالغ بر ۴۴ درصد است. همچنین مدیریت

نیازهای ارزی کشور برای واردات کالاهای اساسی، با استفاده از منابع ارزی نفتی تأمین می‌شود.

- ۴ فقدان منابع مازاد: در سال‌های اخیر، قریب به اتفاق منابع حاصل از صادرات نفت و گاز صرف مخارج بودجه‌ای و فرابودجه‌ای دولت شده و سهم ناچیزی از آن در اختیار صندوق توسعه ملی قرار گرفته است.
- ۵ ضرورت سرمایه‌گذاری داخلی: زیرساخت‌های کشور در حوزه‌های انرژی، منابع آب، حمل‌ونقل، محیط زیست، ارتباطات و ... شدیداً نیازمند جذب سرمایه‌گذاری‌های کلان هستند.

### پیشنهاد راهکارهای تقنینی، نظارتی یا سیاستی

ناظر به ملاحظات ذکر شده در مورد چهار مؤلفه صندوق توسعه، اصلاح این نهاد نیازمند پیروی از رویکردهای زیر است:

- ۱ تثبیت ورودی ارزهای نفت از مسیر بودجه سالیانه دولت به یک عدد ثابت ارزی (مثلاً ۲۰ میلیارد دلار در هر سال)،
- ۲ واگذاری مأموریت تثبیت فوق به صندوق توسعه ملی (واریز منابع مازاد به صندوق و تأمین کسری منابع از موجودی صندوق)،
- ۳ اضافه شدن سرمایه‌گذاری مستقیم در پروژه‌های کلان و ملی به مصارف صندوق، کاهش معنادار سهم سرمایه‌گذاری‌ها و تأمین مالی خرد از مصارف صندوق و نگهداری بخشی از منابع صندوق به‌صورت ارزهای در دسترس،
- ۴ بازنگری در ارکان صندوق با هدف افزایش اقتدار صندوق و هم راستا شدن انگیزه ارکان با خلق ثروت،
- ۵ شفافیت مصارف (مجوزهای برداشت) از صندوق توسعه ملی،
- ۶ تکلیف صندوق به نگهداری حداقل مقدار مشخصی از دارایی‌های خود به‌صورت دارایی‌های مالی با نقدشوندگی بالا و در دسترس،
- ۷ اعمال سقف سرمایه‌گذاری صندوق در حوزه‌های استخراج یا پالایش نفت و گاز.

## ۱. مقدمه

کشورهای نفتی به‌دلیل نوسانات شدید قیمت نفت و گاز در بازارهای جهانی، معمولاً با چالش‌های جدی در تأمین بودجه، توسعه اقتصادی پایدار و حفظ ثبات مالی روبه‌رو هستند. تثبیت سهم دولت از این درآمدها، یکی از مهم‌ترین گام‌ها در مسیر اصلاح نوسانات و بی‌ثباتی اقتصادهای نفتی است. همچنین، نفت و گاز منابعی محدود و غیرقابل تجدید هستند و استخراج و استفاده از این منابع به‌طور دائمی امکان‌پذیر نیست. به همین دلیل، ضروری است که کشورها بخشی از درآمدهای نفتی خود را به‌عنوان پس‌انداز برای نسل‌های آینده ذخیره کنند.

در چند دهه اخیر تلاش‌های متعددی برای مدیریت بهینه درآمدهای نفتی کشور انجام شده که ایجاد حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی از جمله مهم‌ترین این تلاش‌ها بوده است. این صندوق‌ها به‌عنوان ابزارهایی برای مقابله با نوسانات قیمت نفت، کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی و حمایت از توسعه اقتصادی ایجاد شده‌اند. با این حال، چالش‌هایی نظیر برداشت‌های مکرر از منابع صندوق و نبود شفافیت کافی در عملکرد آن، مانع از دستیابی کامل به اهداف بلندمدت شده است.



## ۲. پیشینه



## ۲-۱. سوابق مطالعاتی در مرکز

## گزارش شماره ۱۲۴۲۴، آشنایی با حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی

در این گزارش ابتدا به سابقه تأسیس صندوق‌های نفتی در دنیا و سپس چگونگی تشکیل حساب ذخیره ارزی در ایران و عملکرد آن در برنامه‌های سوم و چهارم توسعه پرداخته شده است. در ادامه اساسنامه صندوق توسعه ملی و حساب ذخیره ارزی در [قانون برنامه پنجم](#) و برخی نکات قوت و ضعف این قانون بیان شده است.

گزارش شماره ۱۹۱۶۰، بررسی لایحه برنامه هفتم توسعه: صندوق توسعه ملی و مدیریت بهینه درآمدهای نفتی در این گزارش ضمن بررسی نقاط قوت و ضعف برنامه‌های توسعه پیشین، الگوی پیشنهادی در راستای مدیریت بهینه درآمدهای نفتی ارائه شده که به اختصار عبارت است از: تعیین مقدار ثابت دلاری (مثلاً ۲۰ میلیارد دلار) به‌عنوان سقف بهره‌مندی سالیانه دولت از منابع نفتی در دوران برنامه، واریز مازاد منابع به حساب صندوق توسعه ملی یا تأمین کسری منابع از محل سهم صندوق.

## گزارش شماره ۱۹۲۰۸، بررسی گزارش عملکرد صندوق توسعه ملی

در این گزارش ضمن بررسی گزارش عملکرد صندوق از ابتدای تا پایان سال ۱۴۰۰ (آخرین گزارش منتشر شده تا زمان انتشار گزارش حاضر) و برشمردن کاستی‌های گزارشگری مالی و عملکردی صندوق، به آسیب‌هایی اشاره شده است که در بیش از یک دهه، عملکرد صندوق را با اختلالاتی مواجه کرده‌اند. از جمله این آسیب‌ها می‌توان به برداشت‌های بی‌رویه دولت‌ها از منابع صندوق و عدم تناسب شیوه‌های سرمایه‌گذاری صندوق با مأموریت‌های آن اشاره کرد.

## ۳. اقتصاد نفتی ایران در دهه‌های اخیر



یکی از دغدغه‌های اصلی کشور در مدیریت درآمدهای نفتی، حفاظت از بودجه و اقتصاد در برابر شوک‌های بزرگ و مداوم ناشی از قیمت نفت و تحریم‌هاست. از آنجاکه دولت بخش عمده‌ای از رانت نفت و منابع معدنی را به‌صورت مستقیم (واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای) یا به‌طور غیرمستقیم (از طریق درآمدهای مالیاتی شرکت‌های وابسته به منابع طبیعی) دریافت می‌کنند، تغییرات در قیمت منابع طبیعی یا تشدید و تضعیف تحریم‌ها می‌تواند تأثیرات چشمگیری بر وضعیت مالی عمومی داشته باشد. در ایران، بودجه دولت کانال اصلی انتقال تأثیر درآمدهای نفتی به اقتصاد است، زیرا همواره در فراز و فرود درآمدها، این مخارج عمومی است که مجبور به تعدیل می‌شوند.

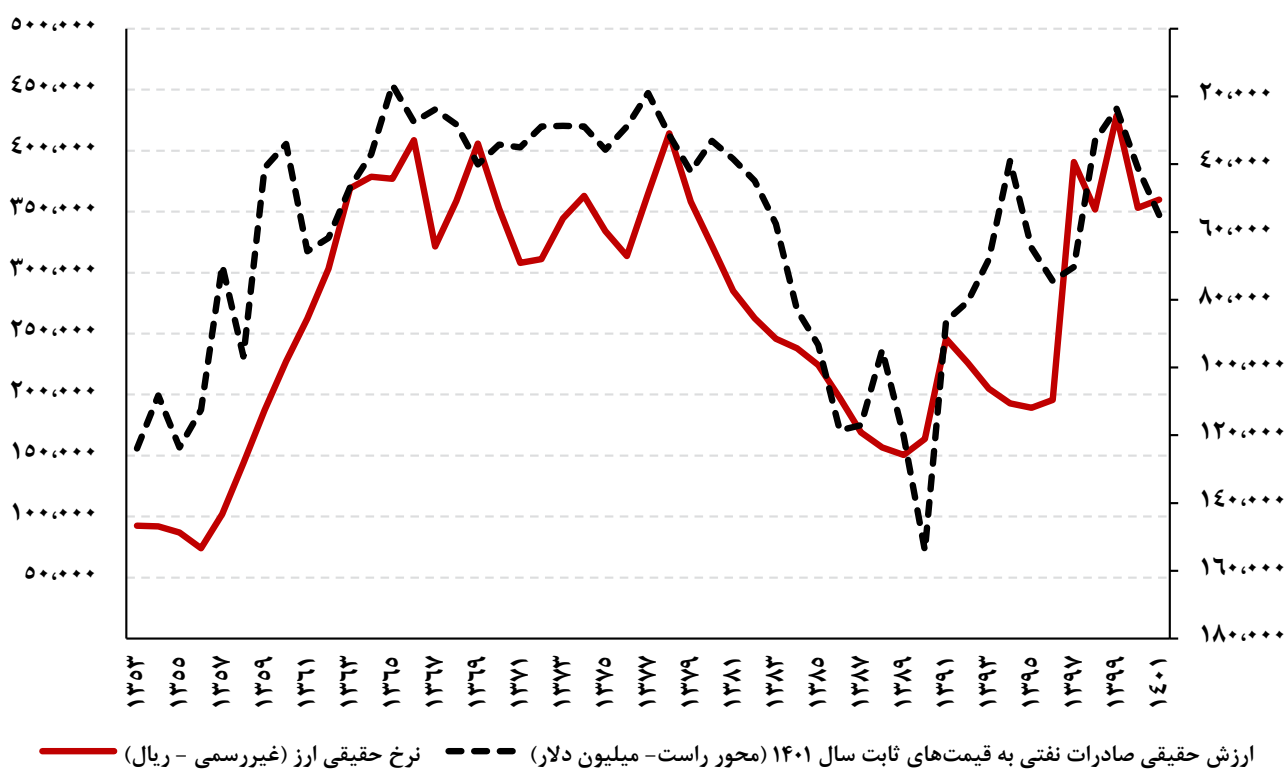
## ۳-۱. ارزش‌های نفتی و بی‌ثباتی قیمتی

در کشورهای نفتی مانند ایران که سهم صادرات نفتی از مجموع صادرات معمولاً بیش از ۵۰ درصد است، نوسانات ناشی از کاهش و افزایش ارزش‌های نفتی موجب شوک معناداری بر نرخ حقیقی ارز می‌شود. از آنجاکه لنگر اسمی انتظارات قیمتی در ایران نرخ ارز بوده و همچنین نوسانات آن به سرعت در نوسانات تورمی منتقل می‌گردد، تغییرات ورودی ارزش‌های نفتی به کشور منجر به بی‌ثباتی

اقتصادی در سطح کلان می‌شود.

همان‌طور که در شکل ۱ ملاحظه می‌شود، نرخ حقیقی ارز در ایران، همبستگی بالایی با ارزش حقیقی صادرات نفتی دارد. در حالی که طبق نظریه برابری قدرت خرید، انتظار می‌رود که در بلندمدت نرخ اسمی ارز متناسب با تورم داخلی و خارجی رشد کند و در نتیجه، روند نرخ حقیقی ارز دچار تغییر سطح دائمی نشود. در دوره‌های وفور درآمدهای نفتی (دهه‌های ۱۳۵۰ و ۱۳۸۰) شاهد کاهش نرخ حقیقی ارز (افزایش قدرت پول ملی) و در دوره‌های کمبود درآمدها (دهه‌های ۱۳۶۰ و ۱۳۷۰ و سال‌های اخیر) نرخ حقیقی ارز افزایش یافته است. بنابراین تغییرات قدرت پول ملی غالباً تحت تأثیر صادرات نفتی بوده و این تغییرات بر میزان قیمت کالاهای وارداتی تأثیر می‌گذارد و به دلیل سهم قابل توجه واردات، قیمت‌های نسبی در اقتصاد تغییر می‌کند و از این مسیر، بی‌ثباتی به تمام بخش‌های اقتصاد وارد می‌شود.

شکل ۱. نمودار نرخ حقیقی ارز و معکوس ارزش حقیقی صادرات نفتی ایران به قیمت‌های ثابت سال ۱۴۰۱، ۱۳۵۳ تا ۱۴۰۱ [۱]



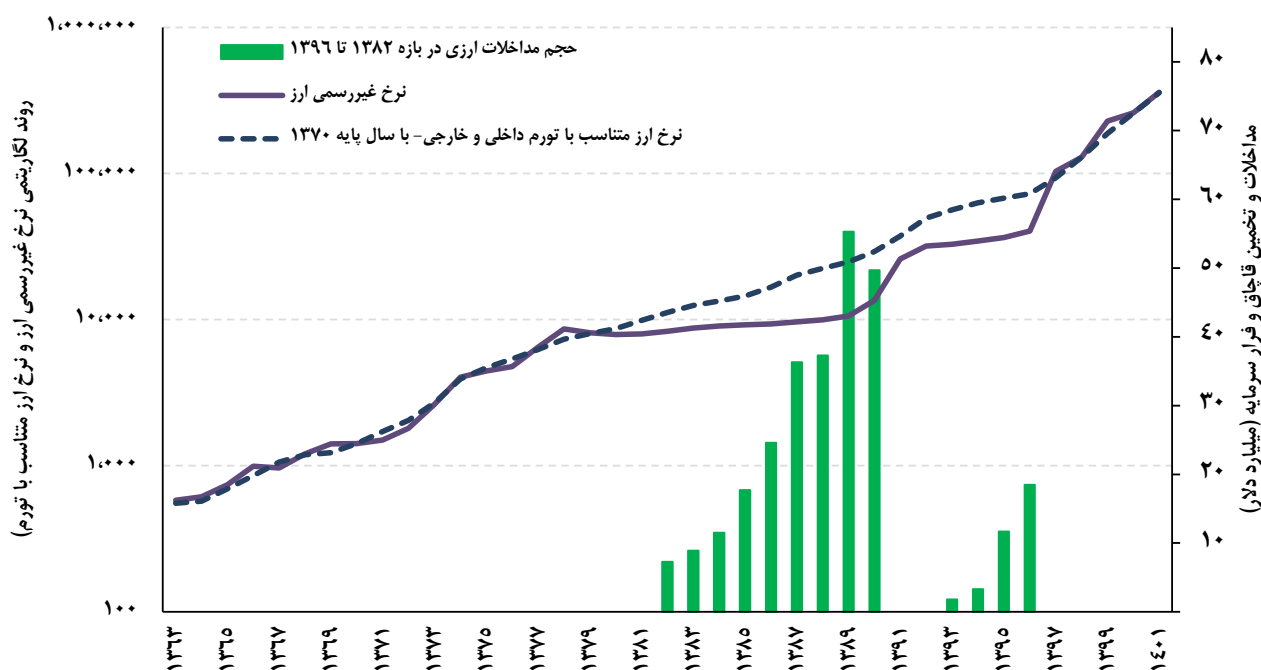
به دلیل رانت منابع طبیعی، ارزهای نفتی این قدرت را دارند که نرخ حقیقی ارز را دچار تغییر سطح دائمی کنند (ملاحظه کنید: [۱۷] [۱۶] [۱۹] [۲۰] [۲۱]). منظور از رانت منابع طبیعی اختلاف بین قیمت و هزینه تولید است [۱]. به بیان دیگر، این ارزها بدون صرف هزینه عوامل تولید حاصل شده و ارزیابی که از صادرات غیرنفتی حاصل می‌شود، عمدتاً حاصل هزینه کرد عوامل تولید بوده و خود را در قیمت و در نتیجه تورم نمایش می‌دهد. بنابراین، هم‌زمان با افزایش صادرات حاصل از ارزش افزوده عوامل تولید (صادرات غیرنفتی)، سطح عمومی قیمت‌ها نیز افزایش می‌یابد و در نهایت نرخ حقیقی ارز کاهش نمی‌یابد. در مقابل، افزایش ارزهای نفتی (ناشی از رانت منابع طبیعی) هیچ مابه‌ازای تورمی در کشور ندارد و این امر می‌تواند موجب کاهش نرخ حقیقی ارز شود.

همان‌طور که در شکل ۱ نیز مشخص است در دهه ۱۳۹۰ و سال‌های ابتدایی دهه ۱۴۰۰ کشور در وضعیت وفور نفتی قرار ندارد



و ارزش حقیقی صادرات نفتی در سطح دهه‌های ۶۰ و ۷۰ است. این موضوع به‌خصوص از سال ۱۳۹۷ و با بازگشت تحریم‌های ظالمانه علیه کشور به وضوح در شکل ارزش حقیقی صادرات نفت و نرخ ارز حقیقی قابل مشاهده است. با توجه به چشم‌انداز تداوم تحریم‌ها، محدودیت‌های تولید و مصرف فزاینده داخلی به‌نظر می‌رسد در آینده نزدیک نیز کشور به دوره وفور نفتی وارد نخواهد شد. شکل ۲ روند متوسط نرخ غیررسمی ارز و نرخ ارز حاصل از تورم داخلی و خارجی (نرخ ارز PPP) را در کنار مداخلات ارزی نمایش می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در دهه ۱۳۸۰، با افزایش صادرات نفتی و مداخلات ارزی حاصل از آن، نرخ ارز رشد به‌مراتب کمتری نسبت به تورم داخلی به خارجی داشته است. این پدیده با کاهش نرخ حقیقی ارز و کاهش قیمت نسبی کالاهای خارجی به داخلی و کاهش قدرت رقابت‌پذیری تولیدات داخلی متناظر است. لازم به ذکر است که در دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳، بالا بودن نرخ حقیقی سود سپرده بانکی اثر معناداری بر کاهش رشد نرخ ارز داشته است [۲].

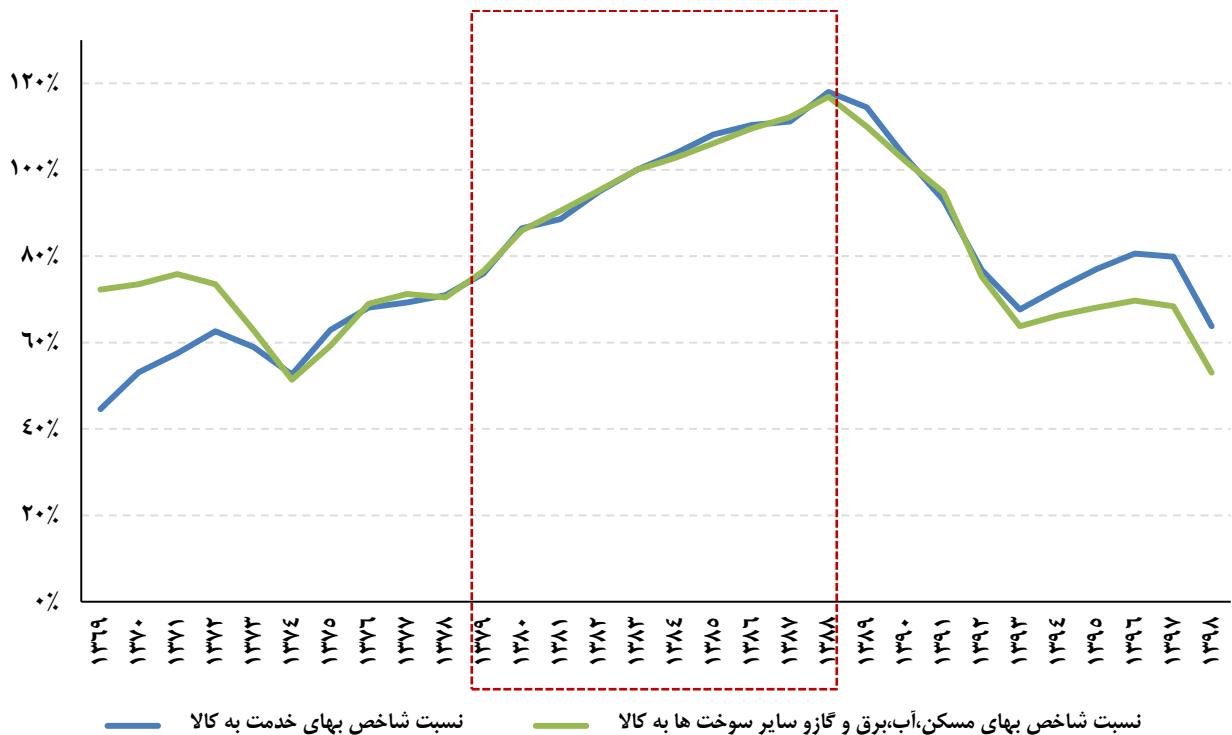
شکل ۲. نمودار روند نرخ ارز، نرخ ارز PPP، مداخلات ارزی [۴]



### ۲-۳. ارزهای نفتی و بیماری هلندی

کاهش قیمتی حقیقی ارز، کاهش قیمت نسبی کالاهای خارجی را به‌دنبال دارد. در این شرایط، تنها تولیداتی قابلیت رقابت خواهند داشت که از رانت منابع طبیعی و دیگر انواع رانت‌ها بهره بیشتری داشته و یا اینکه اقلام غیرقابل تجارت مانند مسکن و خدمات باشند. تولیداتی مانند پتروشیمی‌ها و فولادی‌ها که از رانت منابع طبیعی بهره می‌برند شامل این مورد می‌شوند. بخشی از تولیدات نیز از رانت منابع طبیعی نفت، به‌شکل واردات با ارزهای ارزان نفتی، استفاده می‌کنند. برخی تولیدات نیز صرفاً با انواع معافیت‌ها و مشوق‌ها امکان ادامه کار داشته‌اند. همچنین، به‌دلیل عدم قدرت رقابت‌پذیری و سوق دادن منابع و عوامل تولید کشور به بخش غیرقابل مبادله، اقتصاد ایران دچار بیماری هلندی و تضعیف بخش صنعت شده است. افزایش قیمت‌های حوزه خدمات و مسکن نسبت به شاخص کل قیمت‌ها در دهه ۱۳۸۰ که دوره وفور ارزهای نفتی بوده، شاهدهی بر این مدعا است (شکل ۳).

شکل ۳. نمودار نسبت شاخص قیمت مسکن و خدمات به شاخص کل [۵]



**یادداشت:** نمودارها با استفاده از داده‌های بانک مرکزی ترسیم شده است. عدم صعود مجدد نسبت‌ها در نیمه اول دهه ۱۳۹۰، با وجود پایین آمدن نرخ حقیقی ارز، به دلیل آن بوده که عمده دلیل کاهش نرخ حقیقی ارز، بالا بودن نرخ حقیقی سود سپرده بانکی در دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ بوده است. به بیان دیگر، کاهش نرخ حقیقی ارز در دهه ۱۳۹۰ ناشی از کاهش تقاضای کل اقتصاد به دلیل به تعویق افتادن تقاضا و به علت بهره‌مندی از سود سپرده بانکی بوده است. در حالی که در دهه ۱۳۸۰، کاهش نرخ حقیقی ارز ناشی از عوامل طرف عرضه، یعنی افزایش صادرات نفتی است.

کاهش نسبت شاخص قیمت مسکن و خدمات به شاخص کل در دهه ۹۰ و به خصوص از سال ۱۳۹۷ را می‌توان به خروج از دوره وفور نفتی در این دوره و کم‌اهمیت شدن بیماری هلندی در کشور نسبت داد. همان‌طور که پیشتر نیز اشاره شد؛ چشم‌انداز روند آتی اقتصاد ایران در آینده نزدیک تداوم این وضعیت است.

## ۴. مبانی نظری

پس از جهش قیمت نفت خام در سال‌های ۱۹۷۳-۱۹۷۴ و اجرای سیاست‌های چرخه‌ای در کشورهای صادرکننده نفت، بسیاری از این کشورها با درآمدهای هنگفتی روبه‌رو شدند که به شدت اقتصاد آنها را تحت تأثیر قرار داد. این درآمدهای بادآورده به دولت‌ها اجازه داد تا به سرعت سرمایه‌گذاری‌های عمده‌ای در زیرساخت‌ها، پروژه‌های صنعتی و اجتماعی انجام دهند. با این حال، سیاست‌های انبساطی که به دنبال این جهش‌های درآمدی اجرا شد، اغلب با چالش‌هایی مواجه گردید. بسیاری از دولت‌ها تمایل داشتند تا این درآمدها را به سرعت به اقتصاد تزریق کنند، اما این سیاست‌ها به سرعت با رکودهای متوالی و کاهش قیمت نفت، ناپایدار می‌شدند.



با کاهش و نوسان قیمت نفت در دوره‌های بعد، بسیاری از این کشورها نتوانستند به‌طور مداوم رشد اقتصادی پایدار را حفظ کنند. سیاست‌های مالی ناپایدار که بیشتر بجای سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های پایدار و توسعه غیرنفتی، صرف پروژه‌های کوتاه‌مدت و مصرفی شد، اقتصاد این کشورها را به نوسانات قیمت نفت وابسته‌تر کرد. این امر منجر به تورم، نوسانات نرخ ارز، و در برخی موارد کاهش رقابت‌پذیری بخش‌های غیرنفتی اقتصاد شد. افزایش درآمدهای نفتی در این کشورها به افزایش مخارج عمومی، ایجاد کسری‌های بودجه و درنهایت به افزایش بدهی‌های خارجی منجر شد. علاوه بر این موارد، معضل رانت‌جویی و دولت‌رانتی، به‌ویژه در کشورهایی با نهادهای حکمرانی ضعیف، شدت گرفت.

سرمایه‌گذاری‌های عظیم دولت‌ها در دوره وفور درآمدی دهه ۱۹۷۰ در عمل با بهره‌وری پایینی همراه بود [۳]. تفکر غالب در ادبیات مرسوم اقتصادی آن دوران که متأثر از اقتصاد کشورهای توسعه‌یافته بود، سرمایه‌گذاری دولت و بخش خصوصی را جانشین یکدیگر می‌دانست [۳]. بنابراین در نسخه‌هایی که برای مدیریت درآمدهای ارزی بادآورده پیشنهاد می‌شد، به نقش مثبت بالقوه سرمایه‌گذاری دولت در اقتصاد کشورهای صادرکننده نفت (که اکثراً در حال توسعه بودند) کمتر توجه شد. از جمله این نسخه‌ها، راهکارهای مبتنی بر فرضیه درآمد دائمی بود که دولت‌ها را بیشتر به سمت پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خارجی و کمتر به سمت مصرف و سرمایه‌گذاری‌های داخلی سوق می‌داد.

از اواسط دهه ۱۹۸۰ و به‌دنبال یک دهه نوسان‌های شدید قیمت نفت، رویکردهای مذکور به‌تدریج تغییر یافت و در دهه ۱۹۹۰ بحث تثبیت ارزی و صندوق‌های تثبیت نیز به توصیه‌های سیاستی کلان اضافه شد. هدف این رویکرد، مدیریت پدیده هم‌چرخه‌ای درآمدهای ارزی و سیاست‌های مالی دولت‌ها بود که موجب تلاطم تقاضای کل می‌شد. اما همچنان این پیشنهادها بحث سرمایه‌گذاری داخلی و پشتیبانی از رشد اقتصادی را مدنظر قرار نمی‌داد.

از دهه ۲۰۰۰ به بعد، محققین با نقد رویکردهای محافظه‌کارانه گذشته، نشان دادند که سرمایه‌گذاری‌های مولد داخلی می‌تواند در مقایسه با راهکارهای گذشته استراتژی بهینه‌تری برای کشورهای در حال توسعه باشد. برگ و همکاران (۲۰۱۲ و ۲۰۱۳) [۲۲] و [۲۳] ادعا می‌کنند در کشورهای کمتر توسعه‌یافته که با کمبود سرمایه‌گذاری بخش خصوصی مواجه هستند، سرمایه‌گذاری دولت در زیرساخت‌ها (با استفاده از درآمدهای ارزی بادآورده نظیر منابع طبیعی و کمک‌های خارجی) می‌تواند اثر خارجی مثبت داشته باشد و باعث بهبود کارایی و عملکرد اقتصاد، به‌خصوص در بخش‌های قابل تجارت شود. در ادامه بخش خصوصی نیز انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری پیدا می‌کند. پژوهش‌های وندرپلوگ (۲۰۱۱) [۱۵] نیز نتیجه مشابهی را در مورد درآمد حاصل از منابع طبیعی اظهار می‌کند و نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری مولد دولت که از درآمد صادرات کالاهای خام تأمین مالی می‌شود، می‌تواند در مقایسه با پس‌انداز این منابع در دارایی‌های خارجی، اثر رشدی بیشتری داشته باشد.

رویکردهای مذکور، سرمایه‌گذاری دولت را مکمل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌دانند و نه جانشین آن. اما به این نکته نیز توجه دارند که بین حجم سرمایه‌گذاری و تعادل اقتصاد کلان بده‌بستان وجود دارد و برای تحقق پیامدهای مثبت سرمایه‌گذاری‌های دولتی، باید به ظرفیت جذب اقتصاد نیز توجه داشت.

مسئله بزرگ «مدیریت بهینه درآمدهای ارزی» در کشورهای غنی از منابع طبیعی را می‌توان در قالب سه انتخاب پیش روی دولت‌ها بیان کرد:

- چه میزان از درآمدها باید پس‌انداز شود؟ به‌عبارت‌دیگر، پروفایل زمانی بهینه برای مصرف درآمدها چیست؟
- چه میزان از پس‌اندازها باید در اقتصاد داخلی سرمایه‌گذاری شود و چه میزان در دارایی‌های خارجی؟

● **توازن سرمایه‌گذاری عمومی و خصوصی در اقتصاد داخلی چگونه باشد؟**

پاسخ هریک از این موارد بستگی زیادی به شرایط خاص هر کشور دارد. آنچه برای یک کشور با درآمد بالا و سرمایه فراوان مانند نروژ یا کویت مناسب است، احتمالاً برای کشوری با درآمد پایین، فقر گسترده و کمبود سرمایه مانند کشورهای آفریقایی مناسب نخواهد بود. به‌طور کلی، طیفی از پاسخ‌ها به سؤالات بالا قابل طرح است که می‌توان آنها را از لحاظ وزنی که به پس‌انداز و نسل‌های آتی در مقابل سرمایه‌گذاری، مصرف و رفاه نسل‌های فعلی قائل هستند، به سه دسته تقسیم‌بندی کرد [۴]:

● **دیدگاه اول، فرضیه درآمد دائمی:** این دیدگاه که بر پایه فرضیه درآمد دائمی فریدمن استوار است؛ پیشنهاد می‌کند که درآمد ارزی منابع باید به‌گونه‌ای مدیریت شوند که سطح مصرف آنها در طول زمان ثابت و پایدار باقی بماند. هدف از این راهبرد، هموارسازی مصرف میان نسل‌های مختلف است تا هم نسل‌های کنونی و هم نسل‌های آینده از این منابع بهره‌مند شوند. برای دستیابی به این هدف، بخشی از درآمدهای ارزی باید در یک **صندوق ثروت ملی** پس‌انداز شود و منابع این صندوق به‌منظور دستیابی به حداکثر بازده، سرمایه‌گذاری شوند. این سرمایه‌گذاری‌ها می‌توانند هم در اقتصاد داخلی و هم در دارایی‌های خارجی صورت بگیرند.

● **دیدگاه دوم، پس‌انداز کامل:** این دیدگاه نسبت به دیدگاه اول سخت‌گیرانه‌تر است و پیشنهاد می‌کند که تمام درآمدهای ارزی بادآورده در یک صندوق پس‌انداز شود و به‌صورت مستقیم به مصرف نرسد. در این دیدگاه، فقط سود سرمایه‌گذاری‌های صندوق و تا سقف مشخصی به اقتصاد وارد و مصرف می‌شود.<sup>۱</sup> در دوره‌های ابتدایی اجرا، این دیدگاه سخت‌گیرانه‌تر بوده و سطح مصرف، به‌خصوص در دوران وفور منابع پایین نگه داشته می‌شود، اما در بلندمدت به افزایش سطح مصرف آیندگان منجر خواهد شد.

● **دیدگاه سوم، سرمایه‌گذاری برای توسعه فعلی:** این دیدگاه به‌نوعی یک نسخه تعدیل شده از دیدگاه اول است و پیشنهاد می‌کند در دوره وفور، باید بخشی از درآمدهای ارزی منابع برای بهبود شرایط نسل‌های حاضر به مصرف برسد. به‌علاوه، بخشی از این درآمدها باید به پرداخت بدهی‌های داخلی دولت و سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های اساسی اقتصاد اختصاص یابد. همچنین دولت می‌تواند با استفاده از این درآمدها، نرخ‌های مالیاتی را در برخی بخش‌های اقتصاد کاهش داده و از این طریق به رشد آن بخش‌ها کمک کند. اگرچه با اتمام این درآمدها ممکن است سطح مصرف افت کند، اما در کوتاه‌مدت با سرمایه‌گذاری‌های هدفمند، توسعه اقتصادی سرعت می‌گیرد و سطح درآمد از طریق بخش‌های غیرنفتی (غیروابسته به منابع) افزایش می‌یابد.

دو دیدگاه اول تأکید زیادی بر مصرف نسل‌های آینده دارند. دیدگاه سوم با تأکید بیشتر بر نسل‌های فعلی، بر روی مشکلات حال حاضر کشورهای در حال توسعه تمرکز دارد. براساس این دیدگاه، بسیاری از کشورهای با درآمد پایین دچار مسائل متعددی نظیر کمبود سرمایه ثابت، پایین بودن سطح درآمد (و در نتیجه پایه مالیاتی ضعیف) و کمبود زیرساخت‌های عمومی هستند. در عوض، این کشورها پتانسیل زیادی برای رشد سریع دارند؛ اما در تله درآمد و سرمایه پایین گرفتارند. کمبود سرمایه در این کشورها نشان می‌دهد که نرخ بازده سرمایه احتمالاً بالا خواهد بود.

علاوه بر آثار رفاهی سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی برای نسل‌های فعلی، سرمایه‌گذاری هرچه بیشتر درآمدهای منابع طبیعی در داخل کشور می‌تواند به افزایش رشد بالقوه بخش‌های غیرنفتی کمک کند و در یک چرخه مثبت، درآمدهای مالیاتی را افزایش

۱. این رویکرد گاهی به‌عنوان «مدل نروژی» شناخته می‌شود، طبق این قاعده، تمام درآمدهای نفت و گاز به یک صندوق واریز می‌شود و ۴ درصد از ارزش صندوق می‌تواند هر سال برای جبران کسری بودجه عمومی دولت استفاده شود.



دهد. البته در این تحلیل، فرض اولیه بر این است که سرمایه‌گذاری‌های مذکور تأثیر قابل توجهی بر رشد داشته باشند که مستلزم ضریب تکاثر بزرگی برای سرمایه‌گذاری است.

درعین حال، تمام پژوهش‌ها بر این نکته تأکید دارند که عدم تخصیص مناسب بین مصرف و پس‌انداز و بی‌توجهی به ظرفیت اقتصاد، موجب می‌شود افزایش در مقیاس سرمایه‌گذاری‌های داخلی به ناکارایی و فعالیت‌های رانت‌جویانه منجر گردد. در نتیجه، وجود صندوق توسعه در کنار قواعد مالی پشتیبان ثبات اقتصاد، از الزامات مهم مدیریت درآمدهای ارزی است. برگ و همکاران (۲۰۱۳) ترکیبی از قواعد مالی که شامل ۱. قاعده برای سرمایه‌گذاری، ۲. قاعده برای مخارج جاری و ۳. قاعده ذخیره‌سازی (پس‌انداز) را پیشنهاد می‌کنند. ترکیب مناسبی از این قواعد، می‌تواند ثبات در سرمایه‌گذاری رشدزای دولت و افزایش مقیاس آن را محقق سازد.

#### ۴-۱. ملاحظات در طراحی صندوق‌های ثروت ملی

نخستین صندوق ثروت ملی<sup>۱</sup>، یعنی «سازمان سرمایه‌گذاری کویت»، در سال ۱۹۵۳ به منظور سرمایه‌گذاری درآمدهای نفتی دولت کویت برای نسل‌های آینده تأسیس شد. اما رشد شتابان صندوق‌های ثروت ملی، عمدتاً پس از سال ۲۰۰۲ و به دلیل افزایش قیمت‌های نفت، رشد مازاد حساب جاری کشورهای آسیایی و افزایش قیمت انواع کالاهای اولیه<sup>۲</sup> اتفاق افتاد. بسیاری از کشورهایی که از این روندها بهره‌مند شده‌اند یا دارای اقتصادهایی بودند که در کوتاه‌مدت توان جذب این حجم بالای سرمایه را نداشتند، یا رهبران آنها متعهد بودند کشور را برای زمانی در آینده که این منابع کاهش می‌یابد، آماده کنند. بنابراین، این کشورها صندوق‌های ثروت ملی را ایجاد کردند تا سهمی از منابع حاصل از صادرات خود را در دارایی‌های مالی خارجی مانند سهام، اوراق بدهی خصوصی و دولتی، انواع ارزها، و سایر دسته‌های دارایی سرمایه‌گذاری کنند [۶].

انتخاب هدف و مأموریت اصلی صندوق کاملاً وابسته به شرایط اقتصادی کشور، میزان پایداری منابع ورودی به صندوق، میزان وابستگی بودجه دولت به این منابع و ملاحظات مرتبط با افزایش یا کاهش نرخ ارز است. از سوی دیگر، میان هدف و نوع صندوق، ساختار و تشکیلات، روش‌ها و ابزارهای سرمایه‌گذاری و ... یک درهم تنیدگی کامل مورد نیاز است. براساس این تفاوت‌ها می‌توان صندوق‌های ثروت ملی را به سه دسته کلی تقسیم کرد [۷]. در ادامه تلاش شده است تا به اختصار ویژگی‌های زمینه‌ای ایجاد هر یک از انواع صندوق‌ها، قواعد مالی مرتبط با آنها، و سایر ویژگی‌های آنها تبیین شود. در نیز ترکیب این صندوق‌ها (از نظر تعداد) در مناطق مختلف جهان ارائه شده است.

##### ۴-۱-۱. صندوق‌های ثبات‌ساز

این دسته از صندوق‌ها، «صندوق‌های روز مبادا» هستند و هدف اصلی از تشکیل آنها، ایجاد ساختاری برای گرفتن نوسانات منابع ورودی به بودجه است. به این ترتیب، مأموریت اصلی این صندوق‌ها، کاهش نااطمینانی منابع بودجه و پوشش کسری‌های بودجه در زمان بروز شوک‌های قیمتی یا شوک‌های تجاری است.

1. Sovereign Wealth Funds (SWFs)  
2. Commodities

### جدول ۱. صندوق‌های ثبات‌ساز (هدف حفظ ثروت)

<ul style="list-style-type: none"> <li>منابع پرنوسان (عواید حاصل از صادرات منابع طبیعی، به‌ویژه نفت و گاز)</li> <li>اتکای بالای بودجه دولت به این منابع و تأثیرگذاری نوسانات آن بر کل بودجه</li> <li>تأثیرگذاری زیاد این منابع بر دارایی‌های ارزی بانک مرکزی و نرخ ارز</li> </ul>	زمینه‌های اقتصادی ایجاد صندوق
<p>مصون‌سازی اقتصاد از نوسانات منابع، از طریق:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تثبیت جریان منابع ورودی به بودجه دولت و جبران کسری بودجه‌های دوره‌ای</li> <li>تثبیت جریان منابع ارزی ورودی به اقتصاد و کاهش نرخ ارز حقیقی (بیماری هلندی)</li> </ul>	اهداف
<p>منابع ورودی به صندوق، همان مازاد منابعی هستند که در بودجه دولت استفاده می‌شود. اما لازم است برآورد سقف منابع قابل استفاده در بودجه به‌صورت بلندمدت یا میان‌مدت تعیین شود (و مازاد آن به صندوق منتقل شود) تا تحت تأثیر انگیزه‌های کوتاه‌مدت سیاسی قرار نگیرد. این برآوردها باید واقع‌بینانه و تا حدی سخت‌گیرانه بوده و تعهد سیاسی - اجتماعی بالایی برای عدم تخطی از این قاعده وجود داشته باشد.</p>	نحوه ورود منابع به صندوق
<p>حداقل بخش مهمی از منابع این صندوق‌ها باید به‌صورت دارایی‌های بسیار نقدپذیر و کم‌ریسک نگهداری شود؛ دارایی‌هایی مانند اوراق بدهی دولتی خارجی، سبزی از ارزهای معتبر، یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری بادرآمد ثابت. سقف ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق باید به‌گونه‌ای باشد که بتوان از پوشش پایدار کسری بودجه‌های احتمالی در یک بازه چندساله اطمینان حاصل کرد.</p>	ترکیب دارایی‌ها
<p>در صورت عدم تحقق منابع برآوردی بودجه دولت، دارایی‌های صندوق به بودجه منتقل می‌شود تا کسری بودجه را پوشش دهد. همچنین در صورتی که ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق از سقف تعیین شده بالاتر برود، می‌توان آن را به صندوق‌های دیگر (پس‌انداز یا راهبردی) منتقل کرد یا سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیرتری را با این منابع مازاد انجام داد.</p>	نحوه برداشت از صندوق
<p>مدیریت دارایی‌های چنین صندوق‌هایی بسیار مشابه مدیریت دارایی‌های خارجی بانک‌های مرکزی است؛ از این رو، معمولاً مدیریت این صندوق‌ها به بانک مرکزی یا اداره‌ای تحت نظارت بانک مرکزی واگذار می‌شود و نیاز چندان به ایجاد سازمان و تشکیلات مستقلی ندارند.</p>	سایر ملاحظات
<ul style="list-style-type: none"> <li>صندوق تثبیت اقتصادی و اجتماعی (ESSF) در شیلی</li> <li>صندوق پولا (Pula) در بوتسوانا</li> <li>صندوق ملی نفت جمهوری آذربایجان (SOFAZ)</li> </ul>	نمونه‌ها

### ۲-۱-۴. صندوق‌های راهبردی/توسعه‌ای

این صندوق‌ها در دهه گذشته به محبوب‌ترین (و نه لزوماً موفق‌ترین) انتخاب دولت‌ها تبدیل شده‌اند، زیرا هدف مالی را با مأموریت اقتصادی ترکیب و اهداف راهبردی دولت‌ها را در داخل یا خارج از کشور تأمین مالی می‌کنند. به همین دلیل، برخی از آنها بدون داشتن «ثروت» زیاد تأسیس شده و بجای آن به دنبال جذب سرمایه خارجی یا جمع‌آوری منابع از سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری دولتی هستند.



## جدول ۲. صندوق‌های راهبردی / توسعه‌ای (هدف ایجاد ثروت)

<ul style="list-style-type: none"> <li>● نیاز بالا به سرمایه‌گذاری کلان (به‌ویژه در زیرساخت‌ها)</li> <li>● وجود ظرفیت جذب منابع با حجم بالا، حداقل در بخش‌هایی از اقتصاد</li> <li>● نیاز به مولدسازی دارایی‌های دولت از طریق ایجاد یک نهاد تخصصی</li> </ul>	<p>زمینه‌های اقتصادی ایجاد صندوق</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● تأمین مالی اهداف راهبردی و توسعه‌ای دولت‌ها</li> <li>● توسعه ابزارهای مالی جهت جذب سرمایه‌های خارجی و عواید نفتی در اقتصاد داخلی</li> <li>● مدیریت و مولدسازی دارایی‌های دولت</li> </ul>	<p>اهداف</p>
<p>قاعده ورود منابع به صندوق بستگی به حجم عواید سالیانه و میزان استفاده آن در بودجه دولت دارد. در کشورهایمانند کشورهای نفتی حاشیه خلیج فارس، بخش زیادی از این منابع به این صندوق‌ها واگذار می‌شوند؛ اما در کشورهای که بخش عمده‌ای از منابع به بودجه دولت سر از زیر می‌شود، معمولاً از منابع تجمیع شده در صندوق ثابت‌ساز به این صندوق سرریز می‌کند تا صرف سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیرتری شود.</p>	<p>نحوه ورود منابع به صندوق</p>
<p>بسیاری از صندوق‌های توسعه‌ای بجای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی، به صورت مستقیم روی طرح‌های کلان توسعه‌ای در داخل یا حتی خارج از کشور سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این صندوق‌ها، بازده اقتصادی – اجتماعی یا حتی دستاوردهای سیاسی سرمایه‌گذاری‌ها مدنظر است.</p>	<p>ترکیب دارایی‌ها</p>
<p>در این صندوق‌ها عموماً قاعده خاصی برای برداشت از صندوق وجود ندارد و اساساً قرار نیست برداشتی از صندوق انجام شود. در برخی از صندوق‌های توسعه‌ای موفق در دنیا (مانند صندوق GIC سنگاپور)، پس از عملکرد موفق در دستیابی به اهداف توسعه‌ای و برطرف شدن ضرورت بالای سرمایه‌گذاری داخلی، صندوق عملاً تغییر ماهیت داده و به صندوق پس‌انداز تبدیل شده‌اند.</p>	<p>نحوه برداشت از صندوق</p>
<p>چالش‌های اصلی این صندوق‌ها دستیابی بهتر جمع‌عملیاتی اهداف راهبردی یا توسعه‌ای دولت‌ها و هماهنگی‌های بین‌بخشی در سرمایه‌گذاری‌های داخلی است. از این رو، مدیریت عالی صندوق‌های توسعه‌ای معمولاً بالاترین مقامات سیاسی و اجرایی هر کشور است تا از این طریق پیگیری اهداف راهبردی و ایجاد هماهنگی بین بخش‌ها با قوت بیشتری دنبال شود.</p>	<p>سایر ملاحظات</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● صندوق سرمایه‌گذاری‌های راهبردی ایرلند (ISIF)</li> <li>● صندوق سرمایه‌گذاری ماهرلیک فیلیپین</li> <li>● سازمان سرمایه‌گذاری اندونزی (INA)</li> </ul>	<p>نمونه‌ها</p>

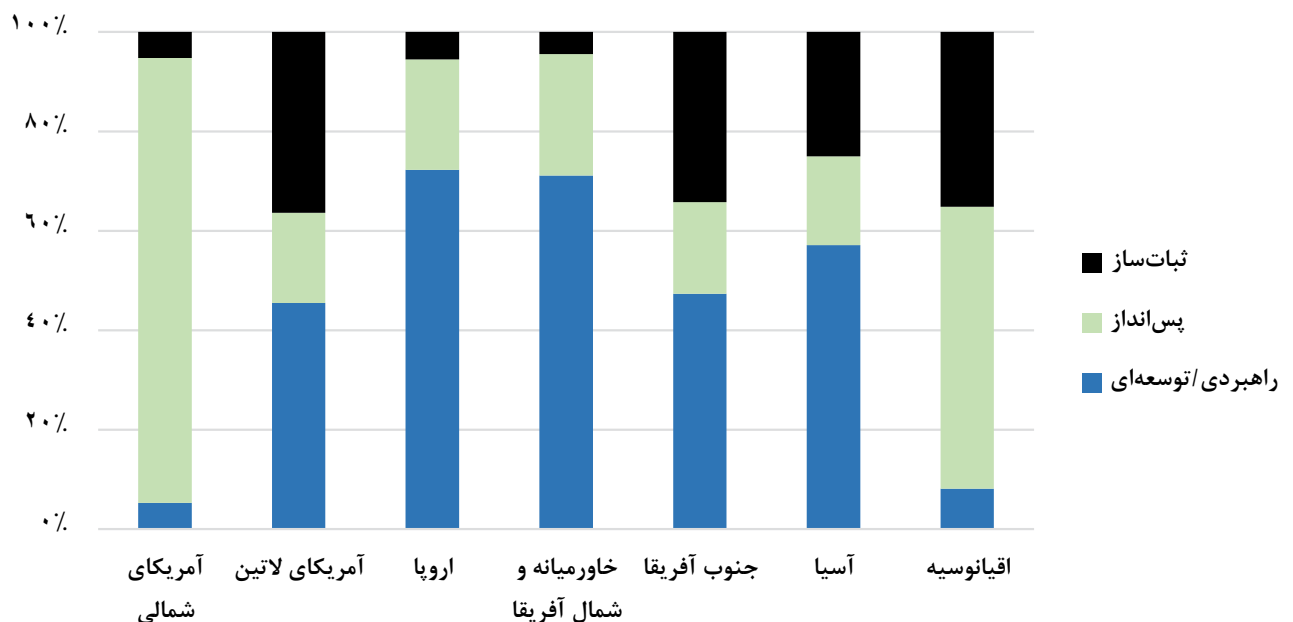
### ۳-۱-۴. صندوق‌های پس‌انداز

این صندوق‌ها که به عنوان صندوق‌های نسل‌های آینده نیز شناخته می‌شوند، فشار کمتری برای تأمین نقدینگی در کوتاه‌مدت دارند و می‌توانند با جسارت بیشتری سرمایه‌گذاری کنند. از این رو، در انواع دارایی‌های مالی (از سهام و صندوق‌های سرمایه‌گذاری گرفته تا املاک و مستغلات یا شرکت‌های دانش‌بنیان نوپا) سرمایه‌گذاری می‌کنند.

### جدول ۳. صندوق‌های پس‌انداز (هدف رشد ثروت)

<ul style="list-style-type: none"> <li>● حجم منابع به‌گونه‌ای است که اقتصاد داخلی توان جذب آن را ندارد.</li> <li>● در آینده دور یا نزدیک تعهداتی برای دولت قابل تصور است که نیاز است این منابع در جهت پوشش آن تعهدات سرمایه‌گذاری شود؛ مثلاً افزایش هزینه‌های بازنشستگی در نتیجه تغییر ترکیب جمعیتی.</li> <li>● جریان منابع در میان‌مدت یا بلندمدت کاهش می‌یابد؛ مثلاً استخراج منابع تا چند سال دیگر پایان می‌یابد.</li> </ul>	زمینه‌های اقتصادی ایجاد صندوق
<ul style="list-style-type: none"> <li>● سرمایه‌گذاری منابع مازاد، عموماً در دارایی‌های مالی، با هدف سودآوری</li> </ul>	اهداف
<p>قاعده ورود منابع به صندوق بستگی به حجم عواید سالیانه و میزان استفاده آن در بودجه دولت دارد. در کشورهایی مانند نروژ، بخش زیادی از این منابع به این صندوق واگذار خواهد شد؛ اما در کشورهایی که بخش عمده‌ای از منابع به بودجه دولت سرانجام می‌دهد، معمولاً مازاد منابع تجمع شده در صندوق ثبات‌ساز به این صندوق سرریز می‌کند تا صرف سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیرتری شود.</p>	نحوه ورود منابع به صندوق
<p>سبد سرمایه‌گذاری‌های این صندوق‌ها کاملاً متنوع است. بر اساس میزان سود مورد انتظار و میزان ریسک‌پذیری تعریف شده برای صندوق، دارایی‌های آن در بازارهای مالی بین‌المللی (ارز، سهام، انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های املاک و مستغلات و ...) سرمایه‌گذاری می‌شود.</p>	ترکیب دارایی‌ها
<p>بیشتر این صندوق‌ها در ابتدای تشکیل خروجی ندارند و سود سرمایه‌گذاری‌ها به دارایی‌های صندوق اضافه می‌شود؛ اما زمانی که به بلوغ می‌رسند و برآورد سودآوری آنها میسر می‌شود، ممکن است بخشی از سود سرمایه‌گذاری‌ها از صندوق خارج شده و به بودجه دولت واریز شود.</p>	نحوه برداشت از صندوق
<p>مدیریت (سبب‌گردانی) این صندوق‌ها معمولاً به نهادهای تخصصی در این حوزه واگذار می‌شود و در سطح عالی، صرفاً معیارهای کلی مدیریت سبد (از نظر میزان سود مورد انتظار یا ریسک قابل پذیرش یا بازارهای هدف) تعیین می‌شود. یکی از دلایل موفقیت این نوع صندوق‌ها در جهان، همین تخصصی بودن مدیریت آنها با توجه به شناخته شده بودن این سبک سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی جهان است.</p>	سایر ملاحظات
<ul style="list-style-type: none"> <li>● سازمان سرمایه‌گذاری ابوظبی (ADIA)</li> <li>● صندوق بازنشستگی<sup>۱</sup> دولتی نروژ (GPF)</li> <li>● شرکت سرمایه‌گذاری دولت سنگاپور (GIC)</li> </ul>	نمونه‌هایی از صندوق‌های پس‌انداز در جهان

### شکل ۴. نوع صندوق ثروت‌های ملی در مناطق مختلف جهان (درصد براساس تعداد صندوق‌ها) [۸]



۱. اگرچه صندوق ثروت ملی نروژ در نام خود به موضوع بازنشستگی اشاره دارد، اما باید توجه داشت که تعهد مصرحی در قبال نظام بازنشستگی این کشور ندارد و با صندوق‌های بازنشستگی متداول در دنیا متفاوت است.



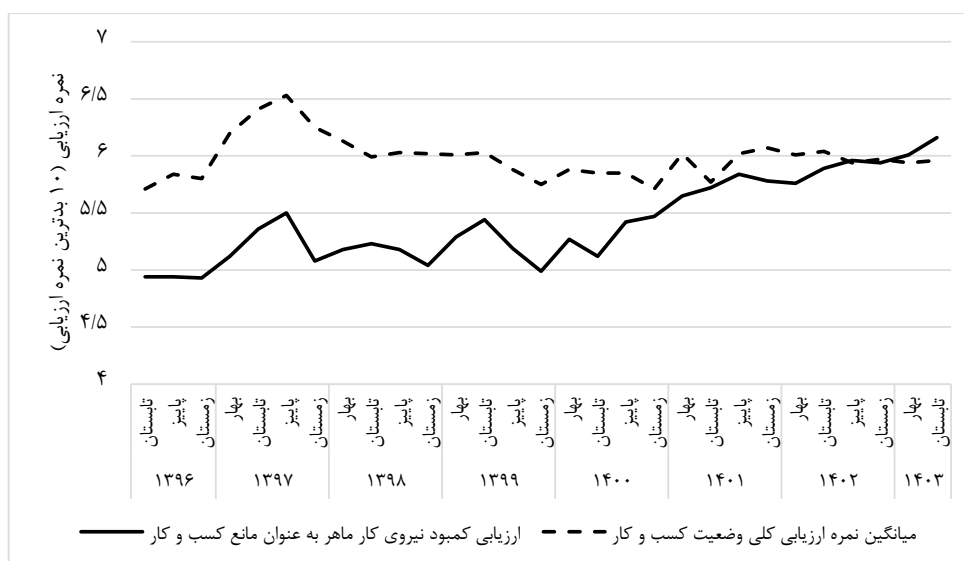
## ۵. نگاهی دوباره به تجربه مدیریت منابع نفتی کشور

ایران به‌عنوان یکی از کشورهای بزرگ دارای منابع نفت و گاز، از دیرباز با یک پرسش اساسی درباره «چگونگی بهره‌گیری بهینه از درآمدهای نفتی» مواجه بوده و در برهه‌های زمانی مختلف، به اقتضای شرایط کشور و متأثر از تجربیات دیگر کشورها، پاسخ‌های متفاوتی به این پرسش داده و ساختارها و نهادهایی را نیز در این راستا ایجاد کرده است. در ادامه به بررسی اجمالی این پاسخ‌ها و فراز و نشیب‌های هریک می‌پردازیم:

### ۵-۱. برنامه‌های عمرانی و سازمان برنامه: سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها

شاید بتوان اولین سازوکار مدیریت منابع ارزی حاصل از صادرات نفت در کشور را در تجربه برنامه‌های عمرانی پیش از انقلاب و دوران تشکیل تا بلوغ سازمان برنامه جستجو کرد. به‌بیان‌دیگر، نخستین پاسخ به پرسش «چگونگی بهره‌گیری بهینه از درآمدهای نفتی»، سرمایه‌گذاری آن در زیرساخت‌های داخلی تحت مدیریت یک ساختار سازمانی چابک و جوان (سازمان برنامه) بود؛ نیاز مبرم کشور به سرمایه‌گذاری برای توسعه زیرساخت‌های اقتصادی، ضرورتی بود که سرمایه‌گذاری منابع نفتی در داخل را توجیه می‌کرد. این مأموریت سازمان برنامه، یعنی استفاده از منابع نفتی در راستای اهداف توسعه‌ای کشور، تا امروز نیز تا حدودی ادامه یافته است؛ چراکه سازمان برنامه و بودجه کشور همچنان برای بخش زیادی از منابع نفتی کشور برنامه‌ریزی می‌کند و از سوی دیگر مدیریت کلان و برنامه‌ریزی طرح‌های عمرانی کشور را برعهده دارد. اما باید توجه داشت که با اضافه شدن مسئولیت تنظیم و تخصیص بودجه جاری کشور به مسئولیت‌های این سازمان (از سال ۱۳۴۳ تاکنون) و همگام با بزرگتر شدن سهم هزینه‌های جاری از مجموع مصارف بودجه‌ای، به‌تدریج تمرکز سازمان بر برنامه‌ریزی برای توسعه کشور و مدیریت سرمایه‌گذاری‌های عمومی کاهش یافت و دغدغه تأمین بودجه جاری کشور و جبران کسری بودجه‌های دوره‌ای پررنگ‌تر شد. به‌تعبیردیگر، به‌مرور زمان سازمان «برنامه و بودجه» بیش از آنکه بر تدوین و اجرای «برنامه» متمرکز شود، به تنظیم و تخصیص «بودجه» مشغول شده است (شکل ۵) البته به این معنا نیست که تنها با جدا شدن مسئولیت‌های این سازمان درباره بودجه توان، انگیزه و ماهیت توسعه‌ای به این سازمان بازگردد.

شکل ۵. روند نزولی سهم پرداخت‌های عمرانی از مجموع پرداخت‌های بودجه دولت [۹]



شکل ۱. نمودار تغییرات نمره ارزیابی مؤلفه «کمبود نیروی کار ماهر» به‌عنوان یکی از موانع کسب‌وکار در ایران

از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۳ [۱۴]

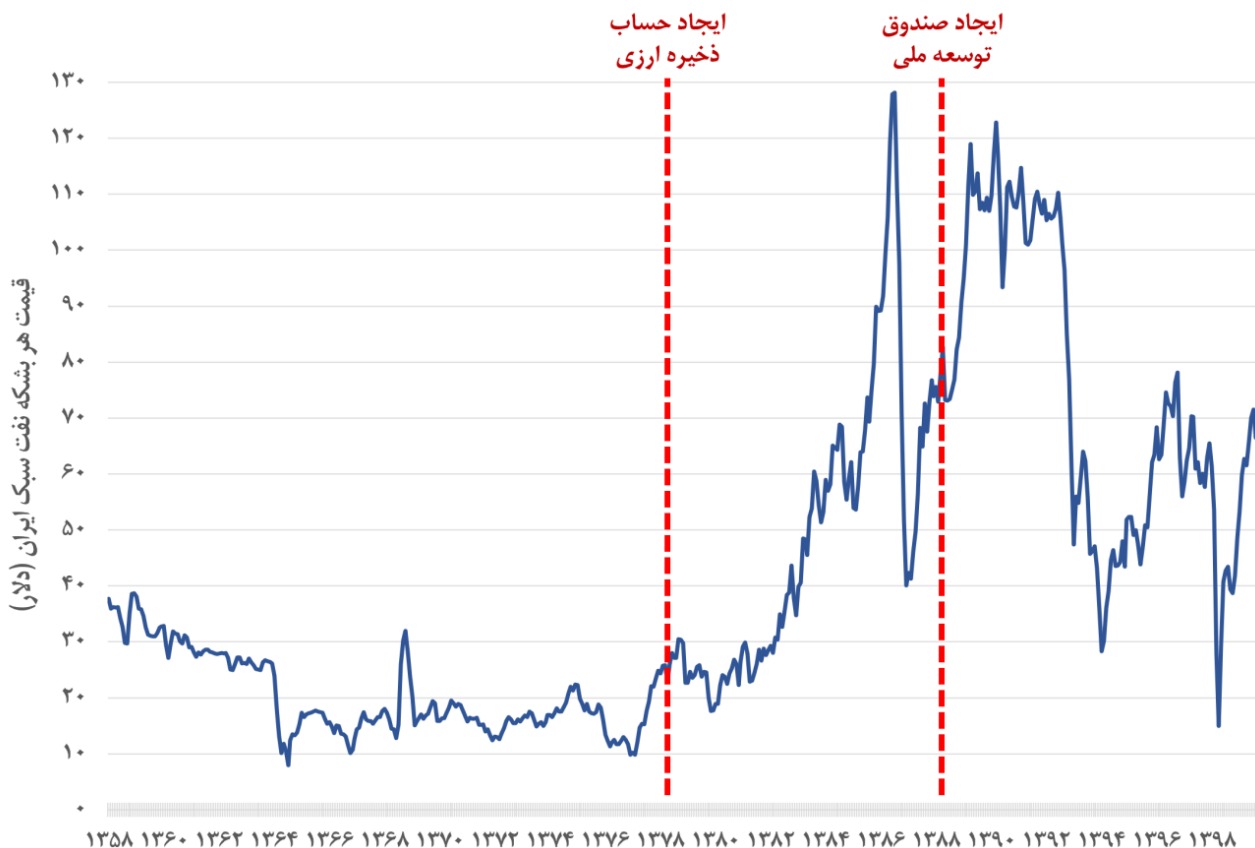
اگرچه در سده اخیر بهره‌گیری از منابع نفتی در داخل و در چارچوبی نسبتاً متمرکز توانسته است در ایجاد و توسعه زیرساخت‌ها (دسترسی به آب آشامیدنی سالم، برق، گاز و ...) و ارتقای شاخص توسعه انسانی (HDI) نقش مهمی داشته باشد، اما چالش‌ها و آسیب‌هایی را نیز در پی داشته است. شاید مهم‌ترین این آسیب‌ها، ورود بی‌ثباتی‌های گوناگون به اقتصاد از مسیر منابع نفتی بوده است. ماهیت نوسانی درآمدهای نفتی، برنامه‌ریزی‌های بودجه‌ای متکی بر این درآمدها را به شدت دشوار و بی‌ثبات می‌سازد. تجربه ورود منابع نفتی به بودجه در ایران به‌خوبی نشان می‌دهد که در سال‌های وفور درآمدهای نفتی، مخارج دولت‌ها همگام با منابع افزایش یافته است و در دوران رکود، ناچار به تأمین مالی تورمی بودجه یا اجتناب از پرداخت مخارج عمرانی شده‌اند. افزایش سهم هزینه‌های جاری از مصارف بودجه عمومی و تلقی «اجتناب‌ناپذیر» بودن پرداخت‌های هزینه‌ای و اصابت کسری بودجه به بخش عمرانی، این چالش را در گذر زمان پررنگ‌تر کرده است.

## ۲-۵. برنامه سوم توسعه و حساب ذخیره ارزی: تثبیت ارز ورودی به بودجه

برای درک ملاحظات اقتصادی منجر به ایجاد حساب ذخیره ارزی در برنامه سوم توسعه، بررسی تحولات بازار نفت ضرورت دارد. در شکل ۶ نوسانات شدید قیمت نفت در سال‌های منتهی به تصویب برنامه سوم توسعه و ایجاد حساب ذخیره ارزی، سقوط قیمت نفت به زیر ۱۰ دلار به‌ازای هر بشکه و رشد سریع قیمت تا حدود ۳۰ دلار مشهود است. همین شرایط، در کنار تأکید ویژه نهادهای بین‌المللی بر انضباط مالی دولت‌ها، سیاستگذاران را متوجه چالش‌های دیگری درخصوص مدیریت منابع نفتی کرد که مهم‌ترین آنها انتقال نوسانات شدید قیمت نفت به بودجه دولت بود. از این‌رو، یک جزء دیگر به پاسخ کشور به پرسش «چگونگی بهره‌گیری بهینه از درآمدهای نفتی» اضافه شد و آن موضوع مصون‌سازی بودجه از نوسانات بالا و غیرقابل پیش‌بینی منابع ارزی حاصل از صادرات نفت بود. در اواخر دهه ۱۳۷۰، به‌دنبال یک دوره پایین بودن قیمت نفت و نوسانات آن که بودجه‌ریزی سالیانه را با چالش مواجه کرده بود، ایده تشکیل سازوکار ثبات‌ساز برای کنترل درآمدهای نفتی بودجه مطرح شد. این ایده در قالب ماده (۶۰) [قانون برنامه سوم توسعه](#) تبدیل به حساب ذخیره ارزی با قید این هدف شد:

ایجاد ثبات در میزان درآمدهای ارزی و ریالی حاصل از صدور نفت خام در دوران برنامه سوم توسعه و تبدیل دارایی حاصل از فروش نفت به دیگر انواع ذخایر و سرمایه‌گذاری و امکان تحقق دقیق فعالیت‌های پیش‌بینی شده در برنامه [۵].

شکل ۶. نوسانات قیمت هر بشکه نفت سبک ایران [۹]



سازوکار پیش‌بینی شده برای تثبیت ورودی منابع نفتی به بودجه از طریق حساب ذخیره ارزی چند رکن مهم داشت: **الف) پیش‌بینی میان‌مدت منابع ارزی حاصل از صادرات نفت:** بجای برآورد یک‌ساله منابع نفتی (در بودجه سالیانه)، منابع نفتی به صورت میان‌مدت و در طول برنامه پیش‌بینی می‌شد. به این ترتیب، انگیزه‌های سیاسی و نوسانات مقطعی در بازار نفت، اثر کمتری بر برآوردهای بودجه‌ای دولت‌ها می‌گذاشت.<sup>۱</sup>

**ب) واریز مازاد منابع نفتی به حساب ذخیره ارزی:** این طراحی، اختیارات دولت‌ها برای افزایش مخارج در نتیجه افزایش‌های مقطعی قیمت نفت در طول سال‌های اجرای برنامه را محدود و از نوسانی شدن بودجه همگام با نوسانات قیمت نفت جلوگیری می‌کرد. **ج) جبران کسری بودجه نفتی از محل حساب ذخیره ارزی:** در صورت کاهش منابع نفتی نسبت به مقادیر پیش‌بینی شده در برنامه، دولت‌ها مجاز به تأمین آن از محل حساب ذخیره ارزی بودند و به این ترتیب، کاهش قیمت نفت در بازارهای جهانی کمتر به بودجه دولت منتقل شده و برنامه‌ریزی‌های دولت‌ها با اختلال کمتری مواجه می‌شد.

با وجود طراحی سازوکارهای مناسب در حساب ذخیره ارزی، این حساب خیلی زود از کارایی مطلوب خود فاصله گرفت؛ تا جایی که در پایان برنامه چهارم توسعه، عملاً از حساب ذخیره ارزی به‌عنوان تجربه‌ای ناموفق در مدیریت منابع نفتی کشور یاد شد. از جمله دلایل عدم موفقیت حساب ذخیره ارزی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

■ **عدم پایبندی به قواعد مالی میان‌مدت و برداشت از حساب:** با تجمیع منابع در حساب ذخیره ارزی، به تدریج فشارهای

۱. جدول شماره ۲ در قانون برنامه سوم توسعه.

سیاسی (به‌ویژه از سوی مجلس) برای برداشت از این منابع و اختصاص آن به مصارف مختلف افزایش یافت که در نهایت منجر به برداشت‌هایی از حساب ذخیره ارزی (طبق مصوبات مجلس) شد که در عمل خلاف ماده (۶۰) و جدول ۲ قانون برنامه سوم توسعه بود [۵]. اگرچه تا به امروز و روی کاغذ ساختار کلی حساب ذخیره ارزی حفظ شده است، اما اساساً برآورد میان‌مدت منابع نفتی (یعنی رکن اول سازوکار تثبیتی) از بین رفته و جای خود را به برآوردهای یک‌ساله در بودجه سنواتی داده است. همین موضوع موجب شده تا هیچ دولت و مجلسی انگیزه‌ای برای پرکردن حساب ذخیره ارزی برای روز مبادا نداشته باشند و نگاه‌های کوتاه‌مدت در استفاده از منابع نفتی به نگاه‌های راهبردی یا حداقل میان‌مدت غلبه کند.

■ **تسهیلات‌دهی از محل منابع حساب ذخیره ارزی:** اگرچه در طراحی اولیه حساب، اعطای تسهیلات از این محل صرفاً «پس از حصول اطمینان از تحقق درآمدهای ریالی پیش‌بینی شده در قانون بودجه هر سال» ممکن بود، اما قیمت رو به رشد نفت و اطمینان بالا از وضعیت منابع نفتی، موجب شد تا دولت با دست بازتری به اعطای تسهیلات ارزی از محل حساب ذخیره ارزی بپردازد. فقدان سازوکارهای مناسب برای ارزیابی و اعتبارسنجی، جهش‌های ارزی، افزایش شدید مطالبات حساب از وام‌گیرندگان و فشارهای سیاسی جهت امهال بازپرداخت این وام‌ها موجب شد تا چالش‌های زیادی در مسیر بازپرداخت این تسهیلات ایجاد شود؛ تجربه‌ای که عیناً در مورد تسهیلات ارزی صندوق توسعه ملی در سال‌های بعدی تکرار شده است [۶].

### ۳-۵. برنامه پنجم توسعه و صندوق توسعه ملی: صندوق ثروت ملی

همان‌طور که در شکل ۶ مشخص است، سطح قیمت‌ها در بازار نفت در سال‌های منتهی به تصویب برنامه پنجم توسعه (ایجاد صندوق توسعه ملی)، به کلی با سال‌های منتهی به تصویب دو برنامه پیشین متفاوت است. لذا موضوع تثبیت به حاشیه رفته و بهره‌گیری بهینه از منابع نفتی از طریق سرمایه‌گذاری و توانمندسازی بخش خصوصی مورد توجه قرار گرفت. به بیان دیگر، طراحی صندوق توسعه ملی در شرایطی انجام شد که کشور درآمدهای ارزی بی‌سابقه‌ای را به دلیل افزایش شدید قیمت نفت تجربه کرده بود و تلاش می‌شد تا با چشم پوشیدن از بخشی از این منابع، آن را برای تقویت بخش خصوصی یا حفظ ثروت نسل‌های بعدی کنار بگذارد. به این ترتیب، در قانون برنامه پنجم توسعه هدف از ایجاد صندوق توسعه ملی چنین عنوان شد:

تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی و فراورده‌های نفتی به ثروت‌های ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسل‌های آینده از منابع نفت و گاز و فراورده‌های نفتی... [۷].

مهم‌ترین ملاحظات در طراحی صندوق توسعه ملی در قانون برنامه پنجم توسعه و اساسنامه صندوق عبارت بودند از:

(الف) تسهیم منابع نفتی براساس قاعده درصدی بین دولت و صندوق توسعه ملی (و افزایش سالانه سهم صندوق)،

(ب) ممنوعیت استفاده از منابع صندوق در راستای پرداخت مصارف بودجه دولت،

(ج) ممنوعیت تبدیل منابع ارزی صندوق به ریال (با هدف جلوگیری از ورود منابع ارزی بیش از ظرفیت جذب اقتصاد).

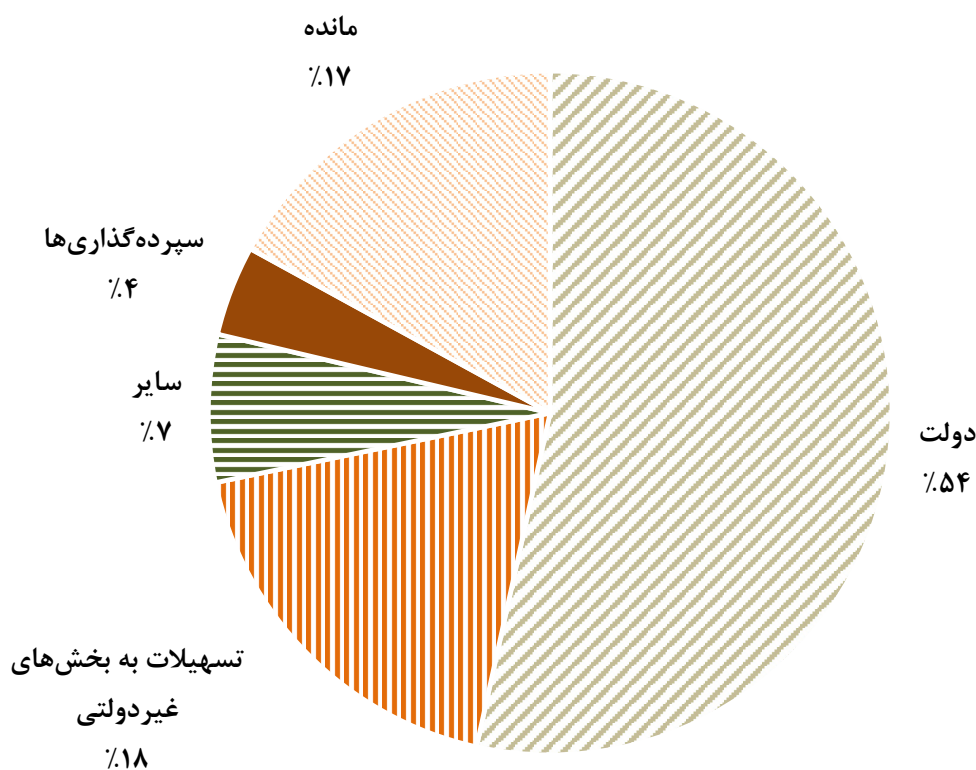
ملاحظات فوق با هدف کاهش وابستگی بودجه به نفت و مدیریت میزان ارز ورودی به اقتصاد در ساختار صندوق توسعه ملی گنجانده شد. با تجمیع منابع در صندوق در چند سال ابتدایی و هم‌زمان با شدت گرفتن تحریم‌ها، صندوق نیز خیلی زود با تجربیاتی مشابه حساب ذخیره ارزی مواجه شد و همه ملاحظات بالا که در طراحی اولیه صندوق لحاظ شده بود، کنار رفت. مهم‌ترین دلایل عدم موفقیت صندوق توسعه ملی عبارتند از:

■ **غفلت از ضرورت تثبیت ورودی منابع نفتی به بودجه دولت:** مهم‌ترین عامل اختلال در عملکرد صندوق، برداشت‌های

گاه و بی‌گاه دولت‌ها از صندوق بوده که در سال‌های اخیر ورودی منابع صندوق توسعه ملی را به صفر رسانده است. اگرچه در این سال‌ها حساب ذخیره ارزی روی کاغذ وجود داشته است، اما بی‌توجهی به الزامات آن (پیش‌بینی منابع نفتی در افق

میان‌مدت)، کاملاً حساب ذخیره ارزی را بی‌خاصیت کرده است. به‌عبارت‌دیگر، کارکرد اصلی حساب ذخیره ارزی از طریق پیش‌بینی میان‌مدت منابع نفت با هدف واریز مازاد بر پیش‌بینی به حساب و برداشت در صورت تحقق منابع نفتی کمتر از سطح پیش‌بینی بوده که در عمل کنار گذاشته شده است. ازسوی دیگر، توقف روند صعودی قیمت نفت و افزایش تحریم‌ها، همگام با بزرگتر شدن بودجه جاری دولت‌ها در کنار کاهش مستمر سهم درصدی آنها از نفت، کسری‌های شدیدی را به بودجه تحمیل کرد و دولت‌ها به برداشت یا استقراض از صندوق توسعه ملی روی آوردند. شکل ۷ سهم برداشت‌های دولت‌ها را از مجموع منابع صندوق از ابتدای تأسیس تاکنون نشان می‌دهد.<sup>۱</sup>

شکل ۷. سهم برداشت‌های دولت‌ها از مجموع منابع صندوق توسعه ملی [۱۳]



■ **عدم تناسب اهداف، مأموریت‌ها و ابزارها:** فارغ از برداشت دولت‌ها، عملکرد این صندوق در ایجاد ثروت‌های ماندگار و حفظ آن برای نسل‌های آتی نیز چندان قابل دفاع نبوده است. ابهام در هدف‌گذاری‌های کلان و مأموریت‌های اصلی صندوق (تبدیل عواید نفتی به ثروت‌های ماندگار و مولد، یا حفظ نسل‌های آتی، یا توسعه) و ابزارهای تعریف شده برای آن (عمدتاً اعطای تسهیلات آن هم با عاملیت بانک‌ها) در عمل ملغمه‌ای از خواسته‌های مختلف و ابزارهای ناسازگار است که کمکی به پیشبرد اهداف صندوق نمی‌کند. تعداد زیاد سرمایه‌گذاری‌های بی‌بازگشت صندوق و عدم حفظ ارزش دلاری دارایی‌های تحت مدیریت صندوق شواهدی از این ناکارایی اساسی است.

۱. علاوه بر مواردی که به‌صورت صریح به‌عنوان برداشت دولت طبقه‌بندی شده است، بخش قابل‌توجهی از تسهیلات اعطایی به بخش‌های غیردولتی نیز به شرکت‌های شبه‌دولتی یا پیمانکاران شرکت ملی نفت پرداخت شده است. همچنین بخشی از زیان‌های ناشی از تبدیل ارز به ریال (به‌موجب برخی قوانین مصوب مجلس) در بخش سایر طبقه‌بندی شده و درخصوص در دسترس بودن ارزهای باقی‌مانده صندوق نیز تردیدهایی جدی وجود دارد.

آنچه در این روایت از سابقه سیاستگذاری در خصوص نحوه مدیریت منابع نفتی مورد تأکید است، توجه به تفاوت‌های زمینه‌ای و ویژگی‌های زمانه شکل‌گیری سازمان برنامه، حساب ذخیره ارزی، صندوق توسعه ملی و شرایط امروز اقتصاد ایران است. در هریک از مقاطع زمانی یاد شده، مقتضیات بازار نفت و درآمدهای نفتی کشور، شرایط بودجه دولت و ... موجب شده تا ساختارها و نهادهایی جهت مدیریت درآمدهای نفتی کشور ایجاد شود؛ این مقتضیات و شرایط در جهان و ایران ۱۴۰۳، به کلی با ایران ۱۳۸۸ یا ایران ۱۳۷۰ متفاوت هستند. از این رو، استمرار عملکرد حساب ذخیره ارزی، صندوق توسعه ملی (و حتی سازمان برنامه و بودجه کشور)، با همان اهداف، رویکردها، ابزارها و روش‌های پیشین نه تنها کمکی به بهبود وضعیت کشور در شرایط کنونی نمی‌کند، ممکن است به درهم تنیده شدن کلاف ناکارایی‌های اقتصادی دامن بزند. بر این اساس شیوه مدیریت منابع نفتی، رابطه این منابع با بودجه عمومی و بهره‌گیری بهینه از این منابع در راستای منافع نسل حاضر و نسل‌های آتی، نیازمند یک بازنگری اساسی با در نظر گرفتن تجربیات قبلی و در نظر گرفتن وضعیت کنونی اقتصاد کشور است؛ اقتصادی که در آن تأمین منابع بودجه، حداقل در کوتاه‌مدت، بدون اتکا به نفت ممکن نیست؛ مدیریت بازار ارز از طریق ارزهای نفتی در آن اهمیت ویژه‌ای دارد؛ و شاید مهم‌تر از همه، زیرساخت‌های آن به شدت نیازمند سرمایه‌گذاری‌های عظیم است.

## ۶. ارزیابی اساسنامه و عملکرد صندوق توسعه ملی



صندوق توسعه ملی با اهداف بلندمدتی طراحی شده و مأموریت اصلی آن تبدیل درآمدهای نفتی به سرمایه‌گذاری‌های پایدار و توسعه زیرساخت‌ها و بخش‌های غیرنفتی بوده است. طبق قوانین مرتبط با صندوق توسعه ملی، بخشی از درآمدهای نفتی باید به این صندوق واریز شود و تنها برای پروژه‌های توسعه‌ای و تولیدی که بازدهی اقتصادی دارند، مورد استفاده قرار گیرد. همچنین بخشی از منابع صندوق به صورت تسهیلات و وام به بخش خصوصی و عمومی اختصاص داده می‌شود تا به توسعه اقتصاد کمک کند.

اساسنامه صندوق توسعه را می‌توان از چهار منظر مورد نقد و بررسی قرار داد: ۱. مأموریت، ۲. منابع، ۳. مصارف و ۴. حاکمیت شرکتی.

### ۱-۶. مأموریت صندوق توسعه

در ماده واحده مربوط به اساسنامه صندوق توسعه، مأموریت اصلی صندوق بدین شرح ذکر شده است:

ماده (۱۶): صندوق توسعه ملی که در این ماده «صندوق» نامیده می‌شود با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی و فراورده‌های نفتی به ثروت‌های ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسل‌های آینده از منابع نفت و گاز و فراورده‌های نفتی تشکیل می‌شود.

کارایی و امکان تحقق هدف ذکر شده در اساسنامه به دلیل وجود درجه بالای نااطمینانی و حجم ناترازی‌های کلان اقتصادی کشور قابل نقد و بررسی است. همچنین، در مأموریت صندوق نقشی در ایجاد ثبات در منابع نفتی ورودی به بودجه وجود ندارد و این نقش به حساب ذخیره ارزی واگذار شده که در عمل کارکرد خود را از دست داده است. قاعده مالی ورود منابع به صندوق، بودجه و حساب ذخیره به گونه‌ای است که دولت‌ها انگیزه دارند منابع نفتی را در بودجه بیش‌برآورد کنند؛ در نتیجه در سال‌های برنامه پنجم و ششم، سرریز منابع به حساب ذخیره ارزی به حداقل رسیده است. پیامد غیرقابل اجتناب این ساختار، فقدان سازوکار ثبات‌سازی کارآمد و در نتیجه برداشت‌های بی‌رویه دولت از صندوق توسعه ملی در سال‌های کمبود منابع بوده که خلاف مأموریت این صندوق است.

بی‌توجهی به مسئله تثبیت منابع نفتی بودجه و عدم طراحی و پایبندی به یک قاعده مالی میان‌مدت در خصوص میزان بهره‌مندی



دولت از منابع نفتی، از مهم‌ترین کاستی‌های برنامه‌های پنجم و ششم توسعه در این زمینه بوده است. تعیین میزان بهره‌مندی در بودجه‌های سنواتی، اساساً با مقوله «تثبیت» در تعارض است. تثبیت منابع در بودجه به نگاه بلندمدت‌تری نیاز دارد تا دولت‌ها را در اتخاذ تصمیمات صلاح‌دیدی و کوتاه‌مدت، محدود کند.

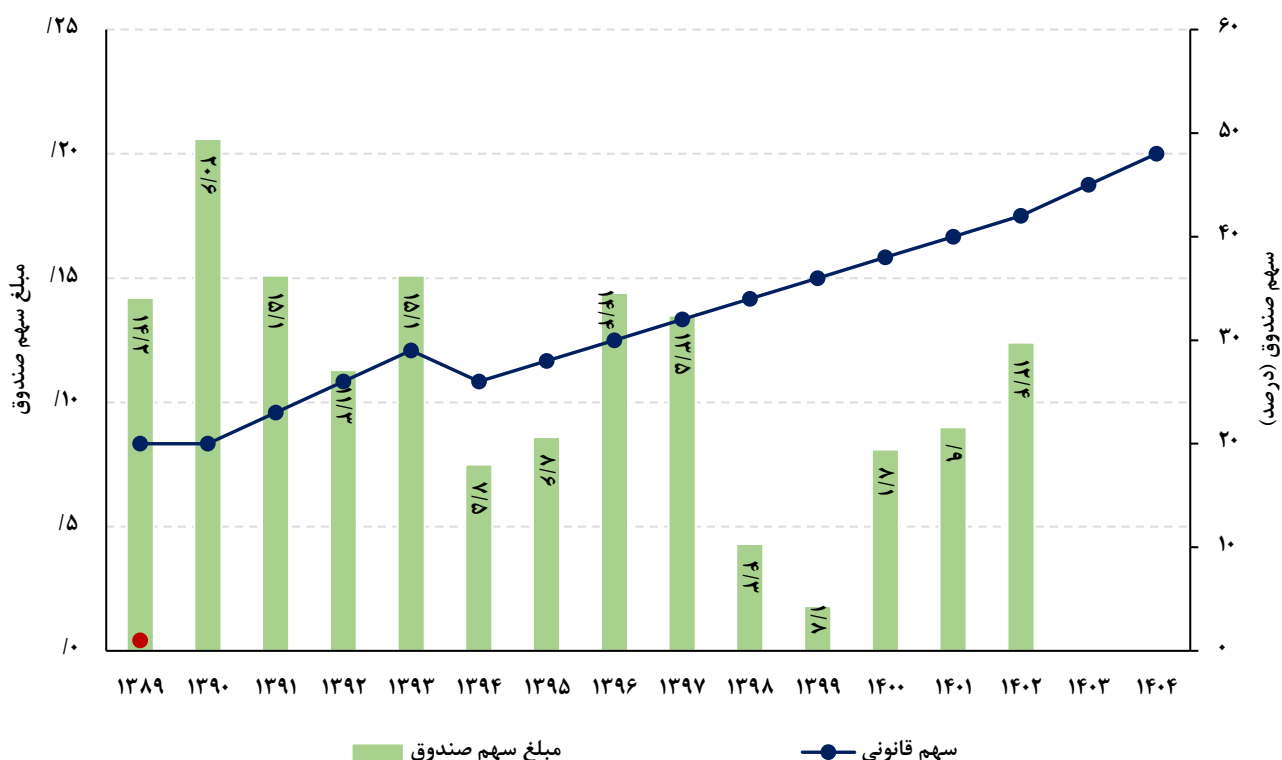
## ۲-۶. منابع صندوق توسعه

طبق قانون برنامه پنجم، ۲۰ درصد از درآمدهای نفتی سال ابتدایی باید به صندوق توسعه ملی واریز شود و در سال‌های بعد، این سهم به میزان سالیانه ۳ واحد درصد افزایش یابد. افزایش سالیانه سهم صندوق در طول برنامه ششم توسعه ۲ واحد درصد تعیین شد و با اتمام برنامه ششم در سال ۱۴۰۲ مجدداً به ۳ واحد درصد بازگشت. قاعده افزایش سالیانه سهم صندوق در سال‌ها اخیر در قالب قوانین بودجه سنواتی یا مجوزهای برداشت (استقراض) طی سال در موارد متعددی نقض شده است.

منابع اصلی ورودی به صندوق (که بیش از ۹۰ درصد ارزش کل منابع ورودی را تشکیل می‌دهند)، عبارت است از سهم صندوق از منابع حاصل از صادرات نفت، شامل نفت خام، میعانات گازی، گاز و فراورده‌های نفتی. همچنین، در سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵، به‌موجب مجوزهای دریافتی، در قوانین بودجه سهم صندوق به ۲۰ درصد کاهش یافته که طبق مجوز دریافتی در این دو سال کاهش سهم صندوق به‌عنوان استقراض دولت از صندوق ثبت نشده است. در سال‌های بعد نیز با مصوبات مجلس و شوراهای عالی و دریافت مجوزهای خاص از مقام معظم رهبری، سهم پرداختی به صندوق کاهش یافته است، اما مجوزهای دریافتی با درج استقراض از صندوق دریافت شده‌اند؛ لذا در شکل ۸ با عنوان سهم قانونی صندوق توسعه ملی درج شده است.

شکل ۸ سهم قانونی صندوق در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۴ را به‌همراه تخمینی از مبالغ سالیانه سهم صندوق ارائه می‌کند. براساس گزارش صندوق، سهم قانونی صندوق از ابتدای تأسیس تا دی‌ماه ۱۴۰۲ از محل منابع نفتی بالغ بر ۱۵۵٫۶ میلیارد دلار بوده است.

شکل ۸. سهم قانونی صندوق توسعه ملی [۳۰]



در حال حاضر، به دلیل موانع تحریمی برای نگهداری منابع ارزی در حساب‌های خارجی و هدف بانک مرکزی ناشی از فشار دولت برای تثبیت نرخ اسمی ارز، در عمل، تمامی منابع ارزی قابل دسترس توسط بانک مرکزی تخصیص داده می‌شود و حساب صندوق صرفاً به صورت دفتری افزایش می‌یابد. از آنجا که معمولاً بخش عمده منابع صندوق صرف استقراض دولت می‌شود، بانک مرکزی نگرانی بابت نبود ارز در دسترس برای ارائه به صندوق توسعه را ندارد؛ چراکه استقراض دولت از صندوق را به صورت ریالی به دولت پرداخت می‌کند. مهم‌تر از آن، با اصلاح نحوه مصرف منابع صندوق به صورت سرمایه‌گذاری، نیاز به نگهداری منابع صندوق در حساب‌های خارجی کاهش می‌یابد.

### ۳-۶. مصارف صندوق توسعه

#### ۳-۶-۱. برداشت یا استقراض دولت از صندوق

از آنجایی که تشکیل صندوق توسعه ملی در دوره وفور نفتی و بدون چشم‌انداز ناترازی‌های اقتصادی و نیازهای حوزه زیرساختی انجام شده است، شیوه پیش‌بینی شده در اساسنامه برای تحقق اهداف، با شرایط تحریمی کشور و همچنین وجود ناترازی‌های کلان اقتصادی ناسازگار است. طبیعی است که با این شرایط در نهایت عملکرد صندوق در عمل تبدیل به استقراض دولت جهت جبران ناترازی‌ها، نگهداری دارایی‌های خارجی غیرقابل دسترس نزد بانک مرکزی، تأمین مالی ریالی پروژه‌ها (که امکان تأمین مالی از نظام بانکی را داشته‌اند)، بدهی‌های ارزی غیرجاری بنگاه‌ها، عدم سرمایه‌گذاری ملموس در حوزه کلان و زیرساخت گردد. مصارف پیش‌بینی شده در اساسنامه مختص اقتصادهایی است که اولاً به لحاظ سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی کلان و ملی مشکلی نداشته باشد؛ دوماً، کارایی بازار سرمایه‌گذاری به نحوی باشد که نیاز به مداخله دولت نبوده و بخش غیردولتی داخلی و خارجی به‌طور کامل پوشش‌دهنده نیاز به سرمایه‌گذاری کشور باشند؛ سوماً، مانعی برای صندوق توسعه برای سرمایه‌گذاری در اوراق و سهام کشورهای خارجی وجود نداشته باشد. در حالی که به دلیل تحریم، درجه بالای نااطمینانی کشور، نظام قیمت‌گذاری و مداخلات دستوری و عدم جذابیت سرمایه‌گذاری برای بخش غیردولتی، ریسک بالای سرمایه‌گذاری‌های کلان ملی و زیرساخت و...، بازار سرمایه‌گذاری در ایران مصداق شکست بازار محسوب می‌شود.

#### ۳-۶-۲. سرمایه‌گذاری‌های صندوق

الگوی سرمایه‌گذاری منابع صندوق توسعه ملی در عمل ادامه ساختار حساب ذخیره ارزی (اعطای تسهیلات به بخش غیردولتی از طریق عاملیت بانک‌ها یا سپرده‌گذاری) است. براساس آخرین گزارش عملکرد صندوق، [۸] کل مصارف صندوق تا انتهای دی‌ماه ۱۴۰۲ بالغ بر ۱۳۲ میلیارد دلار بوده که ۸۵ میلیارد دلار از این مبلغ صرف تسهیلات صندوق به طرح‌های دولتی (برداشت دولت‌ها از صندوق) شده است. ۹/۴ میلیارد دلار نیز براساس قوانین مختلف به ریال تبدیل شده است. مابقی یعنی حدود ۳۷ میلیارد دلار را تسهیلات صندوق به بخش خصوصی و بخش عمومی غیردولتی تشکیل می‌دهد که گزارشی از میزان اثربخشی آنها در دسترس نیست. براساس گزارش مذکور، بازدهی منابع صندوق در بازه مورد بررسی در مجموع ۸/۱ میلیارد دلار بوده که ۵/۱ میلیارد دلار آن ناشی از سود موجودی حساب نزد بانک مرکزی بوده است. ۳ میلیارد دلار مابقی نیز، سود تسهیلات و سپرده‌گذاری‌های صندوق در جهت تحقق هدف مأموریت خود بوده است. با این حساب، متوسط سودآوری سالیانه ارزی صندوق توسعه ملی کمتر از ۱ درصد بوده و این در حالی است که متوسط بازده صندوق‌های ثروت دنیا سالیانه ۶ واحد درصد است [۸]. نرخ بازدهی صندوق توسعه ملی حتی از نرخ اوراق خزانه آمریکا که جزء کم‌بازده‌ترین انواع سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌رود، کمتر بوده است. این میزان بازده برای یک صندوق «سرمایه‌گذاری» بازده قابل قبولی نیست و اساساً برای این میزان بازدهی، نیازی به تشکیل صندوق وجود ندارد.

در گزارش عملکرد صندوق، وضعیت وصول مطالبات این نهاد نیز گزارش شده است. صندوق از ابتدای تأسیس تا پایان دی‌ماه



۱۴۰۲ در قالب عاملیت ارزی و سپرده‌گذاری ارزی معادل ۳۶/۵ میلیارد دلار تسهیلات اعطا کرده که ۲۵/۷۵ میلیارد دلار آن سررسید شده که از این میزان فقط ۸/۰۷ میلیارد دلار (بابت اصل و سود تسهیلات) وصول شده و مابقی معوق شده است. در واقع نرخ نکول تسهیلات صندوق حدود ۶۸ درصد بوده<sup>۱</sup> که با هیچ ملاکی قابل دفاع نیست و نشان از رویکرد غلط این نوع وام‌دهی صندوق توسعه ملی و عملکرد منفعلانه صندوق در قبال تسهیلات اعطایی دارد.

#### ۴-۶. حاکمیت شرکتی صندوق توسعه

حاکمیت شرکتی پیش‌بینی شده برای صندوق توسعه بیانگر سلطه نگاه و اراده دولت در تصمیم‌گیری‌های صندوق توسعه است. دو ویژگی موجب می‌شود که سمت‌وسوی دولت در تصمیمات صندوق، جهت‌گیری در راستای توسعه نداشته باشد:

۱. تمایل دولت برای افزایش مخارج و کاهش فشار هزینه‌ای آحاد جامعه برای به‌دست آوردن محبوبیت سیاسی،

۲. وجود ناترازی‌های کلان اقتصادی و تمایل دولت‌ها برای به تأخیر انداختن حل و فصل آن.

مناسبات سیاسی ناظر به دولت و حتی مجلس به‌نحوی است که هر دو قوه منویات خود را در بازه زمانی کوتاه‌مدت دنبال کنند. به همین دلیل، نباید از هیئت امنای فعلی صندوق توسعه این انتظار را داشت که سرمایه‌گذاری در راستای خلق ثروت را در اولویت قرار دهد و از منافعی همچون افزایش یا عدم کاهش مخارج جاری چشم‌پوشی نماید. در شرایط خاص اقتصاد ایران که با حجم ناترازی بالا و مزمن و رو به رشدی مواجه بوده و رفع آنها مستلزم تصمیمات سخت و پرهزینه به‌لحاظ سیاسی و اجتماعی و اقتصادی برای جامعه است، دولت‌ها و مجالس تمایلی برای خدشه‌دار کردن آرای خود نزد جامعه ندارد. به همین دلیل، هم دولت‌ها و هم مجالس اغلب تمایل داشته‌اند که از صندوق به‌عنوان پوشش و به تعویق انداختن رفع ناترازی‌های کلان اقتصادی استفاده نمایند. به‌طور طبیعی نباید انتظار داشت که این حاکمیت شرکتی منجر به شکل‌گیری یک صندوق ثروت شود که تنها هدف خود را سرمایه‌گذاری در راستای خلق ثروت در بازه بلندمدت قرار دهد.

## ۷. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری



براساس تجربه‌های جهانی، مدیریت عواید حاصل از منابع طبیعی عمدتاً از طریق سازوکار صندوق‌های ثروت انجام می‌شود. طراحی و نقش صندوق‌های نفتی بسته به اهداف کلان اقتصادی هر کشور می‌تواند متفاوت باشد. براساس اهداف و نقش‌ها، صندوق‌های ثروت را می‌توان به سه نوع اصلی تقسیم کرد.

۱. صندوق‌های ثبات‌ساز،

۲. صندوق‌های پس‌انداز،

۳. صندوق‌های توسعه‌ای.

در ادامه برخی از شرایط زمینه‌ای ایران در سال‌های اخیر و سال‌های پیش‌رو را بررسی می‌کنیم تا ببینیم شرایط کشور ما با کدام انواع صندوق‌ها تناسب بیشتری دارد.

۱. مقایسه کنید با نرخ نکول در نظام بانکی ایران که در بازه ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۹ به‌طور متوسط حدود ۱۲ درصد بوده است.

در خصوص عواید حاصل از صادرات نفت و گاز، بودجه دولت و سایر ملاحظات اقتصادی آن نکات زیر در ایران قابل تأمل است:

**۱ کاهش ارزش حقیقی صادراتی نفتی:** در دهه ۱۳۹۰ و سال‌های ابتدایی دهه ۱۴۰۰ کشور در وضعیت وفور نفتی قرار ندارد و ارزش حقیقی صادرات نفتی در سطح دهه‌های ۶۰ و ۷۰ است. این موضوع به‌خصوص از سال ۱۳۹۷ و با بازگشت تحریم‌های ظالمانه علیه کشور قابل مشاهده است. با توجه به چشم‌انداز تداوم تحریم‌ها، محدودیت‌های تولید و مصرف فزاینده داخلی به‌نظر می‌رسد در آینده نزدیک نیز کشور به دوره وفور نفتی وارد نخواهد شد و لذا مسئله بیماری هلندی در اقتصاد ایران در اولویت قرار ندارد.

**۲ نوسان بالای منابع:** منابع حاصل از صادرات نفت و گاز در ایران بسیار نوسانی است؛ این نوسانات در ایران هم ناشی از نوسانات قیمت نفت و هم ناشی از نوسانات فروش نفت (در پی تحریم‌های ظالمانه بین‌المللی) است.

**۳ وابستگی بالا به منابع:** بودجه دولت در ایران شدیداً به عواید نفتی (نفت، گاز، میعانات گاز و فرآورده‌های نفتی) وابسته است. براساس قانون بودجه سال ۱۴۰۴ کل کشور، میزان وابستگی منابع عمومی دولت به این عواید (با احتساب استقراض از صندوق توسعه ملی، منابع هدفمندسازی یارانه‌ها و اعتبارات بنیه دفاعی و طرح‌های خاص) بالغ بر ۴۴ درصد است. همچنین مدیریت نیازهای ارزی کشور برای واردات کالاهای اساسی، با استفاده از منابع ارزی نفتی تأمین می‌شود.

**۴ نبود منابع مازاد:** در سال‌های اخیر، قریب به اتفاق منابع حاصل از صادرات نفت و گاز صرف مخارج بودجه‌ای و فرابودجه‌ای دولت شده و سهم ناچیزی از آن در اختیار صندوق توسعه ملی قرار گرفته است.

**۵ ضرورت سرمایه‌گذاری داخلی:** زیرساخت‌های کشور در حوزه‌های انرژی، منابع آب، حمل‌ونقل، محیط زیست، ارتباطات و ... شدیداً نیازمند جذب سرمایه‌گذاری‌های کلان هستند.

با در نظر گرفتن نکات فوق و با نگاهی واقع‌گرایانه، به وضوح مشخص است که اولویت نخست کشور در این حوزه، حفظ ثبات اقتصاد کلان از طریق اطمینان از تأمین منابع ارزی حاصل از صادرات نفت در میان‌مدت است. به‌بیان‌دیگر، تعریف (یا بازتعریف) یک صندوق ثبات‌ساز اولویت بسیار بالاتری نسبت به دو نوع صندوق دیگر دارد. بی‌توجهی به این اولویت، هر نوع صندوقی را عملاً به قلکی برای دولت‌ها تبدیل می‌کند تا در زمان بروز کسری بودجه، منابع لازم را با برداشت از آن جبران کنند.

در شکل کنونی، قاعده تسهیم منابع بین بودجه دولت و صندوق توسعه به‌دنبال آن است که به‌تدریج سهم نفت را از مخارج عمومی کشور به صفر برساند. این امر تناسبی با واقعیت‌های اقتصادی حال حاضر کشور ندارد. در نظر نگرفتن این مسئله موجب شده تا استقراض دولت از صندوق به امری متداول و بدون هزینه تبدیل شود. با وجود نیاز مبرم دولت به منابع حاصل از صادرات نفتی، لازم است که در ابتدا مقدار مطلق منابع ارزی حاصل از صادرات نفتی در بودجه (توسط قوانین بالادستی و میان‌مدت) تثبیت شود و صفر شدن سهم آن در بودجه عمومی که در عمل در آینده نسبتاً دوری قابل تحقق است، به همان زمان موکول شود.

نحوه توزیع درآمدهای نفتی بین دولت و صندوق، برداشت‌های مداوم دولت از صندوق و ساختار سرمایه‌گذاری‌های صندوق موجب شده ارزش‌های نفتی به روش‌های مختلف وارد بازار ارز شده و در عمل کنترلی در برابر ورود ارزش‌های نفتی به بازار ارز وجود نداشته است. در خصوص سرمایه‌گذاری صندوق به شکل نگهداری دارایی‌های خارجی نظیر سهام و اوراق قرضه خارجی باید گفت که اساساً در شرایط تحریمی، سرمایه‌گذاری خارجی قابل اتکا نیست. حال آنکه وضعیت سرمایه‌گذاری در کشور بیانگر آن است که اقتصاد ایران از هر نظر برای سرمایه‌گذاری صندوق اولی است.

در شرایط فعلی، کشور در حوزه سرمایه‌گذاری زیرساختی دچار خلأ اساسی بوده و شرکت‌های غیردولتی توان و انگیزه و قدرت پذیرش ریسک انجام آن را ندارند. به‌عنوان نمونه‌ای از کمبودهای زیرساختی کشور می‌توان به ناترازی‌های بخش انرژی اشاره کرد که در سال‌های اخیر کشور را دچار چالش‌های متعددی کرده است.



## ۷-۱. پیشنهادها

ناظر به ملاحظات ذکر شده در مورد چهار مؤلفه صندوق توسعه، اصلاح این نهاد نیازمند پیروی از رویکردهای زیر است:

- ۱ تثبیت ورودی ارزهای نفت از مسیر بودجه سالیانه دولت به یک عدد ثابت ارزی (مثلاً ۲۰ میلیارد دلار در هر سال)،
- ۲ واگذاری مأموریت تثبیت فوق به صندوق توسعه ملی (واریز منابع مازاد به صندوق و تأمین کسری منابع از موجودی صندوق)،
- ۳ اضافه شدن سرمایه‌گذاری مستقیم در پروژه‌های کلان و ملی به مصارف صندوق، کاهش معنادار سهم سرمایه‌گذاری‌ها و تأمین مالی خرد از مصارف صندوق و نگهداری بخشی از منابع صندوق به صورت ارزهای در دسترس،
- ۴ بازنگری در ارکان صندوق با هدف افزایش اقتدار صندوق و هم راستا شدن انگیزه ارکان با خلق ثروت،
- ۵ شفافیت مصارف (مجوزهای برداشت) از صندوق توسعه ملی،
- ۶ تکلیف صندوق به نگهداری حداقل مقدار مشخصی از دارایی‌های خود به صورت دارایی‌های مالی با نقدشوندگی بالا و در دسترس،
- ۷ اعمال سقف سرمایه‌گذاری صندوق در حوزه‌های استخراج یا پالایش نفت و گاز.

## ۸. پیوست. پیش نویس اصلاح اساسنامه صندوق توسعه ملی

### مأموریت

تکمیل مأموریت صندوق (اصلاح حکم ماده (۱۶) قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور) به شرح زیر است: صندوق توسعه ملی که در این ماده «صندوق» نامیده می‌شود با هدف تثبیت جریان منابع ارزی ورودی به بودجه دولت و سرمایه‌گذاری منابع مازاد در پروژه‌های کلان و ملی و تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی و فراورده‌های نفتی به ثروت‌های ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسل‌های آینده از منابع نفت و گاز و فراورده‌های نفتی تشکیل می‌شود.

### منابع صندوق

حذف جزء «۱» تا «۴» بند «ح» ماده (۱۶) قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور با عنوان «منابع صندوق» و جایگزینی عبارت زیر به جای آن اجزاء حذف شده: «مازاد منابع حاصل از صادرات نفت خام، میعانات گازی، گاز طبیعی و فراورده‌های نفتی، نسبت به میزان ۲۰ میلیارد دلار در هر سال (سهم دولت و شرکت‌های تابعه وزارت نفت). تبصره «۱»: در صورت صادرات تهاتری ارقام فوق‌الذکر به ارزشی بیش از مبلغ ۲۰ میلیارد دلار در سال، دولت موظف است مبلغ مازاد (سهم صندوق) را حداکثر تا پایان خرداد سال بعد به حساب ارزی صندوق واریز نماید».

### مصارف صندوق

جایگزینی بند «خ» ماده (۱۶) قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور با عنوان مصارف صندوق توسعه به شرح موارد زیر است:

- ۱ پوشش کسری بودجه صرفاً در صورت کاهش عواید ارزی حاصل از صادرات نفت خام، میعانات گازی، گاز طبیعی و فراورده‌های نفتی نسبت به میزان ۲۰ میلیارد دلار در هر سال،
- ۲ سرمایه‌گذاری در:

الف) بازارهای پولی و مالی رسمی خارجی،

ب) سرمایه‌گذاری مستقیم در طرح‌های انتفاعی کلان داخلی دارای توجیه فنی، مالی و اقتصادی،

ج) تأمین تضامین و آورده‌های لازم جهت گشایش تأمین منابع مالی خارجی پس از تصویب هیئت وزیران.

تبصره «۱»: صندوق موظف است حداقل مقدار مشخصی از دارایی‌های خود را (برای مثال ۱۵ میلیارد دلار) در دارایی‌های مالی با

نقدشوندگی بالا و در دسترس جهت ایفای تعهدات خود در جزء «۱» مصارف صندوق نگهداری نماید.

تبصره «۲»: با هدف تنوع‌بخشی به اقتصاد، سقف سرمایه‌گذاری صندوق در حوزه‌های استخراج یا پالایش نفت و گاز معادل ۵۰

درصد مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق است.

## منابع و مأخذ



- [۱] «محاسبه شده با داده‌های بانک جهانی، بانک مرکزی و OPEC»، [درون خطی].
- [2] World Bank, "The Changing Wealth of Nations," The World Bank, 2010.
- [۳] مهدی، دارابی. «نظریه‌های تعیین نرخ ارز در ایران؛ ملاحظات و چالش‌ها؛ مرکز پژوهش‌های مجلس»، ۱۴۰۲.
- [۴] «منبع آمار مداخلات مربوط به گزارش رئیس کل اسبق بانک مرکزی [khabaronline.ir/xfhST](http://khabaronline.ir/xfhST) است.»، [درون خطی].
- [۵] «نمودارها با استفاده از داده‌های بانک مرکزی ترسیم شده است. عدم صعود مجدد نسبت‌ها در نیمه اول دهه ۱۳۹۰، با وجود پایین آمدن نرخ حقیقی ارز، به دلیل آن بوده است که عمده دلیل کاهش نرخ حقیقی ارز، بالا بودن نرخ حقیقی سود سپرده بانکی در دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۳ بوده است.»، [درون خطی].
- [۶] آرش، فخری‌زاده و احمدرضا، جلالی نائینی و حسین، توکلیان، «مدیریت درآمدهای نفتی با رویکرد پایداری در سرمایه‌گذاری دولت: مطالعه موردی اقتصاد ایران»، پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران، جلد ۷، شماره ۲۸، ۱۳۹۷، ۴۹-۱. pp.
- [7] F. & V. A. J. Van der Ploeg, "Harnessing windfall revenues: optimal policies for resource-rich developing economies," The Economic Journal, vol 121, pp. 1-30, 2011.
- [8] Global SWF LLC, "Annual Report 2024," Global SWF LLC, New York, 2024.
- [۹] «بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران»، [درون خطی].
- [۱۰] «قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران»، مجلس شورای اسلامی، ۱۳۷۹.
- [۱۱] میثم، خسروی و سید مهدی، بنی‌طبا، «نحوه مواجهه با بدهکاران ارزی صندوق توسعه ملی و جزء «د» بند «۶» قانون بودجه سال ۱۳۸۸»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، تهران، ۱۴۰۱.
- [۱۲] «قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران»، مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۹.
- [۱۳] صندوق توسعه ملی، «گزارش عملکرد صندوق توسعه ملی از ابتدای تأسیس تا ۳۰ دی‌ماه ۱۴۰۲»، صندوق توسعه ملی، تهران، ۱۴۰۲.
- [۱۴] ابراهیم، عباسی، «مروری بر عملکرد حساب ذخیره ارزی طی برنامه سوم توسعه»، فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه (۱۰۶)، pp. ۱۲۷-۱۰۱، ۱۳۸۷.
- [15] L. Nordin, "Demystifying Sovereign Wealth Funds," Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues

for Policymakers, Washington, D.C., International Monetary Fund, 2010.

[16] T. V. M. P.-R. M. & R. C. Baunsgaard, "Fiscal frameworks for resource-rich developing countries," International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, 2012.

[17] M. L. G. W. & M. M. P. A. Eyraud, "A New Fiscal Framework for Resource-Rich Countries," International Monetary Fund, 2023.

[18] F. Van der Ploeg, "Bottlenecks in Ramping Up Public Investment," Oxford Centre for the Analysis of Resource Rich Economies (OxCarre), vol 66, pp. 1-34, 2012.

[19] F. a. A. J. V. Van der Ploeg, "Absorbing a Windfall of Foreign Exchange: Dutch Disease Dynamics," Journal of Development Economics, vol 103, pp. 229-243, 2013.

[20] R. A. & V. N. S. Amano, "Exchange rates and oil prices," Review of International Economics, vol 6, p. 683-694, 1998a.

[21] R. A. & V. N. S. Amano, "Oil prices and the rise and fall of the US real exchange rate," Journal of International Money and Finance, vol 17, p. 299-316, 1998b.

[22] M. M. I. & N. A. B. M. Bahmani-Oskooee, "The long-run relation between black market and official exchange rates: Evidence from panel cointegration," Economics Letters, vol 76, p. 397-404, 2002.

[23] J. C. R. L. & A. V. Beckmann, "The relationship between oil prices and exchange rates: Revisiting theory and evidence," Energy Economics, vol 88, p. 1-62, 2020.

[24] V. & M. V. Coudert, "Reassessing the empirical relationship between the oil price and the dollar," Energy Policy, vol 95, p. 147-157, 2016.

[25] M. M. B. S. & S. L. Habib, "Global exchange rate configurations: Do oil shocks matter?," IMF Economic Review, vol 64, p. 443-470, 2016.

[26] P. R. Y. S.-C. S. Z. L.-F. Berg A., "Public Investment in Resource-Abundant Developing Countries," IMF Economic Review, vol 12, p. 274, 2012.

[27] A. R. P. S. Y. a. L. Z. Berg, "Public Investment in Resource-Abundant Developing Countries," IMF Economic Review, vol 61, pp. 92-129, 2013.

[۲۸] زنگنه، احسان و زمانیان، غلامرضا و شهیکی تاش، محمدنبی و چشمی، علی. «تاثیر نامتقارن متغیرهای کلان اقتصادی بر نرخ نکول بانکی طی دوره‌های نکول بالا و پایین»، نشریه علمی پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، جلد ۱۰۴، ۳۰۵-۳۵۳، pp. ۳۰۵-۳۵۳، ۱۴۰۱.

[۲۹] صدیقی، علیرضا و جلالی موسوی، عاطفه. «بررسی گزارش عملکرد صندوق توسعه ملی»، ۱۴۰۲.

[۳۰] محاسبات پژوهش با استفاده از قوانین بودجه سنواتی.



#### گزیده سیاستی

در نظر نگرفتن و اقیعات اقتصادی کشور موجب شده تا استقرار دولت از صندوق به امری متداول و بدون هزینه تبدیل شود. با وجود نیاز مبرم دولت به منابع حاصل از صادرات نفتی، لازم است که در ابتدا مقدار مطلق منابع ارزی حاصل از صادرات نفتی در بودجه (توسط قوانین بالادستی و میان مدت) تثبیت شود.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: [mrc@majles.ir](mailto:mrc@majles.ir)

وبسایت: [rc.majles.ir](http://rc.majles.ir)