



سرمایه‌گذاری

مقدمه

تغییر نگاه راهبردی به درآمدهای حاصل از نفت و گاز و تبدیل شدن آن از منبع تأمین بودجه عمومی دولت به «منابع و سرمایه‌های زاینده اقتصادی» از طریق ایجاد صندوق توسعه ملی (پس از تجربه ناموفق حساب ذخیره ارزی) در قالب بند (۲۲) سیاست‌های کلی برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۷ توسط مقام معظم رهبری (مدظله العالی) ابلاغ گردید.

صندوق توسعه ملی، بر اساس ماده ۸۴ قانون برنامه پنجم توسعه با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز، 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 در سال ۱۳۸۹ تشکیل و در دی‌ماه سال ۱۳۹۰ رسماً شروع به فعالیت نمود. حضور موثر در برخی از طرح‌های بزرگ ملی و در بسیاری از پروژه‌های کوچک و متوسط مردمی از افتخارات این صندوق از ابتدا تاکنون است. منابع صندوق چه توسط دولت‌ها برداشت شده باشد چه توسط نهادهای عمومی غیردولتی و یا بخش خصوصی و دولتی مورد استفاده قرار گرفته باشد غالباً در قالب تسهیلات بلندمدت می‌باشد. سهم دولت در اخذ تسهیلات بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار و سهم سایر بخش‌ها تقریباً ۴۰ میلیارد دلار تا پایان سال ۱۴۰۰ بوده که متأسفانه سهم وصول مطالبات سررسیده شده در بخش دولتی تقریباً صفر درصد و در سایر بخش‌ها کمتر از ۴۰ درصد است.

بعلاوه مجلس با مصوبه ماده (۵۲) قانون الحاق (۲)، به صندوق تکلیف کرده که در هر سال، ۲۰ درصد منابع ورودی صندوق را به صورت ریالی در بانک‌های عامل سپرده‌گذاری کند، که صندوق از این بابت هم زیان دیده است.

به دلایل فوق، عملکرد صندوق توسعه ملی به لحاظ شاخص سودآوری تا سال ۱۴۰۱ و با فرض بازگشت تمامی اقساط منابع تسهیلات داده شده، نزدیک به صفر درصد است. این در



حالی است که متوسط نرخ سودآوری ارزی صندوق‌های بین‌المللی مشابه صندوق توسعه ملی حداقل ۶ درصد سالانه گزارش شده است.

با نگاهی به نحوه تخصیص منابع در صندوق‌های ثروت دنیا می‌توان دید که کمتر از ۵٫۴ درصد ارزش کل پرتفوی این صندوق‌ها، بصورت اعطای تسهیلات بوده و الباقی سبد پرتفوی آنها به حوزه گسترده‌ای از سرمایه‌گذاری‌ها و با بکارگیری از ابزارهای متنوع مالی صورت پذیرفته است. اهداف سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها در بازارهای داخلی و خارجی، ورود به طرح‌هایی با حداقل ریسک و حداکثر سود بوده است. به همین دلیل حجم دارایی این صندوق‌ها هر ساله رو به افزونی بوده و بزرگترین آنان، تاکنون دارایی معادل ۱/۵ تریلیون دلار را رکورد زده است.

صندوق توسعه ملی تا سال ۱۴۰۱ صرفاً به یکی از مأموریت‌های خود یعنی اعطای تسهیلات پرداخته بود و بدنبال سایر مأموریت‌های خود از جمله سرمایه‌گذاری داخلی (که در بند ۲ وظایف هیأت عامل آمده) نرفته بود. شاید علت آن وفور منابع ارزی کشور در سال‌های پایانی دهه ۸۰ و نگرانی از بروز بیماری هلندی بوده است. ولیکن بعداً اوضاع ارزی و اقتصادی کشور دگرگون شد؛ بگونه‌ای که پرداختن به موضوع سرمایه‌گذاری داخلی به یک ضرورت اجتناب‌ناپذیر بدل شده است. در دهه ۹۰ تشکیل سرمایه ثابت کاهش یافت و استهلاک سرمایه افزایش پیدا کرد بطوری که طی چهار سال پایانی این دهه بصورت پیاپی رشد خالص سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران منفی بوده است. لذا صندوق توسعه ملی در دوره جدید به دنبال راهی است که بتواند این نقیصه مهم را جبران کند.

به همین دلیل صندوق توسعه ملی در راستای حکمرانی نوین خود و با مطالعه درس‌آموخته‌های شیوه سرمایه‌گذاری داخلی و بین‌المللی و همچنین تجارب ناموفق بنگاه‌داری بانک‌ها و صندوق‌های بازنشستگی کشورمان، اقدام به طراحی و بکارگیری مدل‌های متنوعی از سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای تحت عنوان ۱ (I-HOPE) گرفته که مطابق با مقتضیات طرح‌ها، قوانین و ظرفیتهای موجود کشور است. هدف مدل جدید تامین مالی صندوق آنست که از یک سو حتی‌الامکان درگیر بنگاهداری ماندگار نشده و از سوی دیگر در سرمایه‌گذاری کشور مشارکت موثر داشته و در عین حال از اعطای تسهیلات بی‌بازگشت و یا مشکوک‌الوصول (همچون گذشته) اجتناب کند.

1. Investment, Handling, Operation, Pay-off, Exit (I-HOPE)



۱. انواع شیوه‌های بنگاه‌سازی

هدف اصلی سرمایه‌گذاری در کشور توسعه همه جانبه است و یکی از راه‌های اصلی برای دستیابی به این مهم، بنگاه‌سازی است. در عین حال یکی از اساسی‌ترین چالش‌های این حوزه، گرفتار شدن نهادهای عمومی و دولتی در عملیات بنگاه‌داری بویژه بنگاه‌داری دولتی می‌باشد. صندوق توسعه ملی بر اساس مطالعه تجربه بنگاه‌داری توسط هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی، بنگاه‌داری را هدف خود ندانسته و شروع به طراحی مدل‌های متنوعی از سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای کرده تا یا بدون بنگاه‌داری و یا با بنگاه‌داری حداقلی، اقدام به بنگاه‌سازی (با تفکیک مالکیت از مدیریت) کرده و توان بخش خصوصی و تعاونی را بطور موثرتری بکارگیرد.

شکل ۱ نشان می‌دهد که برخلاف نگرش مرسوم، تنها راه بنگاه‌سازی، اعطای تسهیلات نبوده بلکه برای رسیدن به این هدف متعالی، شیوه‌های متنوعی وجود دارد که بعضاً ریسک کمتر و سودآوری بیشتری دارد. این کار ضمناً صندوق توسعه ملی را از نقش انفعالی خود خارج کرده و موجب ایفای نقش فعالانه‌تر صندوق می‌شود.



شکل ۱: سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای برای بنگاه‌سازی در حد فاصل صرفاً تسهیلات و صرفاً سرمایه‌گذاری

صندوق باید بتواند بهره‌مندی مناسبی از عواید طرح را با دخالت حداقلی در مدیریت طرح داشته باشد. بدین منظور با بررسی تجارب سرمایه‌گذاری بین‌المللی و همچنین تجارب چند سال گذشته خود در کشور، طیف متنوعی از انواع مدل‌های مشارکت را از صرف اعطای تسهیلات گرفته تا سرمایه‌گذاری کامل مورد ارزیابی قرار داده است تا سرعت بنگاه‌سازی که



منجر به توسعه کشور می‌شود را تسریع بخشد. این مدل مشارکتی، به مشارکت در سود و زیان که در اقتصاد اسلامی مطرح است بسیار نزدیک بوده و به هیچ وجه منجر به رقابت با بخش خصوصی نمی‌شود.

همانگونه که شکل ۲ نشان می‌دهد گزینه‌های صندوق برای مشارکت در بنگاه‌سازی فقط تسهیلات صرف و یا فقط سرمایه‌گذاری صرف نبوده بلکه حد فاصل این دو نیز تعداد معتناهی مدل مشارکت برای بنگاه‌سازی قابل احصاء است.



شکل ۲: انبوه گزینه‌های پیش روی صندوق توسعه ملی برای مشارکت در بنگاه‌سازی

۲. عوامل مؤثر در طراحی مدل مشارکت صندوق

همانطور که بیان شد صندوق توسعه ملی می‌تواند دو گزینه غائی (یعنی تسهیلات و یا سرمایه‌گذاری) و طیف وسیعی از گزینه‌ها را در میان این دو گزینه اصلی داشته باشد. عوامل چندی باعث انتخاب یک گزینه از میان ده‌ها گزینه مشارکت خواهد شد. عواملی همچون: نوع کسب و کار طرح‌ها، وجود سابقه اجرایی و عملیاتی آن در کشور، سطوح دانش و بلوغ فناوری‌های بکارگرفته شده ۲ در آن، اهلیت و توانمندی گروه مدیریتی و سهامداری

1. Business Model
2. technology Readiness Levels



طرح، وضعیت بازار محصولات و مواد اولیه، دسترسی به مواد اولیه و شبکه‌های توزیع و فروش، پایداری تأمین انرژی و آب، مسائل اجتماعی و زیست محیطی ۲، ساختار تأمین مالی، ریسک‌های صنعت و سایر عوامل مرتبط.

به این دلیل صندوق توسعه ملی با توجه به ارزیابی و موشکافی دقیق طرح‌ها، برای هر پروژه، مدل مشارکت مناسب آن را طراحی و پیشنهاد خواهد داد. طبیعتاً چنین مدلی باید ضمن کاهش ریسک‌های مرتبط بر سرمایه‌گذاری صندوق، بنگاه‌سازی با حداقل بنگاهداری را مد نظر داده و باعث رشد منابع صندوق و نهایتاً توسعه کشور گردد.

مشارکت سال‌های گذشته صندوق، در طرح‌های مختلف تنها در قالب تک ابزار، یعنی اعطای تسهیلات از طریق عاملیت بانک‌ها بوده و مانند یک پیچ گشتی تک سو با اندازه مشخص (شکل ۳- سمت چپ) عمل می‌کرده است. طبیعتاً صرف بکارگیری از این ابزار واحد نمی‌تواند پاسخگوی مناسبی برای انواع مشارکت‌ها باشد. مقتضیات اختصاصی طرح‌ها نیازمند طراحی ابزارهای مناسب (شکل ۳- سمت راست)، به منظور مشارکت مناسب در بنگاه‌سازی می‌باشد. انواع روش‌های سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای (I-HOPE)، به منظور دستیابی به این هدف، پاسخ‌های مناسب برای انواع مدل مشارکت با لحاظ اجتناب از پذیرش ریسک‌های بالا توسط صندوق است. خوشبختانه تجارب مناسبی از بکارگیری این مدل‌ها در فضای سرمایه‌گذاری بین‌الملل موجود می‌باشد.

در حقیقت مدل‌های سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای، حاصل ترکیبی از انواع ابزارهای وام، سهامداری غیرکنترلی، انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری (پروژه‌ای، خصوصی و ...)، انواع اوراق (ارزی و ریالی، مبتنی بر سهام، بدهی، دارایی و مشتقه) و ابزارهای مبتنی بر اختیار خرید/فروش می‌باشد.

-
1. Management Audit
 2. Environmental Impact Assessment



شکل ۳- از مدل تک مولفه‌ای (سمت چپ) تا مدل‌های چند مولفه‌ای (سمت راست)

۳. مراحل یا بلوک‌های مدل سرمایه‌گذاری غیر مداخله‌ای (I-HOPE)

مدل سرمایه‌گذاری صندوق همانگونه که شکل ۴ نشان می‌دهد از پنج مرحله و یا اصطلاحاً بلوک مشخص اما به هم پیوسته تشکیل شده که از سمت چپ آغاز می‌شود.

I	H	O	P	E
Investment	Handling	Operation	Pay off	Exit
مدل تأمین مالی (ساختار مشارکت)	اجرای طرح (ساخت و ساز)	تولید و بهره‌برداری (عملیات)	پایامد (مدل‌های انتفاع)	سناریوی خروج

شکل ۴: مراحل یا بلوک‌های پنجگانه مدل (I-HOPE)

ذیلا مراحل پنجگانه مدل سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای صندوق برای مشارکت در بنگاه‌سازی به ترتیب، تشریح شده است.

مرحله ۱- تعیین ساختار مشارکت یا تأمین مالی سرمایه‌گذاری (Investment): در این مرحله، مدل تأمین مالی سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای متناسب با ریسک‌های مترتب بر طرح انتخاب و ساختار مشارکت صندوق در طرح مشخص شده و با استفاده از ابزارهای قراردادی و اخذ



تضامین لازم، عملیاتی می‌گردد. همه گزینه‌های تأمین مالی از جمله اعطای تسهیلات، پرداخت نقدی، اوراق و سایر روش‌ها در این مرحله تصمیم‌گیری می‌شود. برخی از انواع روش‌های تأمین مالی بصورت مستقیم و یا با عاملیت بانک‌ها بصورت زیر است:

I 1: تأمین مالی ارزی

I 2: تأمین مالی ریالی

I 3: انتشار اوراق ارزی

I 4: انتشار اوراق ریالی

I 5: تهاتر یا توثیق حواله نفتی

I 6: در اختیار قراردادن مجوزات

I 7: تهاتر با بدهی

...

I 11: از طریق بانک عامل

I 12: از طریق بانک کارگزار

I 13: شرکت مدیریت دارایی

I 14: ایجاد صندوق پروژه

I 15: از طریق صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی

I 16: از طریق فرا صندوقهای سرمایه‌گذاری

I 17: از طریق شرکت لیزینگ

مرحله ۲- اجرای طرح شامل اخذ مجوزها و ساخت و ساز (Handling): در این مرحله، صندوق معمولاً کمترین دخالت را در مدیریت اجرای طرح داشته و غالباً با استفاده از ابزارهای متنوع نظارتی بصورت هوشمندانه و موثر، بر فرآیند هزینه‌کرد صحیح در راستای اهداف طرح و در جهت عملکرد بهتر آن اقدام می‌نماید. نحوه حضور و نظارت صندوق در مراحل اجرای طرح به یکی از صورت‌های زیر است:

H 1: نظارت حداقلی



H 2: نظارت از طریق بازرس قانونی (حسابرسی مستقل)

H 3: نظارت عالی مدیریت و کنترل پروژه

H 4: نظارت از طریق حسابرسی داخلی

H 5: نظارت جامع دوران ساخت

H 6: عضویت در کمیته‌های قانونی (فنی)

مرحله ۳- دوره تولید و بهره‌برداری از طرح (Operation): در این مرحله نیز صندوق معمولاً دخالت حداقلی در مدیریت بنگاه داشته و با استفاده از ابزارهای متنوع نظارتی بصورت هوشمندانه و موثر، بر فرآیند هزینه کرد صحیح در راستای اهداف طرح و در جهت عملکرد بهتر آن اقدام می‌نماید. انواع شیوه‌های حضور و نظارت صندوق در مرحله تولید بصورت زیر است:

O 1: نظارت حداقلی

O 2: نظارت از طریق بازرس قانونی (حسابرسی مستقل)

O 3: نظارت از طریق حسابرسی داخلی

O 4: نظارت عملکرد دوره‌ای مالی

O 5: نظارت هوشمندانه و موثر

O 6: نظارت توسط شرکتهای بازرسی

O 7: نظارت توسط شرکتهای مدیریت دارایی فیزیکی

O 8: بهره‌برداری توسط شرکت مدیریت بهره‌برداری و نگهداشت (O&M)

مرحله ۴- شیوه تقسیم پیامدهای مدل‌های انتفاع صندوق از طرح (Pay-off): در این مرحله براساس مدل سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای مشخص می‌شود که هر یک از طرفین طرح سرمایه‌گذاری چگونه از منافع طرح بهره‌مند می‌شوند. قاعدتاً بهره‌مندی صندوق در این مرحله تنها شامل سود تسهیلات احتمالی نبوده و ممکن است بخشی از انتفاع احداث و بهره‌برداری را هم بگیرد. یعنی شامل درصدی از منافع فروش محصول یا بخشی از سهام شرکت احداث شده باشد. انواع گوناگون تسهیم منافع طرح به شرح زیر است:



- P 1:** سهامداری عادی
- P 2:** سهامداری ممتاز (دارای خلع و نصب مدیریت حرفه‌ای)
- P 3:** وام ارزی قابل تبدیل به سهام (Convertible Note)
- P 4:** وام ریالی قابل تبدیل به سهام (Convertible Note)
- P 5:** منابع حاصل از اختیار فروش
- P 6:** درآمد حاصل از حق استفاده از مجوز
- ...
- P 11:** سود مشارکت مدنی (وام) ارزی
- P 12:** سود مشارکت مدنی (وام) ریالی
- P 13:** سود لیزینگ ریالی
- P 14:** سود لیزینگ ارزی
- ...
- P 20:** سهم درصدی از پاداش (\$ Fee/Barrel)
- P 21:** سهم درصدی از درآمد
- P 22:** مبلغ مشخصی از درآمد
- P 23:** سهم درصدی از کل محصولات
- P 24:** سهم درصدی از گروه خاص محصولات
- P 25:** سهم درصدی از سود خالص
- P 26:** تملک دارایی
- P 27:** تهاتر محصولات مشارکت به نفع شرکای صندوق تا تسویه حساب
- ...
- P 31:** اوراق ارزی (سود اوراق + سود ضامن)
- P 32:** سود یا افزایش واحد (یونیت) های صندوق



مرحله ۵- سناریوی خروج یا مدل خروج (Exit): آخرین گام از مراحل پنجگانه صندوق، شیوه خروج صندوق از طرح است که بر اساس مدل سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای انتخاب می‌شود. سناریوی خروج معمولاً قبل از شروع به مشارکت در طرح، نهایی شده و پس از طی زمان مشخص، صندوق از طرح خارج می‌شود. این مرحله همان گام مهمی است که باعث می‌شود مدل بنگاه‌سازی جدید صندوق منجر به بنگاهداری درازمدت نشود. انواع ممکن سناریوهای خروج صندوق از طرح مشارکت بصورت زیر است:

E 1: عدم حضور از ابتدا و عدم ماندگاری در ادامه طرح

E 2: ماندگاری کوتاه مدت در طرح

E 3: پذیرش و عرضه سهام شرکت در بورس و واگذاری در بازار سرمایه (IPO)

E 4: اتمام قرارداد مشارکت

E 5: فروش قرارداد به متقاضی

E 6: فروش قرارداد به غیر

E 7: اتمام زمان اوراق

E 8: پایان عمر صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی

E 9: اتمام قرارداد لیزینگ

۴. نمونه مدل‌های سرمایه‌گذاری غیر مداخله‌ای (I-HOPE)

ذیلاً چند نمونه از مدل‌های (I-HOPE) که تاکنون در صندوق توسعه ملی با متقاضیان مشارکت با صندوق توسعه ملی به امضاء رسیده است، معرفی می‌گردد.

۴.۱. مدل مشارکت در طرح‌های توسعه میادین نفتی و گازی

مدل سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای صندوق توسعه ملی در توسعه میادین نفتی و گازی

1.



می‌تواند به چند شکل از جمله به شیوه‌ای که به اصطلاح وزارت نفت از نوع قراردادهای IPC^۱ است، انجام پذیرد. مدل مشارکت صندوق در این حالت، تأمین مالی بخش قابل توجهی از سرمایه مورد نیاز طرح^۲ در مشارکت غیرمداخله‌ای با شرکت‌های دارای صلاحیت اکتشاف و تولید E&P^۳ است. صندوق توسعه ملی در مدیریت طرح و مراحل آماده‌سازی و بهره‌برداری کمترین مداخله را داشته و غالباً با استفاده از ابزارهای نظارتی موثر و هوشمندانه خود در جریان وقوع هزینه‌کرد در جهت اهداف طرح و با حفظ منافع صندوق، قرار می‌گیرد. عواید صندوق پس از تولید زود هنگام F+P^۴ از دو محل، یعنی اول منفعت تأمین مالی (نرخ سود) و دوم بهره‌مندی از درصدی از پاداش تولید^۵ وجود دارد. ضمناً امکان فروش عواید سهم صندوق به شریک نیز میسر خواهد بود. کدبندی مدل I-HOPE در این مشارکت، در شکل ۵ نشان داده شده است.

Investment	Handling	Operation	Pay off	Exit
I1: تأمین مالی ارزی I11: از طریق بانک عامل	H5: نظارت جامع دوران ساخت H6: عضویت در کمیته‌های قانونی (انتصاب نماینده در کمیته JMC)	O5: نظارت هوشمندانه و موثر	P11: سود مشارکت مدنی (وام) ارزی P20: سهم درصدی از پاداش (\$fee/Barrel)	E3: اتمام قرارداد مشارکت

شکل ۵: کدبندی مدل I-HOPE برای توسعه میادین نفت و گاز (IPC)

1. Iran Petroleum Contracts
2. Exposure
3. Exploration & Production
4. First targeted Production
5. Fee/Barrel \$



۴.۲. مدل مشارکت در طرح‌های نیروگاهی خودتأمین

در مدل سرمایه‌گذاری غیرمداخله‌ای طراحی شده برای مشارکت در نیروگاه‌های خودتأمین با مدل ECA1-BOT2، یعنی مدل مشارکت صندوق بصورت تأمین مالی بخش قابل توجهی از سرمایه مورد نیاز متناسب با جریانان نقدی مورد نیاز طرح بوده و صندوق با اجرا کننده قرارداد (BOT) ارزی و خریدار تضمینی ارزی برق، وارد قرارداد می‌شود. صندوق در مدیریت طرح و مراحل آماده‌سازی و بهره‌برداری، صندوق کمترین مداخله را داشته و غالباً با استفاده از ابزارهای نظارتی مؤثر و هوشمندانه خود در جریان وقوع هزینه‌کرد کامل طرح قرار می‌گیرد. عواید صندوق پس از بهره‌برداری از دو محل یکی سود تأمین مالی و دیگری بهره‌مندی از درصدی از درآمد فروش ارزی برق ۳ انجام می‌پذیرد. مدل خروج صندوق با اتمام زمان مشارکت پایان می‌یابد و گزینه فروش زودتر از هنگام عواید صندوق برای شریک نیز در صورت موافقت صندوق وجود خواهد داشت. در این مدل اجرا کننده طرح، انگیزه کافی برای ارتقاء عملکرد خود برای بهره‌برداری از طرح را خواهد داشت (زیرا که غالب عواید طرح به خود وی بصورت مستقیم می‌رسد) و صندوق نیز اطمینان مناسبی از بازگشت ارزی منابع ارزی سرمایه‌گذاری خود خواهد داشت. ضمناً خریدار تضمینی برق (بعنوان مشتری و یا طرف سوم) نیز درآمد قابل توجهی به دلیل بهره‌مندی از برق پایدار کسب خواهد نمود. کدبندی این مدل در شکل ۶ آمده است.

Investment	Handling	Operation	Pay off	Exit
I1: تأمین مالی ارزی I11: از طریق بانک عامل	H5: نظارت جامع دوران ساخت	O5: نظارت هوشمندانه و مؤثر	P11: سود مشارکت مدنی (وام) ارزی P21: سهم درصدی از درآمد	E3: اتمام قرارداد مشارکت

شکل ۶: کدبندی مدل HOPE-1 برای نیروگاه‌های خودتأمین

1. Energy Conversion Agreement
2. Build-Operate-transfer
3. Revenue Share



۴.۳. سایر مدل‌های سرمایه‌گذاری غیر مداخله‌ای طراحی شده (I-HOPE)

شکل ۷ انواع مدل‌های I-HOPE در سایر حوزه‌های کسب‌وکار را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است که این مدل‌ها (در تاریخ انتشار این جزوه تبیینی) در ارکان صندوق توسعه ملی در دست بررسی بوده است.





Investment	Handling	Operation	Pay off	Exit	→	حوزه کسب و کار
I1: تأمین مالی ارزی I11: از طریق بانک عامل	H5: نظارت جامع دوران ساخت	O5: نظارت هوشمندانه و موثر	P 11: سود مشارکت مدنی (وام) ارزی P 23: سهم درصدی از محصولات	E4: اتمام قرارداد مشارکت	→	طرح‌های پتروشیمی PDH-PP
I3: انتشار اوراق ارزی	H3: نظارت عالی مدیریت و کنترل پروژه	O1: نظارت حداقلی	P 31: سود اوراق ارزی (سود اوراق+سود ضامن)	E5: اتمام زمان اوراق	→	شیرین سازی و انتقال آب (نوع ۱)
I1: تأمین مالی ارزی I15: از طریق صندوق سرمایه گذاری خصوصی	H6: عضویت در کمیته‌های قانونی (فنی)	O4: نظارت عملکرد دوره‌ای مالی	P 32: سود یا افزایش واحد (یونیت) های صندوق	E8: اتمام عمر صندوق سرمایه گذاری خصوصی	→	طرح‌های با اولویت بالای پایین دست پتروشیمی
I1: تأمین مالی ارزی I11: از طریق بانک عامل	H5: نظارت جامع دوران ساخت	O5: نظارت هوشمندانه و موثر	P 11: سود مشارکت مدنی (وام) ارزی P 21: سهم درصدی از درآمد	E4: اتمام قرارداد مشارکت		شیرین سازی و انتقال آب (نوع ۲)
I1: تأمین مالی ارزی I17: از طریق شرکت لیزینگ	H5: نظارت جامع دوران ساخت	O5: نظارت هوشمندانه و موثر	P 14: سود لیزینگ ارزی	E9: اتمام قرارداد لیزینگ		طرح‌های بالای ۹۵ درصد پیشرفت فیزیکی
I1: تأمین مالی ارزی I13: از طریق شرکت مدیریت دارایی	H5: نظارت جامع دوران ساخت	O5: نظارت هوشمندانه و موثر	P 3: وام ارزی قابل تبدیل به سهام P 25: درصدی از سودخالص	E4: اتمام قرارداد مشارکت		طرح‌های فناوری اطلاعات
I1: تأمین مالی ارزی I13: شرکت مدیریت دارایی	H5: نظارت جامع دوران ساخت	O5: نظارت هوشمندانه و موثر	P 3: سهام تبدیل بهره ارزی P 11: بهره وام ارزی	E1: پذیرش و عرضه در بورس		طرح‌های دارای تکنولوژی بالا

شکل ۷: کدبندی انواع مدل‌های HOPE-I برای طرح‌های آب، انرژی و فناوری



همانطوریکه در مدل‌های طراحی شده فوق ملاحظه می‌شود، صندوق توسعه ملی، مداخله کنترل شده و قابل قبولی در مدیریت اجرای طرح‌ها داشته و با استفاده از ابزارهای متنوع نظارتی، نظارت هوشمندانه و موثری بر جریان سرمایه‌گذاری خواهد داشت. صندوق و شرکای صندوق از محل مشارکت انجام پذیرفته با این مدل، عوایدی مناسبی را از طرح بهره‌مند خواهند شد و شریک طرح نیز انگیزه‌های کافی برای بهره‌وری مناسب‌تر و ارتقاء شاخص‌های عملکردی را خواهد داشت. این مدل از رقابت صندوق با شرکای بخش خصوصی و تعاونی جلوگیری می‌کند.

۵. مدل‌های سرمایه‌گذاری انجام پذیرفته

چند نمونه از انواع سرمایه‌گذاری انجام شده با مدل I-HOPE تا آبان ماه ۱۴۰۲ در جدول شماره ۱ آمده است. همانطور که کد عددی مدل I-HOPE در ستون‌های آخر جدول نشان می‌دهد، هر مدل، مختص همان طرح بوده و با توجه به اقتضائات آن انتخاب شده است. اما در همه این طرح‌ها، عدم ورود یا حداقل ورود به بنگاهداری، کاهش ریسک مشارکت و افزایش عواید صندوق مدنظر بوده است.

جدول ۱: طرح‌های هفتگانه سرمایه‌گذاری تا تاریخ ۱۴۰۲/۰۷/۲۱ بر اساس مدل I-HOPE

ردیف	نام طرح	E	P	O	H	I
۱	توسعه میادین نفتی آزادگان	2,3	1, 11	5	5	1, 2 11, 13
۲	خرید ۳۳ درصد بانک سینا	2	1	1	1	7
۳	توسعه میادین گازی هما، وراوی و مرکز تفکیک تابناک	4	11	1	3	1, 13
۴	راه‌اندازی و بهسازی واحد آمونیاک ونزوئلا	4	3, 11	4	3	1, 13
۵	پتروشیمی PDH-PP تدبیر	3	1, 11	5	5	1, 2 11, 13
۶	تولید داروهای بایوتکنولوژی، بیوسیمیلار و واکسن	3	1	5	5	2, 13
۷	نیروگاه ۵۱۴ مگاوات (نامی) تارپانا-تأمین برق فولادخوزستان	4	11, 21	5	5	1, 13



۶. جمع‌بندی

صندوق توسعه ملی اخیر اصول حکمرانی نوین خود را منتشر کرده است.^۱ در اصول جدید حکمرانی صندوق تمایز میان مفاهیم سرمایه و ثروت، بنگاه‌سازی و بنگاهداری، جایگاه صندوق در تامین مالی کشور و تفاوت آن با بودجه و بیمه و بانک بدقت تشریح شده است. بسیاری از علاقمندان و منقدان بدنبال یک مدل عملی از سوی صندوق برای پیاده‌سازی حکمرانی نوین بودند. در همین راستا مدل مشارکت HOPE-ا تبیین و منتشر شد. این مدل نه تنها یک ابزار مهم و جدید در بازار تامین سرمایه کشور است بعلاوه به نیازهای شرکای بخش خصوصی و تعاونی توجه کامل نموده و برای هر متقاضی نسخه‌ای متناسب از آن را پیشنهاد می‌دهد.

در غالب مشارکتهای صندوق، سهم آورده صندوق بسیار بیشتر از ۵۰ درصد و بعضاً تا ۷۵ درصد می‌شود اما از این بابت معمولاً سهام مالکیتی و کنترلی طلب نمی‌کند. هر چند صندوق امکان انتصاب مدیران در شرایط خاص را حق خود می‌داند اما اینگونه موارد بسیار محدود و استثنایی است. بکارگیری مدل HOPE-ا ضمناً باعث جدایی مالکیت از مدیریت حرفه‌ای شده و موجبات تصمیمات تخصصی را فراهم می‌آورد.

در کشوری که توسعه در همه بخش‌های آن نیازمند سرمایه‌گذاری جدید است، باید به سمتی حرکت کرد که در اسرع وقت، سرمایه لازم گردآوری و تجمیع شده و به سرعت به گردش درآید. از نظر بیانیه سرمایه‌گذاری صندوق توسعه ملی یا IPS۲ حدود ۷۰٪ از منابع صندوق باید در حوزه‌های نفت و انرژی، ۲۰٪ آن در حوزه‌های صنایع و معادن و ۱۰٪ آن در سایر حوزه‌ها از جمله حوزه‌های دانش‌بنیان سرمایه‌گذاری گردد. بدیهی است پس از کسب سود کافی از محل سرمایه‌گذاری در حوزه نفت و انرژی باید IPS جدیدی طراحی کرد و به سمت حوزه‌های جدید در توسعه اقتصادی همچون سرمایه‌گذاری مشترک خارجی و هوش مصنوعی رفت.

انشاءالله

۱. روزنامه دنیای اقتصاد در تاریخ ۱۴۰۲/۰۸/۱۶، تحت عنوان (اصول حکمرانی جدید در صندوق توسعه ملی - چالش‌های یک صندوق)

2. Investment Policy Statement (IPS)