

## رد پای فیل‌های سفید<sup>۱</sup> در طرح‌های اقتصادی کشور

علیرضا باستانی

### ۱- مقدمه

یکی از مشکلات اساسی در کشورهای در حال توسعه، تخصیص نامناسب منابع است. مصداق این ادعا تحقیقات متعدد اقتصادسنجی است که در هر دو گروه کشورهای در حال توسعه و پیشرفته انجام شده است. این تحقیقات نشان می‌دهند که شکاف بزرگی در بهره‌وری کل عوامل تولید میان کشورهای غنی و فقیر وجود دارد. (هال و جونز، ۱۹۹۹). مطالعات موردی متعددی درباره شدت رانت جویی، رشد اندازه بخش‌های غیررسمی و شرکت‌های دولتی ناکارا در کشورهای در حال توسعه صورت گرفته است. بسیاری از این اختلالات را سیاستمداران و دولت‌ها بوجود می‌آورند در واقع از طریق این اقدامات و محدودیت‌ها، رانت‌هایی ایجاد می‌کنند که قابلیت بازتوزیع بین طرفداران سیاستمداران حاکم را دارند، سیاستمداران از این طریق برای خود حمایت سیاسی کسب می‌کنند (رابینسون و تربیک، ۲۰۰۵).

اندیشمندان اقتصادی اذعان دارند که اجرای بسیاری از پروژه‌ها از جنبه تخصیص منابع، انگیزه‌های سیاسی داشته اما دلایل دقیق آن همچنان به صورت معما باقی مانده است. در شرایطی که تعداد زیادی مدل‌های اقتصادی-سیاسی وجود دارد که علل سرمایه‌گذاری ناکافی و پایین را توضیح می‌دهد. به نظر می‌رسد که کشورهای در حال توسعه فقط از پایین بودن سرمایه‌گذاری آسیب ندیده‌اند، بلکه تحت تاثیر مخرب سرمایه‌گذاری در حوزه‌های نامناسب هم قرار گرفته‌اند. اثرات مخرب سرمایه‌گذاری در حوزه نامناسب به حدی است که «رابینسون و تربیک» اظهار می‌دارند که هیچ چیز مانند وجود «فیل‌های سفید»<sup>۲</sup> در کشورهای در حال توسعه باعث افت اقتصادی نمی‌شود. آنان «فیل سفید» را این گونه تعریف می‌کنند: پروژه‌هایی که مازاد اجتماعی منفی دارند (رابینسون و تربیک، ۲۰۰۵ ص ۲).

فیل سفید، پروژه‌های بزرگی است که هزینه‌های زیادی از سوی یک شرکت و یا کشور صرف ایجاد آن می‌شود اما موفق به دستیابی به اهداف پروژه نمی‌شود. پروژه‌های متعددی را می‌توان ملاحظه کرد که در مقایسه با مقدار پول و تلاش صرف شده در آنها منفعتی ایجاد نموده‌اند. بر مبنای تعریف ارائه شده از سوی

<sup>۱</sup> ریشه واژه «فیل سفید» به سال ۱۸۵۱ باز می‌گردد که شاه کشور سیام (برمه سابق)، یکی از فیل‌های مقدس سپید موی را به یکی از درباریان که از چشم شاه افتاده بود، هدیه داد. این هدیه که به ظاهر مایه سرافرازی و افتخار بود در واقعیت امر به مصیبتی برای فرد دریافت‌کننده هدیه تبدیل شد؛ چرا که هزینه نگهداری و مراقبت درست از فیل، فرد را خانه خراب می‌کرد (خیرخواهان، ۱۳۸۷).

<sup>۲</sup> White elephants

اینوستپدیا<sup>۱</sup>، هر نوع سرمایه گذاری که به دلیل پایان بی ثمر آن هیچ کس آن را نمی خواهد، سرمایه گذاری های غیرسودآور، دارایی ها و کسب و کارهایی که هزینه عملیاتی بالایی دارد و امکان سودآوری از طریق آن بسیار دشوار باشد، یک فیل سفید محسوب می شوند.

هدف از این مطالعه آشنایی با طرح های سرمایه گذاری است که در ادبیات اقتصاد سیاسی به عنوان فیل سفید محسوب می شوند.

## ۲- مبانی پروژه های فیل سفید

رابینسون و تربیک پروژه هایی را فیل سفید می نامند که از نظر تحلیل هزینه-فایده زیانده و غیراقتصادی هستند؛ دلایل اصلی زیانده بودن این پروژه ها به سه گروه زیر تقسیم می شوند:

۱. جدول زمانی اجرای پروژه، بیش از حد خوش بینانه تهیه شده باشد.
۲. هزینه های اجرای پروژه بسیار پایین برآورد شده باشد.
۳. منافع حاصل از پروژه، مثلا تعداد متقاضیان و مشتریان بیش از حد واقع تخمین زده شده است.

بر مبنای تئوری رابینسون و تربیک (۲۰۰۵) سه اصل کلیدی این نظریه عبارت است از:

الف) پروژه فیل سفید قسمتی از تبادلات سیاستمداران و رای دهندگان است (وضعیتی که اندیشمندان علوم سیاسی، مریدپروری می نامند) و مزیت مهمی برای سیاستمدار بر مسند قدرت محسوب می شود.

ب) این نوع پروژه ها زمانی به کار گرفته می شود که سیاستمدار خود را ملزم می داند با اتخاذ سیاست های تبعیضی به نفع گروه خاصی که به او رای داده اند، عمل کند.

ج) اینگونه الزامات، توزیع منابع را ناکارا می کند.

## ۳- مصادیق پروژه های فیل سفید در مطالعات تجربی

۱. رابینسون و تربیک در مطالعه خود به نقل از تانگری برخی مصادیق بارز «پروژه های فیل سفید» که در اثر فعالیت های سازمان توسعه صنعتی زامبیا (INDECO) انجام شده است را تشریح نموده اند. سازمان ایندیکو مجبور به پیروی از یک سری دستورات سیاسی خلق الساعه در مسائل اجرایی خاص پروژه از جمله نوع و مکان سرمایه گذاری ها بود. پروژه های سرمایه گذاری بر اساس ملاحظات سیاسی اجرا می شدند. برای نمونه صنایع «باتری سازی مانسا» که مطالعات امکان سنجی پروژه نشان می داد اجرای این پروژه در ناحیه مانسا غیراقتصادی است اما در آن منطقه اجرا شد. علاوه بر پروژه مذکور

<sup>1</sup> investopedia

می‌توان به پروژه‌های دیگری مثل کارخانه ذرت‌چینی در چینگولا اشاره کرد که بدون هیچ‌گونه مطالعات امکان‌سنجی به اجرا درآمد و جایگزین ایجاد کارخانه ذرت در منطقه کیتوی شد که برنامه‌ریزی و ارزیابی ساخت آن به تایید رسیده بود. همچنین استقرار برخی پروژه‌ها در مراکز دور دست کشور زامبیا، دسترسی به بازارهای اصلی را از این پروژه‌ها سلب می‌کرد. میلیون‌ها دلار خرج ساخت کارخانه‌های آجرپزی با مجوزهای رسمی در مناطق روستایی «کالالوشی» و «نگانگا» شده بود، اما فواصل طولانی برای حمل آجر به مراکز ساختمان‌سازی، هزینه‌ها را تا سطح غیراقتصادی شدن بالا برده بود. در نتیجه صنایع ساختمان‌سازی به استفاده از بلوک‌های سیمانی روی آوردند. به علت کاهش تقاضا برای آجر، کارخانه نگانگا در سال ۱۹۷۹ تعطیل شد و کارخانه کالالوشی نیز ضرر زیادی متحمل شد. به هر حال اینگونه پروژه‌ها علی‌رغم آنکه کاملاً معلوم بود فیل سفید هستند، ساخته می‌شدند و بدتر آنکه باعث عقب‌نشینی و به اجرا درنیامدن پروژه‌های مطلوب اجتماعی می‌شدند.

از دیگر مصادیق اجرای پروژه‌های فیل سفید می‌توان به مطالعه کیلیک (۱۹۷۸) در مورد سیاست‌های توسعه اقتصادی غنا اشاره کرد. او نمونه‌های بسیار مفصلی آورده است که چگونه محاسبات هزینه-فایده لحاظ نشده و پروژه‌های سرمایه‌گذاری ناکارآمد اتفاق افتاده است. یکی از آن نمونه‌ها «مجتمع صنعتی تولید دام و صنایع جانبی» است که در صفحه ۳۱ گزارش آن چنین نوشته شده است: «کارخانه کفش ... به مجتمع دامداری در شمال کشور ارتباط پیدا می‌کرد که بواسطه آن باید پوست خام به منطقه جنوب (با فاصله بیش از ۵۰۰ مایل) و کارگاه دباغی (که اکنون تعطیل شده) حمل می‌شد. چرم حاصله به کارخانه کفش در «کومایی» در مرکز کشور و در ۲۰۰ مایلی شمال کارخانه دباغی برگردانده می‌شد. از آنجا که بازار اصلی کفش در «آکرا» و در قلب پایتخت قرار داشت پس محصول نهایی باید حدود ۲۰۰ مایل دیگر به طرف جنوب حمل می‌شد. در واقع این فعالیت اقتصادی با انتخاب نامناسب محل سرمایه‌گذاری، قابلیت سودآوری خود را از دست داد. مثال تکان‌دهنده‌تر از این، ساخت یک کارخانه کمپوت‌سازی انبه بود که هیچ بازار داخلی برای آن وجود نداشت و گفته می‌شود ظرفیت آن چندین برابر کل تجارت جهانی چنین محصولی بود (ص ۲۲۹). گزارش خود دولت در مورد این کارخانه از برخی جوانب شایان توجه است پروژه: یک کارخانه در منطقه ونچی بروننگ آهافو احداث می‌شود تا ۷۰۰۰ تن انبه و ۵۳۰۰ تن گوجه‌فرنگی در سال تولید کند. اگر میانگین برداشت سالانه محصول در این منطقه در هر جریب برای انبه ۵ تن و برای گوجه‌فرنگی هم ۵ تن باشد پس باید ۱۴۰۰ جریب زمین برای انبه و ۱۰۶۰ جریب برای گوجه‌فرنگی اختصاص یابد تا جوابگوی نیاز کارخانه باشد. امامشکل تامین انبه مورد نیاز در این منطقه بود که از چند درخت پراکنده در بوته زارها تأمین می‌شود و گوجه‌فرنگی نیز در

مقیاس تجاری کشت نمی‌شود. در نتیجه تولید این محصولات را باید از صفر شروع کرد. با توجه به اینکه دوره کاشت تا ثمردهی انبه بین ۵ تا ۷ سال می‌باشد، از مشکلات اصلی این پروژه چگونگی تامین نهال‌های کافی کشت انبه و سازمان دهی بسیار سریع تولید مواد اولیه بود. مشکل بتوان تصور یک تفسیر عقلایی از کارآیی برنامه‌ریزی پروژه در طول تمامی سالهای قبل از ساخت کارخانه را کرد.

۲. دسته دیگری از فیل‌های سفید در کشورهای صادرکننده نفت یافت می‌شود. بخش اعظم رانت‌های نفتی که در پروژه‌های دولتی و عمومی سرمایه‌گذاری شده‌اند، منجر به افزایش رشد اقتصادی نشده‌اند. مطالعه گلیب(۱۹۸۸) نشان داد بیش از نیمی از منافع حاصل از درآمدهای نفتی ناشی از شوک نفتی در سالهای دهه ۷۰ که نصیب اعضای اوپک شده در داخل این کشورها سرمایه‌گذاری شده است و در حالی که هر مدل رشدی انتظار رشد قوی از این سرمایه‌گذاری‌ها داشته اما نه تنها رشدی ضعیف بلکه اثری منفی بر رشد GDP داشته است. مطالعات گلفینسون(۲۰۰۱) نشان می‌دهد در دوره ۱۹۶۵-۱۹۹۸ تولید ناخالص داخلی اعضای اوپک سالانه به طور متوسط ۱٫۳ درصد کاهش داشته است. همچنین هزینه‌های عمرانی در نیجریه بین ۱۹۷۳ تا ۱۹۷۶، بیش از نه برابر شد و مخارج عمرانی دولتی از ۳/۶ درصد تولید ناخالص داخلی بدون نفت در ۱۹۷۰ به ۲۹/۵ درصد در ۱۹۷۶ جهش نمود. در سایر کشورهای صادرکننده نفت نیز چنین وضعیتی بوجود آمد. در این میان یک مورد کاملاً برجسته تجربه ونزوئلا است. در سال ۱۹۷۹ با وجود آنکه بزرگترین برنامه سرمایه‌گذاری در تاریخ این کشور رخ داده بود، رشد اقتصادی اش متوقف شد (رابینسون و تربیک، ۲۰۰۵). این عملکرد بسیار ضعیف رشد اقتصادی باعث شد پژوهشگران به این نتیجه برسند که دولت‌های نفتی تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی دارند که شهرت آوری بالایی دارد و یا اجرای آن با سودجویی سیاسی همراه بوده اما از عقلانیت اقتصادی در آنها خبری نیست(تربیک، ۲۰۰۹).

۳. در برخی کشورهای صنعتی نیز می‌توان نشانه‌های فیل سفید را در برخی پروژه‌ها مشاهده کرد. برای نمونه می‌توان به برخی از فرودگاه‌های ساخته شده در اسپانیا اشاره داشت. فرودگاه رئال سیوداد، در جنوب مادرید، به عنوان بارزترین مثال اجرای پروژه‌های فیل سفید در آن منطقه توصیف می‌شود. در حالی که این فرودگاه با وعده فراهم آوردن ۶۰۰۰ فرصت جدید شغلی و رونق اقتصاد محلی ایجاد شده بود، در سال ۲۰۱۲ و تنها چهار سال پس از افتتاح، تعطیل شد<sup>۱</sup>. در یک وضعیت مشابه می‌توان به فرودگاه کستلون-کوستا ازهار در شمال والنسیا و فرودگاه هویسکا پرنیس اشاره کرد که هیچ‌کدام در حال حاضر برنامه ریزی برای پروازهای تجاری ندارند<sup>۲</sup>.

1 "The white elephants that dragged Spain into the red". BBC. 27 July 2012.

2 Govan, Fiona (5 October 2011). "Spain's white elephants – how country's airports lie empty". The Daily Telegraph (London). Retrieved 7 January 2013.

#### ۴- پروژه‌های فیل سفید در ایران

در کشور ایران نیز پروژه‌های فیل سفید متعددی مشاهده می‌شود. سلجوقی (۱۳۷۰) در بررسی مشکلات طرح‌های عمرانی دولت به این نتیجه رسید که بخش عمده‌ای از طرح‌های عمرانی بدون توجیه کارشناسی با فشارهای قانونی یا غیرقانونی آغاز می‌شود. علاوه بر این از دیگر جنبه‌های وقوع پروژه‌های فیل سفید در ایران، پایین برآورد کردن هزینه‌های اجرای پروژه‌ها و تاخیر در اجرای پروژه‌ها می‌باشد. طی سالهای برنامه سوم تأخیر در اتمام طرح‌ها، بطور متوسط هر سال ۳۰،۰۰۰ میلیارد ریال تعهد جدید برای دولت آفریده است. این اضافه تعهد برای سال ۱۳۸۴ به مبلغ ۲۴۶،۳۰۰ میلیارد ریال رسید که ۲/۵ برابر بودجه عمرانی در آن سال بوده است. همچنین در سالهای گذشته متوسط زمان اجرای طرح‌های بخش راه از سه سال به نه سال و طرح‌های بیمارستانی از چهار سال به یازده سال افزایش یافته است (توکلی، ۱۳۸۶ ص ۳۰). بررسی‌ها نشان می‌دهد در بازه زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۱ به‌طور میانگین فقط ۲۶ درصد طرح‌ها به موقع انجام شده است. علاوه بر این در طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۸ به‌طور متوسط برای خاتمه هر طرح به میزان ۱۷۱ درصد اعتبار مازاد بر میزان برنامه‌ریزی شده، تخصیص داده شده است (ابوحوزه، ۱۳۹۳). در عین حال اجرای برخی پروژه‌های بزرگ کشور به دلیل ظرفیت پایین بهره‌برداری نسبت به ظرفیت ایجاد شده، فاقد توجیه اقتصادی کافی بوده است. از جمله این پروژه‌ها می‌توان به ساخت برخی فرودگاه‌ها و سدها اشاره نمود. در ادامه به طور اجمال به وضعیت این پروژه‌ها اشاره می‌شود.

از میان ۷۰ فرودگاه تجاری کشور، فرودگاه‌های مهرآباد، امام(ره)، مشهد، شیراز، اصفهان، زاهدان، تبریز، بندرعباس، جمعاً در حدود ۸۰ درصد کل جابجائی مسافر را دارا بوده‌اند و از توجیه اقتصادی لازم برخوردار می‌باشند و ۲۰٪ باقیمانده پروازها در سایر فرودگاه‌ها صورت می‌گیرد. البته جابجایی بیش از ۸۰٪ از این تعداد نیز در ۴ فرودگاه اول انجام پذیرفته است<sup>۱</sup>. باید اذعان نمود که به دلایل مختلف احداث و توسعه فرودگاه‌های کشور از الگوی اقتصادی مشخصی تبعیت نکرده و بسیاری از این فرودگاه‌ها از توجیه اقتصادی لازم را ندارند. بطوری که تقاضای سفر در برخی از فرودگاه‌ها در حد هواپیماهای بدنه باریک است، ولی ساخت آن بر مبنای پذیرش هواپیماهای بدنه متوسط و یا حتی پهن پیکر صورت گرفته است. همچنین برخی از سدهای ساخته شده در ایران بهره‌وری مورد انتظار را نداشته‌اند. برای نمونه به گفته مقامات عالی-رتبه وزارت نیرو ظرفیت سد ساوه ۱۳۰ میلیون مترمکعب آب بوده اما تاکنون بیش از ۳۰ میلیون مترمکعب آب در آن ذخیره نشده است. از سویی سد کرخه برای ذخیره سازی ۷ میلیارد مترمکعب آب ساخته شده است اما حداکثر میزان آب ذخیره شده معادل ۲/۷ میلیارد مترمکعب بوده است.<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> <http://www.airport.ir>

<sup>۲</sup> <http://iran-newspaper.com/Newspaper/BlockPrint/۱۵۶۳۵>

## ۵- صندوق توسعه ملی و پروژه‌های فیل سفید

امروزه غالب کشورهای صادرکننده نفت و گاز از دو نوع عمده از دارایی‌های ملی برخوردار هستند: منابع نفت و گاز که در زیر زمین قرار دارد و صندوق‌های ثروت ملی که بر روی زمین قرار گرفته‌اند (واندن بریمر و واندر پلاگ، 2014). مدیریت موثر دارایی‌های صندوق ثروت ملی مستلزم انتخاب ترکیب مناسب چیدمان دارایی‌ها در پرتفوی صندوق از منظر ریسک و بازدهی می‌باشد. در صورتی که منابع صندوق تبدیل به زیرساخت‌های فیزیکی، گسترش و بهبود سرمایه انسانی و یا تبدیل به اشکال مختلف دارایی (نظیر اوراق بهادار و سهام) با نرخ سودآوری مناسب شود. ثروت زیر زمینی به شکل موثری تبدیل به ثروت روی زمینی شده است. در این صورت، نسل فعلی و نسل‌های آتی از آن ثروت برخوردار خواهند شد اما اگر ثروت زیر زمینی صرف سرمایه‌گذاری‌های بی حاصل شود، اقتصاد ملی دچار تبعات منفی صادرات منابع زیر زمینی خواهد شد.

در شرایطی که سرمایه‌گذاری‌های دولتی با بهره‌وری پایین‌تر و مشکلات اشاره شده در انتخاب پروژه‌های فیل سفید نظیر انتخاب پروژه‌های نامناسب، مکانیابی نامناسب، طولانی شدن عملیاتی اجرایی و افزایش هزینه اجرایی مواجه‌اند، صندوق توسعه ملی می‌تواند با ابزار در دسترس خود این مسیر را اصلاح نموده و بر این مشکلات غلبه نماید. از یک طرف منابع صندوق باید صرف تامین مالی پروژه‌های بخش غیر دولتی شده که انتظار می‌رود از بهره‌وری بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاری دولتی برخوردار است. از سوی دیگر طرح‌های پیشنهادی از منظر فنی، مالی و اقتصادی توسط بانک‌های عامل مورد بررسی قرار گرفته و پس از تایید هیات عامل صندوق، تامین مالی خواهند شد. این امر می‌تواند تا حدود زیادی از تصویب پروژه‌های فاقد توجیه‌پذیری کافی از جمله تصویب طرح‌ها که در مکان‌های نامناسب قرار دارند، جلوگیری نماید. در عین حال از مهم‌ترین ابزارهای در دسترس، نظارت در دوره عملیات اجرایی پروژه و پرداخت مرحله‌ای تسهیلات می‌باشد. به این ترتیب از بروز انحراف در هر مرحله از اجرای پروژه، جلوگیری خواهد شد. سرانجام رصد مستمر پروژه‌های بزرگ اجرا شده توسط صندوق توسعه ملی می‌تواند تجربه کافی را برای تامین مالی پروژه‌های مشابه فراهم کند.

## ۶- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

بررسی‌ها نشان می‌دهد که کشورهای در حال توسعه نه تنها از پایین بودن سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند، بلکه تحت تاثیر مخرب سرمایه‌گذاری در حوزه‌های نامناسب هم قرار دارند. اثرات مخرب سرمایه‌گذاری در

حوزه نامناسب به حدی است که برخی اندیشمندان اقتصادی معتقدند هیچ چیز مانند وجود «فیل‌های سفید» در کشورهای در حال توسعه باعث افت اقتصادی نمی‌شود.

به هر حال سرمایه‌گذاری‌های دولتی با بهره‌وری پایین‌تر و در معرض انتخاب پروژه‌های فیل سفید نظیر انتخاب پروژه‌های نامناسب، مکان‌یابی نامناسب، طولانی شدن عملیاتی اجرایی و افزایش هزینه اجرایی قرار دارند. تقویت و فعال کردن بخش خصوصی در اقتصاد ملی می‌تواند انتخاب طرح و شیوه اجرا و محل اجرا را تحت تاثیر ملاحظات اقتصادی قرار دهد. با توجه به اینکه از جمله مهمترین اهداف صندوق توسعه ملی، تامین مالی بخش خصوصی می‌باشد، می‌تواند نقشی برجسته در شکل‌گیری طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری در کشور توسط بخش خصوصی ایفا نماید. طرح‌هایی که از پشتوانه مطالعات اقتصادی، مالی و فنی کافی برخوردار بوده و می‌تواند با بهره‌وری بالاتر بخش خصوصی، آثاری مثبت بر رشد اقتصادی کشور داشته‌باشد.

## منابع و ماخذ

ابوحمره، داریوش (۱۳۹۳) واگذاری طرح‌های عمرانی (عملکرد، چالشها و الزامات)، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات برنامه و بودجه، شماره مسلسل ۱۳۷۶۶.

توکلی، احمد (۱۳۸۶) با طرح‌های ناتمام عمرانی چه کنیم، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۲۶، صص ۴۲-۱۵.

خیرخواهان، جعفر (۱۳۸۷) بیراهه پروژه‌های سرمایه‌گذاری فیل سفید، روزنامه دنیای اقتصاد شماره های ۱۵۱۴ و ۱۵۱۵. روزنامه ایران شماره ۱۵۶۳۵ قابل دسترس در:

۱۵۶۳۵ <http://iran-newspaper.com/Newspaper/BlockPrint/>

پرتال شرکت مادر تخصصی فرودگاه‌های کشور قابل دسترس در:

<http://www.airport.ir>

Gelb, A (1988) Oil windfalls: Blessing or curse?, Oxford University Press, New York. Robinson, J.A. and Torvik, R (2005) White elephants, Journal of Public Economics 89, 197-210.

Govan, Fiona (5 October 2011). Spain's white elephants – how country's airports lie empty. The Daily Telegraph (London). Retrieved 7 January 2013.

Gylfason, T (2001) Natural resources, education, and economic development, European Economic Review 45, 847-859.

Hall, R.E., Jones, C.I (1999) Why do some countries produce so much more output per-worker than others? Quarterly Journal of Economics 114, 83-116.

The white elephants that dragged Spain into the red. BBC. 27 July 2012.

Torvik, Ragnar (2009) Oxford review of economic policy.- Univ. Press, ISSN 0266-903x, ZDB-ID 857038. - Vol. 25., 2, p. 241-256.

Van Den Bremer, Ton and van der Ploeg, Rick and Wills, Samuel, The Elephant in the Ground: Managing Oil and Sovereign Wealth (October 2014). CEPR Discussion Paper No. DP10188. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2506024>.

## مدیریت ریسک در صندوق‌های ثروت ملی

علی خبیری

### ۱- مقدمه

در سال ۲۰۰۸ میلادی، همایش گروه کاری بین‌المللی صندوق‌های ثروت ملی<sup>۱</sup> در شهر سانتیاگو شیلی، اقدام به تدوین قواعد کلی برای صندوق‌های ثروت ملی نمود. این اصول که به عنوان اصول سانتیاگو<sup>۲</sup> شناخته می‌شوند اصول و روش‌های کلی پذیرفته شده<sup>۳</sup> در خصوص ساختار نهادی، مدیریت پرتفوی و ریسک، پاسخگویی و شفافیت را در قالب بیست و چهار اصل به صندوق‌های ثروت ملی پیشنهاد می‌دهند. اصل بیست و دوم سانتیاگو بیان می‌کند که صندوق‌های ثروت ملی می‌بایست یک چارچوب مشخص برای مدیریت ریسک داشته باشند. مدیریت ریسک دربرگیرنده فعالیت‌هایی مانند شناسایی و اندازه‌گیری ریسک، تدوین سیاست‌های مدیریت ریسک، تعیین نحوه واکنش به ریسک‌های شناسایی شده، همسوسازی سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری‌ها با اهداف و راهبردهای صندوق، بهینه‌سازی تخصیص منابع، طراحی و اجرای نظام کنترل‌های داخلی به منظور کاهش ریسک عملیاتی، اطمینان از گزارش‌دهی قابل اعتماد و بموقع و رعایت قوانین و مقررات می‌باشد. با توجه به پیچیدگی‌های روزافزون در کسب و کار، اتخاذ رویکرد یکپارچه و فراگیر از مهمترین تحولات اخیر است که در آن مدیریت ریسک نیازمند (۱) همکاری، مشارکت و مسئولیت‌پذیری تمامی اجزای صندوق در فرآیند مدیریت ریسک بر اساس تخصص و وظایف آنها و (۲) همسوسازی راهبردها، سیاست‌ها و فعالیت‌های بخش‌های مختلف صندوق می‌باشد. این مقاله به مرور اصول و فرآیندهای متداول مدیریت ریسک با تأکید بر کاربرد آنها در صندوق‌های ثروت ملی می‌پردازد.

### ۲- مفهوم و انواع ریسک

ریسک از نظر لغوی به معنای احتمال عدم دستیابی یا انحراف در دستیابی به اهداف است. به بیان دیگر، ریسک یعنی بیم ناشی از عدم دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده یا عدم قطعیت و احتمال انحراف از پیش‌بینی‌های اولیه و زیان ناشی از پیشامدهای ناخوشایند. البته ریسک تنها به معنای یک رویداد ناخوشایند و یا حادثه بد نیست؛ عدم قطعیت در دستیابی به اهداف از پیش معین، دربرگیرنده احتمال رخداد فرصت‌های جدید و کسب نتایج بهتر از پیش‌بینی‌های اولیه نیز می‌باشد. آنچه مهم است نباید از ریسک فرار کرد بلکه باید ریسک را شناخت و زیان و فرصت‌های بالقوه ناشی از آن را مدیریت نمود.

<sup>1</sup> International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)

<sup>2</sup> Santiago Principles

<sup>3</sup> Generally accepted principles and practices (GAPP)



عمده‌ترین ریسک‌هایی که صندوق‌های ثروت ملی با آنها مواجه می‌باشند عبارتند از ریسک اعتباری، ریسک بازار، ریسک عملیاتی، ریسک نقدینگی، ریسک حقوقی، ریسک شفافیت و ریسک شهرت. ریسک اعتباری که ریسک طرف مقابل نیز نامیده می‌شود عبارت است از احتمال آن که طرف مقابل در قرارداد موفق به انجام کامل و بموقع تعهدات نشود. به طور مثال، در صندوق‌های توسعه<sup>۱</sup>، ریسک اعتباری به معنای احتمال عدم بازپرداخت بموقع اصل مبلغ وام و کارمزد توسط دریافت‌کنندگان تسهیلات یا بانک‌های عامل می‌باشد. ریسک بازار عبارت است از زیان یا سود ناشی از تغییرات آتی در قیمت بازار پرتفوی اوراق بهادار که از عواملی مانند تغییرات نرخ بهره و نرخ ارز و نوسان قیمت‌ها در بازار سهام و بورس کالا نشأت می‌گیرد. منظور از ریسک عملیاتی، زیان ناشی از ضعف و قصور کارکنان، فرآیندها و سیستم‌ها در انجام امور می‌باشد. ریسک نقدینگی عبارت است از زیان ناشی از ناتوانی در انجام بموقع تعهدات به دلیل کمبود منابع نقد که از عدم توازن بین جریان‌های ورودی و خروجی وجوه نقد حاصل می‌شود. زیان ناشی از تغییر احتمالی در قوانین و مقررات حاکم بر فعالیت‌های صندوق در داخل و خارج کشور و عدم رعایت آن قوانین و مقررات توسط صندوق منجر به ریسک حقوقی می‌گردد. ریسک شفافیت به معنای عدم اطلاع‌رسانی کافی و بموقع در خصوص اهداف، سیاست‌ها و فعالیت‌های صندوق است. ریسک شهرت از تبلیغات مثبت یا منفی درباره صندوق ناشی می‌شود و می‌تواند بر سرمایه‌گذاری‌ها و عملکرد صندوق اثر مثبت یا سوء گذاشته و موقعیت صندوق و هیئت حاکمه<sup>۲</sup> آن را تقویت یا تضعیف نماید. شدت و اهمیت هر کدام از ریسک‌های فوق بستگی به نوع رسالت و مأموریت صندوق‌های ثروت ملی دارد. به طور مثال، مخاطرات مربوط به تاثیرات ریسک بازار بر ارزش پرتفوی اوراق بهادار از مهمترین ریسک‌هایی است که صندوق‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری<sup>۳</sup> با آن مواجه هستند. احتمال کمبود وجوه نقد در زمان‌های مورد نیاز برای توازن درآمدها و هزینه‌های بودجه دولت از اصلی‌ترین دغدغه‌های صندوق‌های تثبیت<sup>۴</sup> می‌باشد.

### ۳- مدیریت ریسک

پیش‌فرض اصلی مدیریت ریسک این است که فلسفه وجودی هر سازمان، ایجاد ارزش برای ذینفعان خود می‌باشد. تمام بنگاه‌های اقتصادی با عدم قطعیت در خصوص رویدادهای آتی و نتایج حاصل از فعالیت‌هایشان مواجه هستند. یکی از تصمیمات مهم در مدیریت ریسک این است که سازمان چه مقدار ریسک را بپذیرد تا میزان خلق ارزش برای ذینفعان مطابق انتظارات باشد. مدیریت ریسک سازمان را قادر می‌سازد علیرغم تهدیدها و فرصت‌های موجود، فعالیت‌های خود را بصورت موثر اداره نموده و ظرفیت ایجاد ارزش برای ذینفعان را ارتقاء دهد. ارزش در صندوق‌های ثروت ملی زمانی حداکثر می‌شود که مدیریت آن، اهداف و

<sup>1</sup> Development funds

<sup>2</sup> Governing body

<sup>3</sup> Saving and investment funds

<sup>4</sup> Stabilization funds

راهبردهای مناسب را جهت ایجاد توازن بین بازده و ریسک سرمایه‌گذاری تدوین نموده و منابع صندوق را بطور بهینه و اثربخش در راستای چشم‌انداز و مأموریت‌های محوله بکار گیرد.

مدیریت ریسک فرآیندی است که اقدام به شناسایی عوامل ریسک نموده و سپس نحوه مدیریت ریسک‌های شناسایی شده را با توجه به سطح تحمل ریسک در صندوق مشخص می‌نماید تا اطمینان معقول<sup>۱</sup> در دستیابی به اهداف ایجاد گردد. به عبارت دیگر، با تأکید بر مفاهیم اصلی می‌توان گفت که مدیریت ریسک:

- عواقب نامطلوب و مطلوب ناشی از رویدادهای آتی را به حساب می‌آورد؛
- فرآیندی مستمر در طول و عرض صندوق است؛
- توسط هیأت عامل<sup>۲</sup> و کمیته ریسک<sup>۳</sup> (یکی از کمیته‌های زیرمجموعه هیأت عامل) در صندوق راهبری می‌شود؛
- نیازمند گسترش فرهنگ آگاهی از ریسک<sup>۴</sup> است؛
- مستلزم تعیین سطح تحمل ریسک در صندوق است که تحت تاثیر عواملی مانند مأموریت و اهداف صندوق، نوع فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های صندوق، اندازه صندوق، ساختار اداری/نهادی صندوق، میزان بلوغ صندوق و رویکرد مدیران آن می‌باشد؛
- توسط کارکنان صندوق در تمام سطوح اجراء می‌شود؛
- به صندوق در خصوص دستیابی به اهداف و خلق ارزش برای ذینفعان اطمینان معقول می‌دهد؛
- با راهبردها، سیاست‌ها و دستیابی به اهداف پیوند دارد.

با توجه به پیچیدگی‌های روزافزون کسب و کار، تغییر روش در مدیریت ریسک از رویکرد سنتی، متمرکز و دپارتمانی<sup>۵</sup> به شیوه یکپارچه و فراگیر<sup>۶</sup> یکی از مهمترین تحولات اخیر در این حوزه می‌باشد. در روش سنتی، وظیفه مدیریت ریسک تنها بر دوش یک واحد مدیریتی مشخص در سازمان قرار می‌گرفت ولی رویکرد نوین در مدیریت ریسک مستلزم مشارکت، مسئولیت‌پذیری و پاسخگویی تمامی اجزای سازمان با توجه به وظایف، تخصص و مهارت‌هایشان است.

مدیریت ریسک صرفاً یک فرآیند متوالی نیست که در آن فقط یک جزء بر جزء بعدی تاثیر بگذارد؛ بلکه فرآیندی است چند سویه و تکرارپذیر که در آن تقریباً هر جزء بر جزء دیگر تأثیرگذار است. اگر چه مدیریت ریسک مزایای مهمی دارد ولی با محدودیت‌هایی نیز رو به رو است. به طور مثال، قضاوت‌های انسان در تصمیم‌گیری ممکن است همراه با خطا باشد. تصمیمات مربوط به نحوه واکنش به ریسک و طراحی

---

<sup>1</sup> Reasonable assurance

<sup>2</sup> Board of executive directors

<sup>3</sup> Risk committee

<sup>4</sup> Risk-awareness culture

<sup>5</sup> Traditional department-focused approach

<sup>6</sup> Integrated and holistic approach

کنترل‌های داخلی همواره با در نظر گرفتن هزینه و فایده اتخاذ می‌شوند و ممکن است وقفه‌ها و کاستی‌هایی به دلیل قصور یا اشتباه انسان رخ دهد. همچنین، احتمال دارد کنترل‌های داخلی با تبانی دو یا چند کارمند اثربخشی خود را از دست بدهند. تمامی این محدودیت‌ها مانع از آن می‌شود که مدیریت ریسک بتواند اطمینان قطعی<sup>۱</sup> در خصوص دستیابی به اهداف ایجاد نماید.

## مدیریت ریسک سازمانی<sup>۲</sup>

بین اهداف (آنچه که صندوق می‌کوشد تا بدان دست یابد)، اجزای مدیریت ریسک (آنچه که برای دست یافتن به اهداف لازم است) و سطوح سازمانی صندوق (که می‌بایست در فرآیند مدیریت ریسک مشارکت داشته باشند) رابطه مستقیمی وجود دارد که بوسیله مکعب مدیریت ریسک به تصویر کشیده می‌شود. مکعب مدیریت ریسک با هدف ارتقای نظام راهبری<sup>۳</sup> در بنگاه‌های اقتصادی پیشنهاد شده است و در حال حاضر رایج‌ترین چارچوب مدیریت ریسک بویژه در نهادهای مالی محسوب می‌شود. این چارچوب یکپارچه و فراگیر مدیریت ریسک، اهداف سازمانی را به چهار گروه تقسیم می‌کند: (۱) اهداف راهبردی، (۲) اهداف عملیاتی، (۳) اهداف گزارش‌دهی و (۴) اهداف تمکین. اهداف راهبردی<sup>۴</sup> در واقع اهداف کلان هستند که در راستای مأموریت صندوق تعریف می‌شوند. اهداف عملیاتی<sup>۵</sup> زمینه دستیابی به اهداف راهبردی را فراهم می‌نمایند و بر کارایی و اثربخشی فعالیت‌ها و استفاده بهینه از منابع تاکید می‌ورزند. اهداف گزارش‌دهی<sup>۶</sup> شامل وظایف مرتبط با تهیه گزارش‌های قابل اعتماد و بموقع توسط صندوق درباره عملکرد مالی و غیرمالی می‌شوند. رعایت قوانین، مقررات و فرآیندهای حاکم بر فعالیت‌های صندوق با عنوان اهداف تمکین<sup>۷</sup> طبقه‌بندی می‌شود. همچنین، این مدل ساختار سازمانی را به چهار سطح تقسیم می‌کند: (۱) سطح رده‌بالا<sup>۸</sup> (هیأت امناء<sup>۹</sup> و هیأت عامل)، (۲) بخش‌ها<sup>۱۰</sup> (معاونت‌های زیرمجموعه هیأت عامل)، (۳) واحدهای کسب و کار<sup>۱۱</sup> (مدیریت‌های زیرمجموعه هر کدام از معاونت‌ها) و (۴) شرکت‌ها و نهادهای زیرمجموعه<sup>۱۲</sup>. اجزای هشت‌گانه مدیریت ریسک در این مدل عبارتند از:

<sup>۱</sup> Absolute assurance

<sup>۲</sup> Enterprise risk management

<sup>۳</sup> Governance

<sup>۴</sup> Strategic objectives

<sup>۵</sup> Operational objectives

<sup>۶</sup> Reporting objectives

<sup>۷</sup> Compliance objectives

<sup>۸</sup> Entity level

<sup>۹</sup> Board of trustees

<sup>۱۰</sup> Divisions

<sup>۱۱</sup> Business units

<sup>۱۲</sup> Subsidiaries

۱. محیط داخلی<sup>۱</sup>: دربرگیرنده محیط درونی صندوق است که بستری را برای تبیین رویکرد مدیریت ریسک توسط مدیران ایجاد می‌نماید. محیط داخلی شامل فرهنگ و چارت سازمانی، میزان ریسک‌پذیری و ارزش‌های اخلاقی صندوق می‌باشد؛
۲. هدف‌گذاری<sup>۲</sup>: مدیریت ریسک مستلزم تدوین یک فرآیند شفاف و مشخص برای تعیین اهداف صندوق همسو با رسالت و سازگار با سطح ریسک‌پذیری صندوق می‌باشد؛
۳. شناسایی رویدادها<sup>۳</sup>: صندوق می‌بایست عوامل و رویدادهای داخلی و خارجی را که می‌توانند بر میزان موفقیت آن در تحقق اهداف اثرگذار باشند شناسایی نموده و آنها را به دو دسته تهدیدات و فرصت‌ها تفکیک نماید؛
۴. ارزیابی ریسک<sup>۴</sup>: تمامی ریسک‌های شناسایی شده با در نظر گرفتن احتمال و پیامد ناشی از رخداد مورد تحلیل قرار می‌گیرند تا مبنایی برای تعیین نحوه مدیریت آنها فراهم گردد. یکی از رایج‌ترین روش‌ها برای ارزیابی ریسک‌های شناسایی شده، ترسیم نقشه ۲×۲ ریسک<sup>۵</sup> است؛
۵. استراتژی‌های واکنش به ریسک<sup>۶</sup>: روش متداول برای تصمیم‌گیری در خصوص نحوه مواجهه با انواع ریسک بویژه ریسک‌های عملیاتی، شفافیت، حقوقی، نکول طرف مقابل در انجام تعهدات و شهرت، تحلیل احتمال و شدت پیامدهای ناشی از رخداد ریسک<sup>۷</sup> می‌باشد. به طور کلی واکنش‌ها به ریسک در چهار دسته قرار می‌گیرند که عبارت است از اجتناب<sup>۸</sup> از ریسک، کاهش<sup>۹</sup> ریسک، انتقال<sup>۱۰</sup> ریسک و پذیرش<sup>۱۱</sup> ریسک. با ترکیب نقشه ۲×۲ ریسک و استراتژی‌های چهارگانه مدیریت ریسک، برنامه اقدام<sup>۱۲</sup> برای تک‌تک ریسک‌های شناسایی شده تهیه و اجرا می‌گردد. برنامه اقدام، کنترل‌های داخلی و سیاست‌های مدیریت ریسک را برای هر کدام از ریسک‌های شناسایی شده، تدوین می‌نماید. تهیه و اجرای برنامه اقدام نیازمند همکاری تمامی اجزای صندوق با کمیته ریسک می‌باشد؛

---

<sup>1</sup> Internal environment

<sup>2</sup> Objectives setting

<sup>3</sup> Event identification

<sup>4</sup> Risk assessment

<sup>5</sup> 2×2 risk map

<sup>6</sup> Risk-response strategies

<sup>7</sup> Likelihood-versus-severity (LVS) analysis

<sup>8</sup> Avoid

<sup>9</sup> Reduce (or minimize)

<sup>10</sup> Transfer

<sup>11</sup> Accept

<sup>12</sup> Action plan

نمودار ۱: نقشه ۲×۲ ریسک

پیامد رخداد		احتمال رخداد
شدید	محدود	
انتقال ریسک	پذیرش ریسک	کم
اجتناب از ریسک	کاهش ریسک	زیاد

۶. اقدامات کنترلی<sup>۱</sup>: عبارت است از خط‌مشی‌ها، رویه‌ها و ابزارهایی که می‌بایست وضع و اجراء شوند تا

از اجرای موثر استراتژی‌های مدیریت ریسک در صندوق اطمینان حاصل شود؛

۷. اطلاعات و ارتباطات<sup>۲</sup>: اطلاعات مرتبط می‌بایست گردآوری و بموقع در صندوق بازتوزیع شود تا

کارکنان برای انجام وظایف خود توانمند و آگاه باشند؛

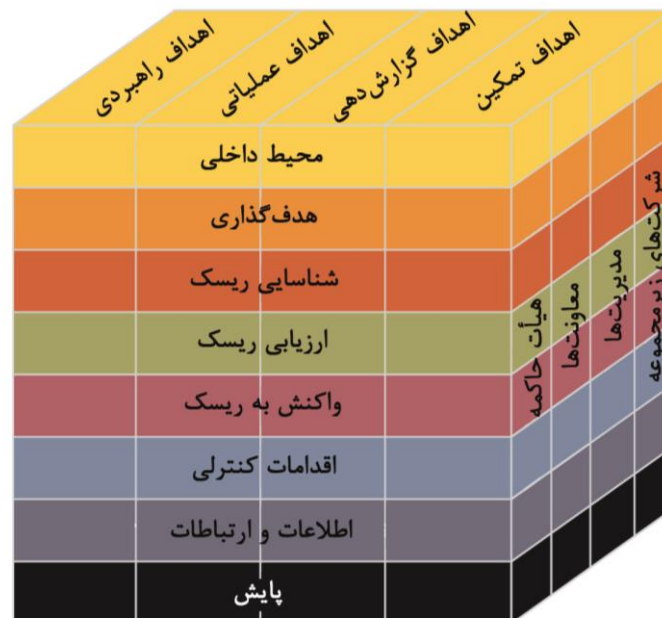
۸. پایش<sup>۳</sup>: عملکرد صندوق در ارتباط با مدیریت ریسک می‌بایست به صورت دوره‌ای مورد ارزیابی قرار

گرفته و در صورت لزوم اقدامات اصلاحی انجام گیرد.

با ترکیب اهداف، سطوح سازمانی و اجزای مدیریت ریسک، مکعب مدیریت ریسک به شکل زیر ترسیم

می‌شود:

نمودار ۲: مکعب مدیریت ریسک



<sup>1</sup> Control activities

<sup>2</sup> Information and communication

<sup>3</sup> Monitoring

هر کدام از سطوح سازمانی در صندوق بنابر تخصص، حوزه اختیارات و مسئولیت‌های خود موظف به انجام مراحل هشت‌گانه مدیریت ریسک برای هر کدام از اهداف چهارگانه مرتبط می‌باشند. با توجه به اینکه مدیریت ریسک بر تمامی سطوح سازمانی اثرگذار است و بخش‌ها و واحدهای مختلف صندوق وظایف مشخصی در فرآیند مدیریت ریسک بر عهده دارند، مدیریت یکپارچه و فراگیر ریسک مستلزم (۱) مشارکت و مسئولیت‌پذیری تمامی اجزای صندوق و (۲) سیاست‌گذاری، هماهنگ‌سازی و پایش آن فعالیت‌ها توسط کمیته ریسک و مدیر ریسک به عنوان دبیر کمیته ریسک می‌باشد. اگر چه تمامی اجزای صندوق مسئولیت‌هایی را برای مدیریت ریسک بر عهده دارند، ولی هیأت امناء و هیأت عامل مسئول و پاسخگوی نهایی است؛ این بدان معناست که راهبری و تصویب سیاست‌های کلان در این فرآیند یکپارچه و فراگیر بر عهده هیأت امناء و هیأت عامل است و دیگر مدیران از فلسفه مدیریت ریسک در صندوق پشتیبانی کرده و ریسک‌ها را در قلمرو مسئولیت خودشان در راستای راهبردها، سیاست‌ها و دستورالعمل‌های مصوب مدیریت می‌کنند.

### مدیریت ریسک پرتفوی<sup>۱</sup>

صندوق‌های ثروت ملی می‌بایست منابع خود را همسو با مأموریت‌ها و اهداف محوله سرمایه‌گذاری نمایند. صندوق‌هایی که مأموریت آنها پس‌انداز، سرمایه‌گذاری ذخایر ارزی، تأمین مالی پرداخت مستمری بازنشستگان و تثبیت می‌باشد، اغلب با هدف کسب بازده تعدیل شده بر اساس ریسک اقدام به سرمایه‌گذاری و مدیریت پرتفوی می‌نمایند. قسمت عمده پرتفوی سرمایه‌گذاری در این نوع از صندوق‌های ثروت ملی، شامل اوراق بهادار خریداری شده در بازارهای مالی بین‌المللی می‌باشد. در مقابل، بخش عمده پرتفوی صندوق‌هایی که مأموریت آنها تأمین مالی توسعه از طریق اعطای تسهیلات به طرح‌های دارای توجیه اقتصادی و فنی است، شامل وام و انواع دیگر تسهیلات اعطایی می‌شود. البته ممکن است بعضی از صندوق‌ها چندین مأموریت را دنبال نموده و دارایی‌های خود را همزمان در قالب سبدهای سرمایه‌گذاری مجزا مدیریت کنند. بنابراین، می‌توان پرتفوی سرمایه‌گذاری در صندوق‌های ثروت ملی را به دو دسته پرتفوی اوراق بهادار<sup>۲</sup> و پرتفوی وام<sup>۳</sup> تقسیم نمود. علاوه بر مدیریت ریسک‌های عملیاتی، شفافیت، حقوقی، نکول طرف مقابل در انجام تعهدات و شهرت، صندوق‌های ثروت ملی می‌بایست ریسک‌های موجود در سبد سرمایه‌گذاری مانند ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز، ریسک قسمت سهام و ریسک اعتباری وام‌گیرندگان و بانک‌های عامل را مدیریت نمایند.

---

<sup>1</sup> Portfolio risk management

<sup>2</sup> Portfolio of securities

<sup>3</sup> Loan portfolio

صرف‌نظر از روش‌ها و سنجه‌های کمی متنوعی که برای مدیریت پرتفوی اوراق بهادار و پرتفوی وام مورد استفاده قرار می‌گیرند، فرآیند کلی مدیریت پرتفوی شامل سه مرحله می‌باشد: (۱) اتخاذ تصمیمات لازم پیش از انجام معاملات<sup>۱</sup> و تشکیل پرتفوی مانند تدوین سند راهبردهای سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> و سند سیاست‌های سرمایه‌گذاری<sup>۳</sup> و انعقاد قرارداد با شرکت‌های مدیریت دارایی و بانک‌های عامل، (۲) اجرای تصمیمات و سیاست‌های مصوب و انجام معاملات<sup>۴</sup> و (۳) ارزیابی و تحلیل ادواری عملکرد پرتفوی پس از انجام معاملات<sup>۵</sup>. مسائل، تصمیمات و فعالیت‌های مرتبط با مدیریت ریسک می‌بایست در تمامی مراحل مدیریت پرتفوی مورد توجه قرار گیرند. به طور مثال، ارزیابی و رتبه‌بندی بانک‌های عامل و شرکت‌های مدیریت دارایی از اقدامات مرتبط با مدیریت ریسک است که می‌بایست در گام اول مدیریت پرتفوی انجام پذیرد. نمودار شماره ۳ نشان می‌دهد که مدیریت ریسک یکی از اصلی‌ترین اجزای مراحل سه‌گانه مدیریت پرتفوی در صندوق‌های ثروت ملی می‌باشد.

نمودار ۳: رابطه بین مدیریت ریسک و مدیریت پرتفوی



اصل ششم سانتیاگو بیان می‌کند که چارچوب راهبری<sup>۶</sup> در صندوق‌های ثروت ملی می‌بایست اقدام به تقسیم موثر نقش‌ها و مسئولیت‌ها نماید تا پاسخگویی و استقلال عملیاتی<sup>۷</sup> در مدیریت صندوق جهت نیل به اهداف تسهیل گردد. منظور از استقلال عملیاتی آن است که (۱) فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های صندوق باید بر

<sup>1</sup> Pre-trade decisions

<sup>2</sup> Investment Strategy Statement (ISS)

<sup>3</sup> Investment Policy Statement (IPS)

<sup>4</sup> Trade implementation

<sup>5</sup> Post-trade analysis and monitoring

<sup>6</sup> Governance structure

<sup>7</sup> Operational independence

مبنای ملاحظات اقتصادی و مالی استوار باشد و از انگیزه‌ها و دخالت‌های سیاسی اجتناب شود و (۲) مالک صندوق<sup>۱</sup> (حاکمیت<sup>۲</sup>) و هیئت حاکمه (متشکل از هیأت امناء و هیأت عامل) متمایز از هم باشند. اصل هفتم تشریح می‌نماید که مالک صندوق می‌بایست (۱) مأموریت‌ها و اهداف کلان صندوق را معین نماید، (۲) اعضای هیأت حاکمه را بر اساس معیارها و فرآیندهای شفاف منصوب نماید، (۳) مسئولیت مدیریت صندوق را به هیأت حاکمه تفویض نماید و (۴) با استقرار یک سیستم گزارش‌دهی موثر، ناظر بر عملکرد مدیران صندوق باشد. بنابر اصل نهم، هیأت حاکمه صندوق باید به صورت مستقل و شفاف و بر اساس مأموریت، اهداف و وظایفی که مالک برای صندوق تعریف کرده است، اقدام به تدوین و اجرای استراتژی‌ها و سیاست‌های عملیاتی (مانند امور مالی و اداری صندوق و مدیریت ریسک‌های مرتبط) و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری (مانند خرید اوراق بهادار و اعطای تسهیلات و مدیریت ریسک‌های مرتبط) نماید. اصل سوم بیان می‌کند که اگر فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های صندوق آثار قابل توجهی بر اقتصاد کلان داشته باشد، هیأت حاکمه صندوق می‌بایست آن فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را با سیاست‌های پولی بانک مرکزی و سیاست‌های مالی دولت متناسب و هماهنگ سازد تا همگرایی در جهت نیل به اهداف کلان اقتصادی کشور حاصل گردد. از اصول فوق می‌توان نتیجه‌گیری کرد که مأموریت، اهداف و قوانین حاکم بر صندوق می‌بایست به صورت شفاف توسط مالک تدوین شوند و هیأت حاکمه صندوق نیز باید از استقلال لازم برای تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها، اعطای تسهیلات و مدیریت ریسک برخوردار باشد.

#### ۴- رابطه بین مدیریت ریسک و مدیریت استراتژیک

مدیریت استراتژیک از چهار مرحله (۱) برنامه‌ریزی کسب و کار<sup>۳</sup>، (۲) اجرا<sup>۴</sup>، (۳) پایشگری و (۴) تعدیل و اقدامات اصلاحات<sup>۵</sup> تشکیل می‌شود. نمودار شماره ۴ نشان می‌دهد که مدیریت ریسک یکی از اصلی‌ترین اجزای مراحل چهارگانه مدیریت استراتژیک می‌باشد. به طور مثال، محیط داخلی (جزء اول مدیریت ریسک) بر تمامی مراحل مدیریت استراتژیک اثرگذار است و تعیین اهداف کسب و کار و تدوین برنامه‌ها نیازمند شناسایی و ارزیابی عوامل ریسک و تعیین سیاست‌ها برای مدیریت ریسک‌های شناسایی شده (مراحل ۳ تا ۵ مدیریت ریسک) می‌باشد.

نمودار ۴: رابطه بین مدیریت ریسک و مدیریت استراتژیک

<sup>1</sup> Owner

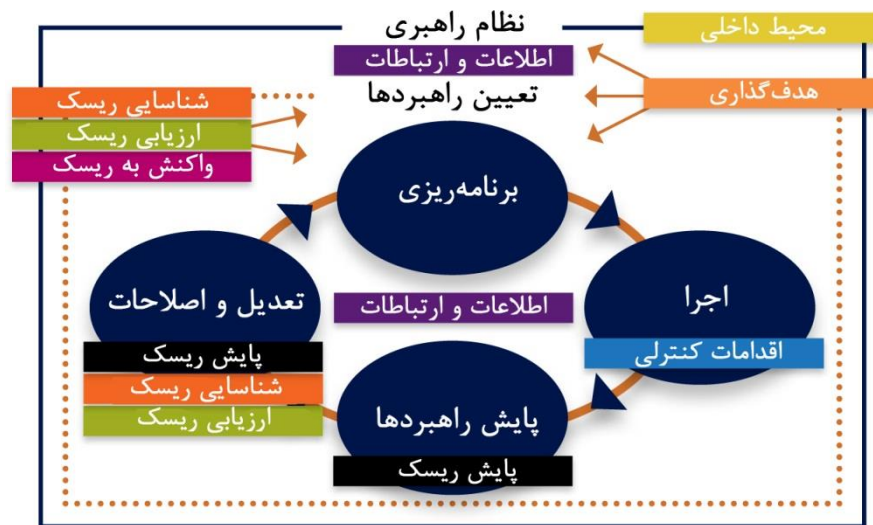
<sup>2</sup> State

<sup>3</sup> Business planning

<sup>4</sup> Execution

<sup>5</sup> Adapting and corrective actions





## ۵- خلاصه و نتیجه‌گیری

مدیریت ریسک یکی از مهم‌ترین الزامات در صندوق‌های ثروت ملی می‌باشد که در سایر فعالیت‌ها مانند مدیریت پرتفوی و مدیریت استراتژیک نیز از نقش تعیین‌کننده برخوردار است. با توجه به اینکه مدیریت ریسک بر تمامی فعالیت‌ها و سطوح سازمانی صندوق اثرگذار است و بخش‌ها و واحدهای مختلف وظایف مشخصی در فرآیند مدیریت ریسک بر عهده دارند، مدیریت یکپارچه و فراگیر ریسک مستلزم (۱) مشارکت و مسئولیت‌پذیری تمامی اجزای صندوق در فرآیند مدیریت ریسک و (۲) سیاست‌گذاری، هماهنگ‌سازی و پایش فعالیت‌ها توسط کمیته ریسک می‌باشد. هیأت امناء و هیأت عامل به عنوان بالاترین ارکان صندوق، مسئول و پاسخگوی نهایی به شمار می‌روند؛ این بدان معناست که راهبری و تصویب سیاست‌های کلان بر عهده هیأت حاکمه است و دیگر مدیران از فلسفه مدیریت ریسک در صندوق پشتیبانی کرده و ریسک‌ها را در قلمرو مسئولیت خود در راستای راهبردها، سیاست‌ها و دستورالعمل‌های مصوب مدیریت می‌کنند.

## References

- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) "Improving Organizational Performance and Governance," February 2014.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) "Enterprise Risk Management - Integrated Framework," September 2004.
- International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF) "Proposed Best Practices in Investment and Risk Management for Sovereign Wealth Funds," Baku, 2009.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) "Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices," October 2008.

## آشنایی با صندوق ثروت خزانه ملی مالزی

عاطفه حسینی مکارم

### مقدمه:

ظهور فرصتها و رخداد بحران‌های مالی و اقتصادی متعدد در دهه‌های اخیر که گاه از مرز کشورها فراتر رفته و سایر کشورها و حتی همه جهان را متاثر ساخته اند، رشد جمعیت، افزایش امید به زندگی و تعهدات دولت‌ها به تامین سالخوردگان و بازنشستگان، گسترش بازارهای مالی، بروز فن‌آوری‌های جدید، کم‌رنگ شدن مرزهای جغرافیایی، تدابیر دولت‌ها برای مقابله با کسری بودجه و شوک‌های خارجی، تکرار و گسترش بیماری هلندی در بسیاری کشورها و رواج اندیشه‌هایی که گاه منابع طبیعی را در حد نفرین و نعمت و شوم برشمرده‌اند، در کنار عوامل متعدد دیگر باعث شده تا بسیاری کشورها با سطوح درآمدی و توسعه‌ای متفاوت به ایجاد صندوق ثروت ملی روی آورند. هم اکنون نزدیک به ۸۰ صندوق ثروت ملی با بیش از ۷ هزار میلیارد دلار دارایی در جهان وجود دارد. منابع برخی از این صندوق‌ها از محل فروش منابع طبیعی، عمدتاً نفت و گاز، بوده و اصطلاحاً کالایی نامیده می‌شوند و بیش از ۶۰ درصد از کل دارایی‌های صندوق‌های ثروت را به خود اختصاص داده‌اند. سایر صندوق‌ها که از محل مزاد بودجه تامین شده و غیرکالایی نامیده می‌شوند نیز حدود ۲/۸ تریلیون دلار دارایی دارند. حتی کشور ایتالیا هم که در سال‌های اخیر با بحران‌های متعدد روبرو بوده است در سال ۲۰۱۱ صندوقی ایجاد نمود که هم اکنون بیش از ۶ میلیارد دلار دارایی در اختیار دارد.

کشورهای متعددی بیش از یک صندوق ثروت ملی با وظایف خاص دارند به عنوان مثال چین با ۴ صندوق بزرگ با منابع بیش از ۱۸۰۰ میلیارد دلار، امارات متحده عربی با ۴ صندوق بزرگ با منابع نزدیک به یک تریلیون دلار و روسیه با سه صندوق با منابع ۱۸۰ میلیارد دلار را میتوان نام برد. حدود ۶۰ درصد صندوق‌ها عمری کمتر از ۱۵ سال دارند.

دولت مالزی حدود دو دهه پیش با هدف ایجاد ثروت‌های ماندگار و پایدار مبادرت به تجمیع برخی سرمایه‌گذاری‌های داخلی و تاسیس صندوقی با عنوان خزانه ملی نمود که عمدتاً در داخل کشور سرمایه‌گذاری نموده است و بتدریج سرمایه‌گذاری‌های خود در خارج از مالزی را گسترش می‌دهد. این مقاله نگاهی اجمالی به کشور مالزی و صندوق ثروت ملی آن داشته و به اختصار چشم انداز و ماموریت، استراتژی و اهداف خزانه ملی را در کنار برخی موارد مرتبط با ذکر داده‌های آماری مهم بررسی می‌نماید.

مالزی کشوری در جنوب شرقی آسیا با جمعیت ۳۰ میلیون نفر و وسعت ۳۳۰ هزار کیلومتر مربع است. تولید ناخالص داخلی آن در سال ۲۰۱۳ معادل ۳۳۶ میلیارد دلار بوده و ۱۳۹ میلیارد دلار ذخایر ارزی داشته است. یکی از مزایای نسبی کشور مالزی دسترسی این کشور به بازاری با جمعیتی بیش از دو میلیارد نفر یعنی ۳۱٪ از جمعیت دنیا است. شرق آسیا از نواحی ای است که دارای یکی از بالاترین نرخهای رشد اقتصادی در دنیا بوده و فرصت‌های تجاری فراوانی فراهم میکند.

دولت مالزی برای ایجاد طبقه متوسط و نیز حذف شکاف طبقاتی به ایجاد اقتصادی رقابتی که متکی به بخش صنعتی و صنایع تولیدی وسیع و کشاورزی نوین و خدمات کارا باشد، با کمک سیستم بانکی کشور به‌عنوان موتور رشد اقتصادی کشور و توسعه صادرات، توجه جدی نموده است. همچنین با اتخاذ سیاست آزاد سازی اقتصادی و حذف و یا تسهیل مقررات، به ایجاد زیرساخت‌ها و وضع قوانین و مقررات و خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و کاهش نقش و حجم دولت در اقتصاد کشور پرداخته و نتایج مفیدی کسب کرده است.

این کشور از سال ۱۹۹۸ تا کنون همواره مازاد تجاری داشته است و در سال ۲۰۱۲ علی‌رغم بحران مالی جهانی، از جمله ضعف اقتصادی آمریکا، بحران مالی اروپا و کاهش شتاب رشد اقتصادی چین و تأثیرگذاری بحران بر اقتصاد جهان و بویژه آسیا، در تجارت خارجی خود نسبتاً موفق عمل نموده است.

### صندوق خزانه ملی ۱ در یک نگاه:

کشور: مالزی	نام صندوق: خزانه ملی Khazanah Nasional Berhad
رتبه شفافیت بر اساس شاخص مادوئل - لینابرگ: ۵	سال تاسیس: ۱۹۹۴
منابع صندوق: غیرکالایی	جمع داراییها: ۴۰/۵ میلیارد دلار
ساختار سازمانی: شرکت سهامی عام	دفاتر صندوق: کوالالامپور، پکن، سانفرانسیسکو، بمبئی، استانبول و جزیره پینانگ مالزی
مقامات ناظر: دولت مالزی	مالکیت: وزارت دارایی مالزی
هدف سرمایه‌گذاری: توسعه‌ای	افق سرمایه‌گذاری: بلند مدت
میزان پذیرش ریسک: براساس اتخاذ رویکرد متنوع سازی پورتهفوی با پذیرش ریسک متوسط	حیطه سرمایه‌گذاری: داخلی و خارجی

## تاریخچه صندوق ثروت خزانه ملی مالزی:

صندوق خزانه ملی مالزی، هلدینگ سرمایه‌گذاری دولت مالزی می‌باشد که مسئولیت نگهداری و مدیریت دارایی‌های تجاری در اختیار دولت و همچنین اتخاذ سیاست‌های سرمایه‌گذاری استراتژیک از طرف مردم مالزی را بر عهده دارد. صندوق خزانه ملی در ۲ دسامبر ۱۹۹۳ بر اساس قانون شرکت‌ها با هدف بهینه‌سازی بازده تجاری دولت مالزی و تسهیل برنامه‌های توسعه‌ای و راهبردی و پروژه‌های کلان تکنولوژیکی به‌منظور پیشرفت اقتصاد مالزی به عنوان یک نهاد عمومی ثبت شد و یکسال بعد از تاریخ ثبت، فعالیت خود را به صورت رسمی آغاز نمود.

صندوق خزانه در دو دهه گذشته نقش بسیار مهمی در پیشرفت اقتصاد مالزی داشته و در بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ نقش بسزایی در حمایت از برخی از شرکت‌های آسیب دیده از بحران ایفا نموده است. طی ۱۰ سال اول فعالیت، این صندوق بر سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های وابسته به دولت نظارت داشته و در بعضی از بخش‌های مهم و استراتژیک این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری نموده است. در ۱۰ سال دوم و بعد از سال ۲۰۰۴، خزانه ملی به توسعه پورتنفوی سرمایه‌گذاری خود در مالزی و بازارهای کلیدی از جمله چین، هند، ترکیه، اندونزی، سنگاپور و آمریکا پرداخته است.

بدین ترتیب این صندوق ابتدا به عنوان ناظر بر عملیات شرکت‌های وابسته به دولت عمل نمود و بتدریج وارد سرمایه‌گذاری‌های داخلی شده و پس از تجربه اندوزی و ایجاد سازوکارهای مورد نیاز، به تدریج و با سرمایه‌گذاری‌های نسبتاً کوچک وارد بازارهای خارجی هم شده است. این رویکرد محتاطانه باعث شده تا خزانه ملی دچار تنش‌های شدید نشده و کمتر از بحران‌های منطقه‌ای و بین‌المللی متاثر شود.

## مالکیت و مدیریت:

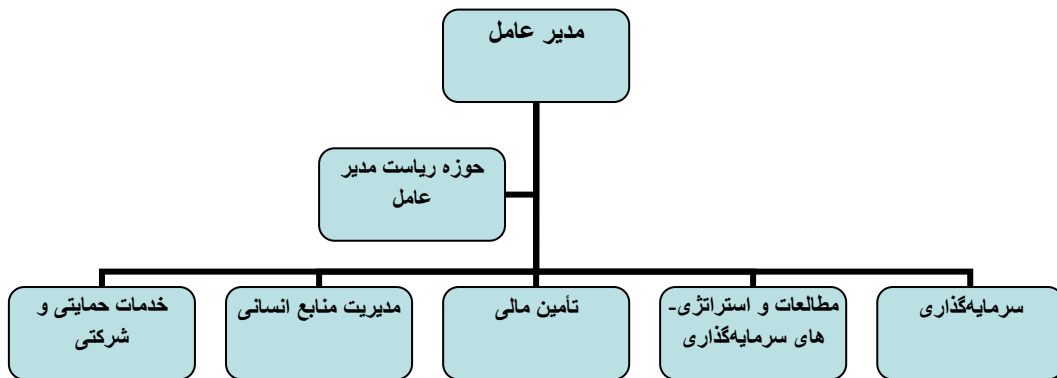
به جز یک سهم خزانه ملی که در مالکیت کمیسیون فدرال زمین<sup>۱</sup> مالزی قرار دارد، مابقی سهام این نهاد در مالکیت وزارت اقتصاد مالزی می‌باشد.

مدیریت کلان خزانه ملی بر عهده هیات مدیره، هیات اجرایی و هیات حسابرسی و ریسک می‌باشد. هیات مدیره خزانه متشکل از ۹ نفر از بخش‌های خصوصی و عمومی بوده و ریاست هیات مدیره بر عهده نخست وزیر مالزی می‌باشد. جلسات هیات مدیره چهار بار در سال به منظور بررسی و بازبینی تصمیمات کلیدی و همچنین بررسی مسائلی که نیازمند تصویب هیات مدیره است تشکیل می‌شود.

هیات اجرایی متشکل از سه نفر بوده و یکی از اعضای هیات اجرایی مسئولیت مدیریت اجرایی صندوق را بر عهده دارد.

هیات حسابرسی و ریسک را دو مدیر مستقل در دو حوزه حسابرسی و بررسی ریسک مدیریت مینمایند.

چارت سازمانی تحت مدیریت مدیر عامل صندوق ثروت خزانه ملی مالزی به صورت زیر می‌باشد:



### چشم‌انداز و ماموریت:

بر اساس ماموریت تعریف شده برای صندوق خزانه ملی، این صندوق در راستای چشم‌انداز سال ۲۰۲۰ مالزی فعالیت می‌نماید تا برای نسل‌های آینده و حال کشور، رشد و پیشرفت در همه زمینه‌ها فراهم نماید. خزانه ملی برای ایجاد این ارزش‌های پایدار برای مردم و کشور مالزی تلاش می‌کند. ایجاد این ارزش‌های واقعی و ماندگار مستلزم ایجاد پایه‌های مالی قوی همراه با رشد استراتژیک منطقه‌ای، سرمایه انسانی مناسب و توسعه اجتماعی می‌باشد. توسعه سرمایه انسانی، اجتماعی و دانشی در سطح کشور جزء برنامه‌های بنیادین صندوق خزانه ملی مالزی می‌باشد. از این رو صندوق خزانه ملی انرژی و منابع خود را در جهت دستیابی به کشوری با قابلیت رقابت جهانی هدایت می‌نماید.

صندوق خزانه ملی در چشم‌انداز خود به جایگاه سرمایه‌گذاری استراتژیک برجسته‌ای در منطقه دست خواهد یافت که با عملکرد و همکاری عالی و دستاوردهایی که با استانداردهای بالا در بخش‌های مختلف وجود دارد، منجر به رشد استراتژیک اقتصاد ملی مالزی خواهد شد.

این سازمان با پرورش سرمایه انسانی صحیح و کارآمد، و با حفظ بالاترین حدود اخلاق حرفه‌ای و کاری در جامعه خود متعهد به ساخت کشوری با قابلیت رقابت جهانی می‌باشد.

همچنین صندوق خزانه ملی مالزی با هدف کسب اعتماد شرکا خود، به دنبال توسعه صداقت و تخصص در بالاترین سطح در کار حرفه‌ای خود می‌باشد.

### اهداف استراتژیک خزانه ملی:

اهداف بلندمدت و استراتژیک خزانه ملی کسب بازده مالی بهینه و دستیابی به بازده استراتژیک مناسب برای کشور مالزی می‌باشد.

بازده مالی پایدار پورتنو نیازمند سیاستگذاری خاص و استراتژیک برای هر سرمایه‌گذاری به طور مجزا می‌باشد، که این مهم با رشد و توسعه محیط‌های اقتصادی جدید و بازسازی اقتصاد کلان میسر می‌شود. از آنجا که این سرمایه‌گذاری‌ها باید آثار مثبت صنعتی برای کل کشور مالزی و نیز بازده اقتصادی قابل توجه برای صندوق خزانه ملی ایجاد نمایند، استراتژیک محسوب می‌گردند.

صندوق خزانه مالزی در سرمایه‌گذاری‌های خود به طور خاص به موارد زیر توجه می‌کند:

۱- حفظ و مدیریت سرمایه‌گذاری‌هایی که از سوی دولت مالزی به صندوق خزانه واگذار شده است.

۲- انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید در فرصت‌های استراتژیک و در بخش‌ها و بازارهای جدید.

### **استراتژی و روش:**

صندوق خزانه مالزی به عنوان یک سرمایه‌گذار فعال مبادرت به جهت‌دهی و خلق سهامداران بیشتر و ایجاد ارزش استراتژیک برای کشور و مردم مالزی می‌نماید.

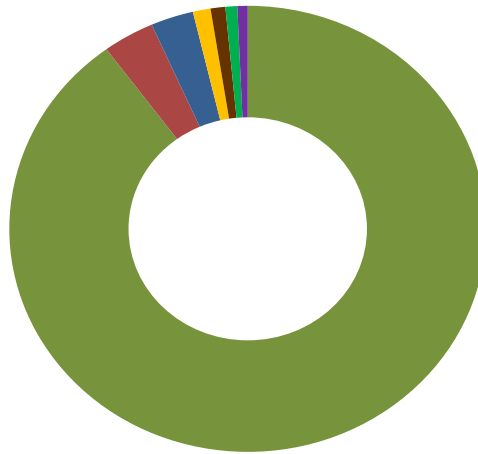
خزانه ملی برای رهبری قوی و توانمند شرکت‌های وابسته به دولت تلاش می‌کند و در مسیر دستیابی به این هدف برای جذب و کسب اعتماد و اطمینان رهبران اثرگذار سازمان‌های مذکور در سطوح مدیریت و هیأت مدیره و همچنین مدیرانی که استراتژی‌های تجاری کارا و موثر را به کار بسته و مشتاق ارزش آفرینی هستند، تلاش می‌کند.

### **سرمایه‌گذاری‌های خزانه ملی:**

خزانه ملی در بیش از ۵۰ شرکت سرمایه‌گذاری نموده و سرمایه‌گذاری‌های خود را در داخل و خارج از مالزی در بخش‌ها و صنایع مختلف گسترده است. سرمایه‌گذاری‌های متنوع خزانه نمایانگر تلاش برای ایجاد ارزش و تاثیر مثبت اقتصادی بر پیشرفت مالزی می‌باشد. حدود ۹۰ درصد از سرمایه‌گذاری متنوع صندوق خزانه در داخل مالزی بوده و نقش توسعه‌ای مهمی برای مالزی ایفا می‌نماید.

نمودار زیر نشان دهنده توزیع مناطق سرمایه‌گذاری صندوق خزانه ملی است:

نمودار ۱- توزیع جغرافیای سرمایه‌گذاری‌های صندوق خزانه ملی:



■ مالزی ۸۹/۹٪ 
 ■ سنگاپور ۳/۵٪ 
 ■ چین ۲/۹٪ 
 ■ ترکیه ۱/۲٪ 
 ■ هند ۱٪ 
 ■ خاورمیانه ۰/۸٪ 
 ■ سایر ۰/۷٪

Source : Khazanah Report 2013 as at 31 December 2013

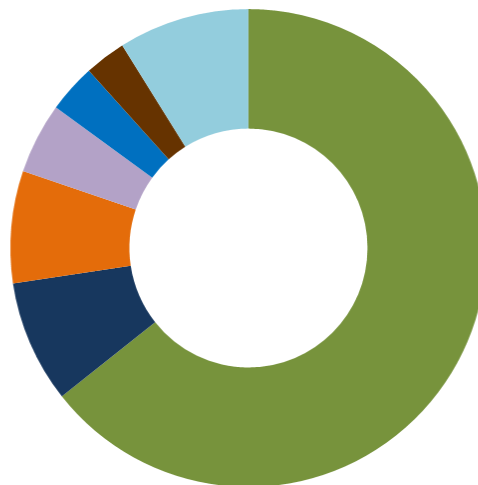
جدول زیر نیز توزیع جغرافیایی سرمایه‌گذاری‌های خزانه ملی را نشان می‌دهد:

مالزی	سنگاپور	چین	ترکیه	هند	خاورمیانه	سایر
۸۹/۹٪	۳/۵٪	۲/۹٪	۱/۲٪	۱٪	۰/۸٪	۰/۷٪

Source : Khazanah Report 2013 as at 31 December 2013

نمودار زیر بیانگر بازده سرمایه‌گذاری‌های خزانه بر اساس توزیع جغرافیایی پورتفوی آن می‌باشد:

نمودار ۲- بازده سرمایه‌گذاری‌ها بر اساس توزیع جغرافیایی:



■ مالزی ۶۴/۴٪ 
 ■ اندونزی ۸/۳٪ 
 ■ سنگاپور ۷/۶٪ 
 ■ ترکیه ۴/۸٪ 
 ■ سایر ۸/۹٪ 
 ■ چین ۳/۳٪ 
 ■ هند ۲/۸٪

Source : Khazanah Report 2013 as at 31 December 2013

همانطور که مشاهده می‌شود با توجه به انجام حدود ۹۰٪ سرمایه‌گذاری‌های صندوق خزانه ملی در داخل مالزی، بیشترین بازده حاصله نیز در داخل مالزی با ۶۴,۴٪ کسب شده است. با توجه به نسبت سرمایه‌گذاری در داخل و خارج مالزی و میزان بازده کسب شده در داخل و خارج مالزی، مشاهده می‌شود که بازده سرمایه‌گذاریها در خارج از مالزی بیش از بازده داخلی می‌باشد که معرف تاکید بر نقش توسعه‌ای خزانه ملی در داخل مالزی و رویکرد کسب بازده مالی در خارج از مالزی می‌باشد.

### پورتفوی سرمایه‌گذاری خزانه ملی:

پورتفوی سرمایه‌گذاری خزانه ملی مالزی در سال ۲۰۱۳ بسیار متنوع بوده و حوزه علوم و تحقیقات را هم شامل می‌شود. این سرمایه‌گذاری‌ها به تفکیک بخش‌های اصلی به شرح زیر می‌باشد:

مقدار	بخش‌های تشکیل دهنده پورتفوی خزانه
۲۴/۲٪	رسانه و ارتباطات
۱۷/۶٪	مالی
۱۵/۶٪	انرژی
۱۱/۱٪	بهداشت
۱۰/۹٪	املاک و دارایی‌ها
۶/۷٪	حمل و نقل و تدارکات
۴/۲٪	زیر ساخت‌ها و ساخت وساز
۱/۹٪	تکنولوژی
۱/۷٪	گردشگری
۰/۹٪	توسعه پایدار
۰/۳٪	کشاورزی
۰/۳٪	علوم زیستی
۰/۲٪	اختراعات و نوآوری
۵/۳٪	سایر

Source : Khazanah Report 2013 as at 31 December 2013



**خلاصه شاخص‌های مهم صورت‌های مالی:**

خلاصه شاخص‌های مهم صورت‌های مالی صندوق خزانه در بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳ بر حسب میلیون رینگیت مالزی به شرح زیر می‌باشد:

(میلیون رینگیت \*)

سال	درآمد	سود خالص یک سال	سود خالص سال بعد از تقسیم سود سهام	مجموع دارایی	مجموع بدهی	مجموع سهام سهامداران	مجموع سهام و بدهی‌ها
۲۰۱۳	۷/۶۸۵	۳/۱۸۱	۲/۵۳۱	۶۵/۹۴۸	۳۶/۵۶۱	۲۹/۳۸۷	۶۵/۹۴۸
۲۰۱۲	۵/۳۲۴	۱/۸۸۹	۸۸۹	۶۴/۳۵۵	۳۷/۳۷۵	۲۶/۹۸۰	۶۴/۳۵۵
۲۰۱۱	۹/۴۴۵	۵/۲۷۶	۲/۲۷۶	۶۵/۱۷۲	۳۹/۵۴۷	۲۵/۶۲۵	۶۵/۱۷۲
۲۰۱۰	۶/۲۳۷	۲/۰۵۳	۱/۵۵۳	۵۹/۴۳۱	۳۸/۰۲۲	۲۱/۴۰۹	۵۹/۴۳۱
۲۰۰۹	۳/۵۹۴	۸۱۶	۷۱۶	۵۵/۵۳۹	۳۷/۹۰۱	۱۷/۶۳۸	۵۵/۵۳۹
۲۰۰۸	۵/۰۸۷	(۲۲۳)	(۳۲۳)	۵۳/۴۳۱	۳۶/۲۹۲	۱۷/۱۳۹	۵۳/۴۳۱
۲۰۰۷	۷/۶۸۳	۴/۹۱۵	۳/۹۱۵	۴۱/۴۹۸۳	۲۴/۱۱۶	۱۷/۸۶۶	۴۱/۹۸۳
۲۰۰۶	۲/۲۶۹	۷۹۰	۶۹۰	۴۰/۴۲۲	۲۷/۳۸۱	۱۳/۰۴۱	۴۰/۴۲۲
۲۰۰۵	۲/۲۶۷	(۹۵۷)	(۹۸۷)	۳۵/۹۵۹	۲۳/۷۱۵	۱۲/۲۴۴	۳۵/۹۵۹
۲۰۰۴	۳/۳۹۵	۲۰۹	۱۷۹	۳۰/۱۳۴	۱۶/۹۳۲	۳۰/۲۰۲	۳۰/۱۳۴

\* نرخ برابری هر رینگیت با دلار آمریکا براساس اطلاعات فروردین ماه ۱۳۹۴ تقریباً معادل ۰/۲۷ دلار است.

Source : Khazanah Report 2013 as at 31 December 2013

جدول زیر بیانگر تعداد کارمندان و همچنین تعداد دفاتر صندوق ثروت ملی مالزی در نقاط مختلف جهان در بازه ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳ می‌باشد:

۲۰۱۳	۲۰۱۲	۲۰۱۱	۲۰۱۰	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	
۴۷۶	۴۱۹	۴۱۱	۳۷۳	۳۲۰	۲۹۶	۲۵۶	۲۰۳	۱۲۶	۵۳	تعداد کارمندان
۷	۵	۵	۵	۵	۴	۲	۱	۱	۱	تعداد دفاتر

Source : Khazanah Report 2013 as at 31 December 2013

**نتیجه گیری:**

صندوق خزانه ملی مالزی شرکت هلدینگ دولت مالزی است که حدود ۵۰ شرکت وابسته به دولت را مدیریت می‌نماید. این صندوق در دوره بیست ساله عمر خود با پیگیری چشم انداز و ماموریت خود، یعنی رشد پایدار درازمدت و اهداف استراتژیک، توسعه کشور و بازده مالی مناسب، موفق شده است روش‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری را به نحوی به کار گیرد که در توسعه کشور نقش به سزایی ایفا نموده و مسیر سرمایه‌گذاری‌های خود را از داخل به خارج متمایل نماید. بدین ترتیب کسب بازده درازمدت استراتژیک جانشین بازده کوتاه مدت شده و سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی خارجی به نحو فزاینده‌ای در پرتفوی خزانه ملی گسترش می‌یابند.

رویکرد محتاطانه و گام به گام، افزایش آرام سرمایه‌گذاری‌ها در خارج از کشور، اقدامات هدفدار و زمانبندی شده و توجه به توسعه مالزی، توجه به توسعه نیروی انسانی، سرمایه‌گذاری در فن‌آوری‌های نوین و موسسات

دانش بنیان و نیز کسب بازده از سرمایه‌گذاری‌های داخلی و سرمایه‌گذاری‌های خارجی، مقابله با آثار سوء بحران مالی بین‌المللی و مساعدت در برون رفت مالزی از بحران مالی در کنار بهبود راهبردها و حاکمیت شرکتی از موفقیت‌های خزانه ملی می‌باشد. رویکردهای فوق به نحوی نشانگر سیاستهای کلی مالزی است که توانسته است به خوبی بحرانها را مدیریت نماید و رشد مستمری را کسب کند.

### منابع و مأخذ:

<http://www.economywatch.com/economic-statistics/country/Malaysia/>  
[www.tradingeconomics.com/malaysia](http://www.tradingeconomics.com/malaysia)  
<http://www.ifswf.org/members-info.htm#sin>  
<http://www.swfinstitute.org/swfs>  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Economy\\_of\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Malaysia)  
<http://www.khazanah.com.my/>  
<http://ieconomics.com/malaysia-money>  
<http://tkr.khazanah.com.my/2013/index.php>  
<http://kualalumpur.mfa.ir/>