

صندوق بازنشستگی دولتی نیروژ

ساختار حکمرانی و فرآیندهای سرمایه‌گذاری

۲

گروه سرمایه‌گذاری و بازارهای مالی
مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا
«وابسته به صندوق بازنشستگی کشوری»

۱۳۹۵

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

صندوق بازنشستگی دولتی نیروژ
ساختار حکمرانی و فرآیندهای سرمایه‌گذاری

رضا میرزا ابراهیمی

گروه سرمایه‌گذاری و بازارهای مالی
موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا
«وابسته به صندوق بازنشستگی کشوری»

۱۳۹۵

صندوق بازنشستگی دولتی نروژ؛ ساختار حکمرانی و فرآیندهای سرمایه‌گذاری

تهیه و تدوین: رضا میرزا ابراهیمی

شمارگان: ۱۰۰۰ نسخه

نوبت چاپ: اول ۱۳۹۵

صفحه آرایشی: مهدی فخرزاده

طراح جلد: گروه طراحان سلوو

چاپ، صحافی: چاپخانه صاحب‌الزمان (عج)

شماره مسلسل: ۲

کد گزارش: ۹۵۳۰۱۰۰۰۱

تاریخ انتشار: ۱۳۹۵/۱۱/۲۰

کلیه حقوق مادی و معنوی برای موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا محفوظ است.

موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا

نشانی: تهران، خیابان ولیعصر (عج)، بعد از تقاطع نیایش، خیابان رحیمی، پلاک ۸۵

دورنگار: ۰۲۱-۲۲۰۳۵۶۱۱

تلفن: ۰۲۱-۲۲۰۵۲۶۳۰

پست الکترونیک: info@saba-psi.ir

تارنما: www.saba-psi.ir

فهرست

مقدمه.....	۹
۱- صندوق بازنشستگی دولت (GPF):.....	۱۰
۱-۱- صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال (GPFG).....	۱۱
۱-۱-۱- چارچوب حکمرانی صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال.....	۱۲
۱-۱-۲- استراتژی سرمایه گذاری GPFG.....	۱۴
۱-۱-۳- شاخص معیار استراتژیک GPFG.....	۱۶
۱-۱-۴- ارزش بازاری و عملکرد GPFG.....	۱۹
۱-۲- صندوق بازنشستگی دولت-نروژ (GPFN).....	۲۱
۱-۲-۱- استراتژی سرمایه گذاری GPFN.....	۲۲
۱-۲-۲- شاخص معیار استراتژیک GPFN.....	۲۳
۱-۲-۳- ارزش بازاری و عملکرد GPFN.....	۲۵
۲- سرمایه گذاری مسئولانه GPFG.....	۲۷

۲۷..... مالکیت فعال ۲-۱

۲۸..... نظارت و خروج ۲-۲

۳۷..... خلاصه و جمع بندی ۳

۳۸..... منابع

مقدمه

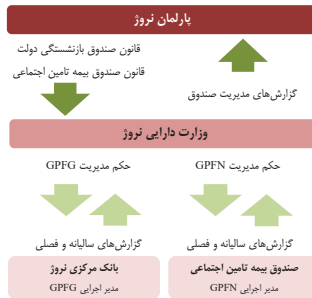
نروژ، به دلیل برخورداری از ذخایر عظیم نفت و گاز، دومین صادرکننده بزرگ گاز طبیعی و هفتمین صادرکننده بزرگ نفت خام در جهان به شمار می‌رود. وجود چنین شرایطی درآمدهای قابل توجهی را از سه طریق مالکیت میادین نفت و گاز (شرکت دولتی PETORO)، درآمدهای حاصل از استخراج و فروش شرکت نفتی STATOIL (۶۷ درصد مالکیت دولتی و تحت پوشش وزارت نفت و انرژی) و مالیات بر سایر شرکت‌های نفت و گاز خارجی و داخلی، نصیب دولت این کشور می‌کند. اما این درآمدهای عظیم، بسیار بیش از میزانی است که بتوان تمامی آنرا در اقتصاد نروژ به مصرف رساند. در عوض، اجماع گسترده سیاسی در زمینه حفظ قدرت خرید درآمدهای مذکور از طریق سرمایه‌گذاری در خارج از مرزهای کشور برای آینده وجود دارد. بر این اساس، در ژوئن سال ۱۹۹۰ «صندوق نفت» طی قانون مصوب پارلمان تاسیس شد و در ۳۱ ماه می سال ۱۹۹۶ با سپرده اولیه ۲ میلیارد کرون آغاز به کار کرد. این نهاد با هدف برجسته کردن تعهدات بازنشستگی دولت در آینده، در سال ۲۰۰۶ به «صندوق بازنشستگی دولت»، در چارچوب یک صندوق ثروت ملی و نه یک صندوق بدهی، تغییر نام داد.

- این صندوق چهار هدف مهم را دنبال می‌کند:
 - سپر اقتصاد نروژ در برابر «بیماری هلندی»
 - حفظ درآمدهای کشور برای نسل‌های آینده: «صندوق نسل‌های آینده»
 - ضربه‌گیر مالی در روزهای سخت: «صندوق ضربه‌گیر مالی»
 - جایگزینی تدریجی درآمدهای نفت و گاز به عنوان منبع درآمدی دولت: تبدیل تدریجی دارایی‌های فیزیکی نفت و گاز به دارایی‌های مالی
- با این مقدمه، در گزارش حاضر به ساختار تشکیلاتی و حکمرانی صندوق بازنشستگی دولت نروژ، نحوه و مقررات حاکم بر سرمایه‌گذاری این نهاد پرداخته می‌شود.

۱- صندوق بازنشستگی دولت (FPG):

هدف «صندوق بازنشستگی دولت» تسهیل فرآیند پس‌اندازهای دولت برای تامین مالی مخارج در حال افزایش مستمری‌های عمومی و نیز حمایت از ملاحظات بلندمدت در هزینه‌کرد درآمدهای نفتی است. لذا مدیریت مطلوب این صندوق در بلندمدت منجر به اطمینان بخشی از برقراری برابری بین‌نسلی، از طریق منتفع شدن نسل‌های حال و آینده از منابع و درآمدهای نفتی نروژ، می‌گردد.

وزارت دارایی نروژ مسئولیت کامل مدیریت صندوق بازنشستگی دولت را برعهده دارد. این صندوق از دو بخش مجزا و مستقل از هم به نام «صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال» (GPFG) و «صندوق بازنشستگی دولت-نروژ» (GPFN) تشکیل شده که مدیریت اجرایی این دو بخش، با احکام تعیین شده توسط وزارت دارایی، به ترتیب برعهده بانک مرکزی نروژ و صندوق بیمه، می‌باشد.



نمودار ۱- ساختار حکمرانی صندوق بازنشستگی دولت

حمایت تمام و کمال جنبه‌های مهم مدیریت صندوق بازنشستگی دولت در اصل تضمین مدیریت محتاطانه و بلندمدت نهفته است. تصمیمات مهم مرتبط با میزان ریسک می‌بایست از پشتیبانی و حمایت مالکان، یعنی دولت و پارلمان نروژ، برخوردار باشد. با توجه به اهمیت موضوع میزان ریسک صندوق، تلاش بر این است که قبل از هرگونه اقدامات اجرایی و برای دستیابی به توازن مطلوب در این زمینه بین بانک مرکزی نروژ و صندوق بیمه، تصمیمات لازم توسط پارلمان نروژ گرفته شود. اگرچه احکام مدیریتی این دو نهاد از ماهیتی عمومی برخوردار بوده و مبتنی بر قواعد کلی است.

۱-۱- صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال (GFGP)

عمده درآمدهای حاصل از فعالیت‌های نفتی نروژ به دارایی‌های چشمگیر مالی در GFGP تبدیل می‌شوند. این صندوق به عنوان یک ابزار سیاست مالی برای اعمال ملاحظات بلندمدت در به‌کارگیری تدریجی درآمدهای نفتی در اقتصاد نروژ، در سال ۱۹۹۰ تاسیس شد. مدیریت پایدار و بلندمدت صندوق به حصول اطمینان از انتفاع عادلانه نسل‌های فعلی و آتی از ثروت‌های نفتی نروژ بسیار کمک کرده است.

۱-۱-۱- چارچوب حکمرانی صندوق بازنشتی دولت-گلوبال

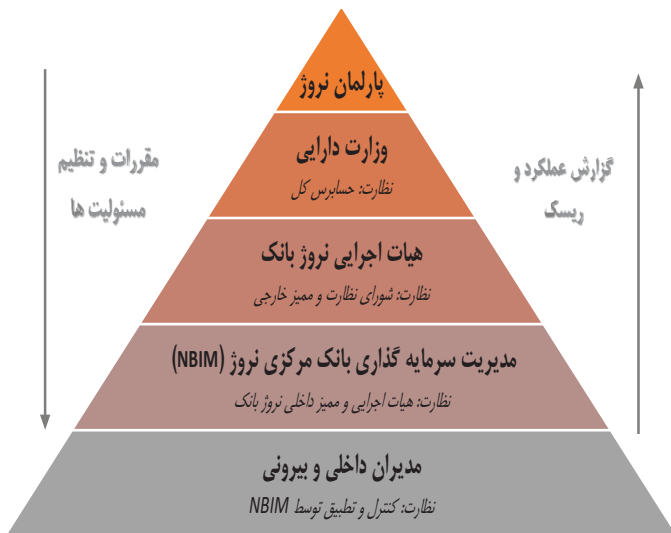
طبق قانون صندوق بازنشتی دولت، مصوب پارلمان نروژ، وزارت دارایی این کشور مسئولیت مدیریت این صندوق را برعهده دارد. برهمن اساس، مدیریت اجرایی GPFG توسط بانک مرکزی نروژ، مطابق با احکام قانونی صادره از جانب وزارت مذکور، انجام می‌گیرد. در این حکم چارچوب کلی سرمایه‌گذاری صندوق، الزامات مدیریت ریسک، شیوه‌های گزارش‌دهی و سرمایه‌گذاری مسئولانه تصریح شده است. در چارچوب چنین قواعد وضع‌شده از جانب وزارت دارایی، بانک مرکزی نروژ موظف به تلاش برای دستیابی به بالاترین بازدهی ممکن پس از کسر هزینه‌ها شده است. لازم به ذکر است که در این حکم دامنه متوسطی (متعادلی) برای انحراف از شاخص معیار وضع‌شده توسط وزارتخانه، نیز تعیین شده است.



نمودار ۲- ساختار حکمرانی صندوق بازنشتی دولت-گلوبال

نقطه عزیمت این مدل مدیریتی این است که سازمان رسمی مدیریت دارایی و نیز تصمیماتی که در تعیین سطح کلی ریسک صندوق مشارکت دارند، می‌بایست از تصویب پارلمان گذشته باشد. این امر در ابتدا از طریق بررسی دقیق «گزارش سالانه» صندوق بازنشتی دولت، که فرصت بحث و مذاکره در مورد مهم‌ترین جنبه‌های مدیریت صندوق را برای پارلمان فراهم می‌سازد، انجام می‌گیرد. سپس وزارت دارایی،

بر اساس کلیه تاملات و بررسی‌های پارلمان، چارچوب و مقررات کلی را برای مدیریت دارایی‌ها تصویب می‌کند؛ که در عین حال با محدودیت‌ها و قواعد جزئی فراوانی در سطوح مختلف تصمیم‌گیری در زنجیره مدیریتی، تکمیل می‌شوند.



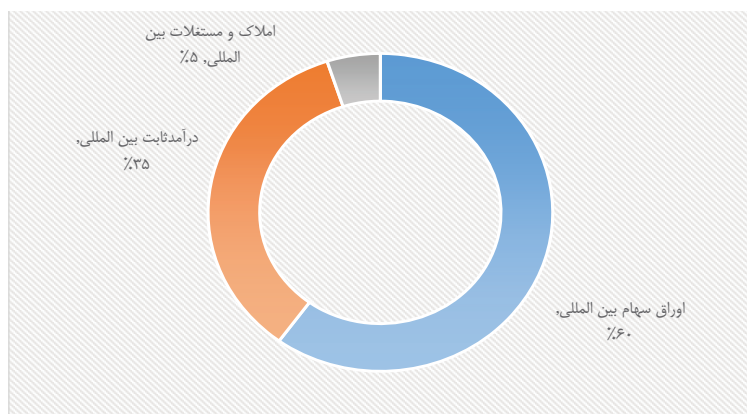
نمودار ۳- سلسله مراتب سازمانی صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال

همانطور که از شکل فوق پیداست، مدیریت GPFG مبتنی بر ساختار حکمرانی است که در آن پارلمان، وزارت دارایی، کمیته اجرایی بانک مرکزی نروژ، مدیریت سرمایه‌گذاری بانک مرکزی نروژ (NBIM) نقش‌ها و مسئولیت‌های مختلفی برعهده دارند. در این سیستم مسیر وظایف و مسئولیت‌ها به سمت پایین هرم و گزارش‌دهی در مورد بازده و ریسک سرمایه‌گذاری‌ها به سمت بالای هرم جریان می‌یابد. علاوه بر این، در تمامی سطوح مدیریتی صندوق، نهادهای ناظر و کنترلی مناسب گنجانده شده است. بدیهی است که هر چه به قاعده هرم نزدیک‌تر شویم، مقررات و اختیارات

قانونی از جزئیات بیشتری نیز برخوردار خواهند بود.

۲-۱-۱- استراتژی سرمایه‌گذاری GFGP

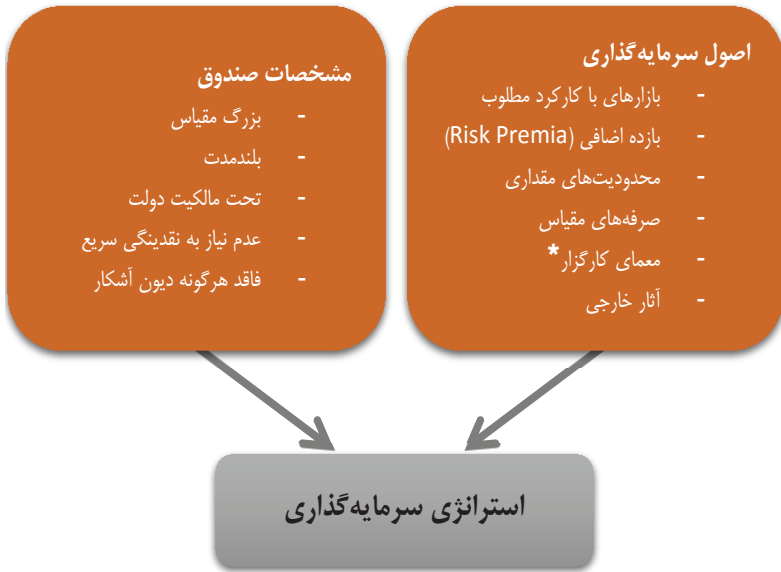
اصلی‌ترین استراتژی سرمایه‌گذاری این صندوق مبتنی بر حداکثرسازی قدرت خرید بین‌المللی دارایی‌های صندوق و دستیابی به بالاترین بازدهی ممکن در طی زمان، با مبنا قرار دادن سطح ریسک متوسط است. سرمایه GFGP به طور کامل در قالب ارز خارجی در سایر کشورها سرمایه‌گذاری می‌شود که انواع گوناگونی از دارایی‌ها، از جمله سهام، اوراق با درآمد ثابت و املاک و مستغلات همراه با دامنه‌ای از محدودیت سهم هر یک در سبد دارایی‌ها را شامل می‌گردد.



نمودار ۴- تخصیص استراتژیک دارایی GFGP

به طور کلی، صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال از ظرفیت تحمل ریسک بالایی برخوردار است، که سطح مناسب و مطلوب ریسک آن به میزان تحمل ریسک صاحبان قانونی آن، که از جانب مقامات سیاسی نمایندگی می‌شوند، بستگی دارد. چنین استراتژی‌ای بر ارزیابی مداوم بازده و ریسک انتظاری در بلندمدت، ویژگی‌های

خاص صندوق، اولویت‌های نسبی مدیر دارایی، همچنین مفروضات مربوط به کارکرد بازارهای مالی متکی است. وزارت دارایی وزن بسیار زیادی به لنگر کردن این استراتژی به تئوری‌های مالی، تحقیق و تجربه انباشته می‌دهد.



نمودار ۵- اصول سرمایه‌گذاری و مشخصات صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال

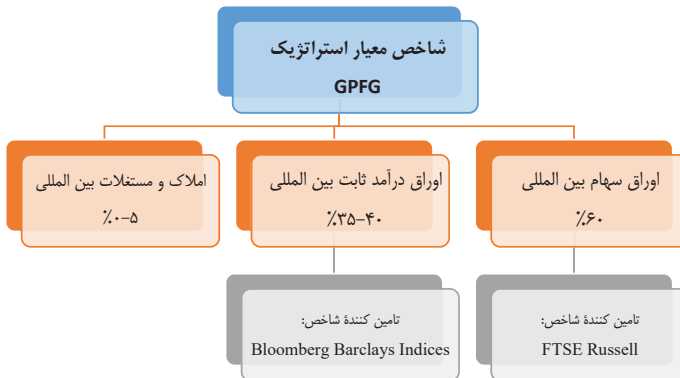
به طور کلی استراتژی سرمایه‌گذاری GPF از ویژه مشخصه‌های زیر تشکیل شده است:

- تنوع گسترده سرمایه‌گذاری‌ها
- جمع‌آوری بازده اضافه (ریسک پرمیوم) در طی زمان
- دامنه متوسطی برای انحراف از شاخص معیار
- مدیریت مسئولیت‌پذیر
- کارایی هزینه
- ساختار حکمرانی شفاف

این استراتژی بر اصل دستیابی به یک بازدهی بلندمدتِ مطلوب همراه با پذیرش ریسک آن استوار است. بر این اساس، وزارت دارایی همواره بر استخراج و کشف توان صندوق در تحمل ریسک با توجه به ویژگی خاص آن به عنوان یک سرمایه‌گذار بلندمدت و بزرگ، تاکید دارد. بنابراین، هدف مدیریت GPFG حداقل کردن نوسانات بازدهی‌های صندوق نیست؛ بدیهی است که چنین استراتژی‌ای در بلندمدت منجر به ایجاد بازدهی مورد انتظار بسیار پایین می‌شود.

۳-۱-۱- شاخص معیار استراتژیک^۱ GPFG

همانطور که ذکر شد، سرمایه‌گذاری‌های GPFG بین کلاس‌های مختلف دارایی‌ها تقسیم می‌شود. در پایان نیمه اول سال ۲۰۱۶، حجم سرمایه‌گذاری‌های این صندوق در سهام، اوراق با بازدهی ثابت و املاک و مستغلات به ترتیب حدود ۴،۲۷۵ میلیارد، ۲،۶۸۱ میلیارد و ۲۲۱ میلیارد کرون، معادل ۵۹.۶، ۳۷.۴ و ۳.۱ درصد کل دارایی‌های صندوق برآورد شده است.



نمودار ۶- شاخص معیار استراتژیک سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتی دولت-گلوبال

1. Strategic Benchmark Index

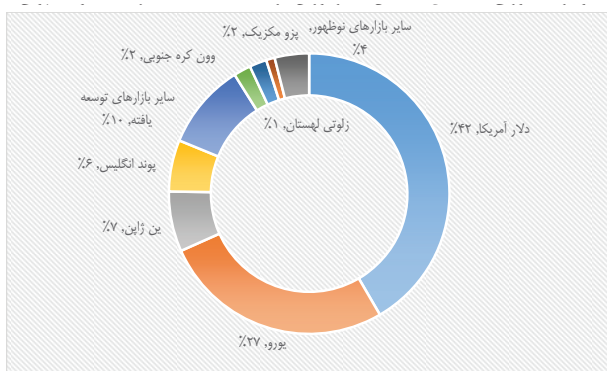
حکم مدیریتی وزارت دارایی به بانک مرکزی نروژ نشان‌دهنده استراتژی بلندمدت سرمایه‌گذاری صندوق است که شاخص معیار استراتژیک را نیز شامل می‌گردد. این شاخص خود دربرگیرنده معیارهایی برای اوراق سهام، درآمد ثابت و نیز پرتفولیوی املاک و مستغلات می‌باشد. مهم‌ترین اصل در شاخص مذکور سهم ثابت ۶۰ درصدی اوراق سهام است که بر اساس بده-بستان بلندمدت بین بازدهی مورد انتظار و ریسک تعیین شده است. شاخص‌های معیار مبتنی بر شاخص‌هایی وسیع و جهانی‌اند که از جانب تامین‌کنندگان پیشرو، که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام و درآمد ثابت جهانی را منعکس می‌کنند، ارائه می‌شوند. بنابراین مدیریت این صندوق بر ریسک کلی آن متکی است که عمدتاً نتیجه توسعه و گسترش شاخص معیار وضع‌شده توسط وزارت دارایی می‌باشد. شاخص معیار مصوب صندوق در زمینه سرمایه‌گذاری‌های سهام توسط FTSE Russell تامین می‌شود که، غیر از نروژ، تمامی کشورها را همراه با طبقه‌بندی بازارهای توسعه‌یافته، بازارهای پیشرفته درحال‌ظهور و بازارهای نوظهور دربرمی‌گیرد. از طرفی، شاخص معیار اوراق درآمد ثابت، که توسط بلومبرگ (Barclays) ^۲ تامین می‌گردد، از ۷۰ درصد اوراق قرضه دولتی و ۳۰ درصد اوراق قرضه شرکتی تشکیل می‌شود. ترکیب بخش دولتی این شاخص معیار بر ارزش‌های مرتبط با زیرشاخص‌های تهیه‌شده توسط بلومبرگ، به استثنای کرون نروژ، مبتنی است و بخش شرکتی آن نیز هفت ارز بازارهای مالی توسعه‌یافته موردتایید را شامل می‌شود (جدول ۱).

جدول ۱- شاخص‌های معیار مقرر در ۳۰ سپتامبر ۲۰۱۶ (درصد)

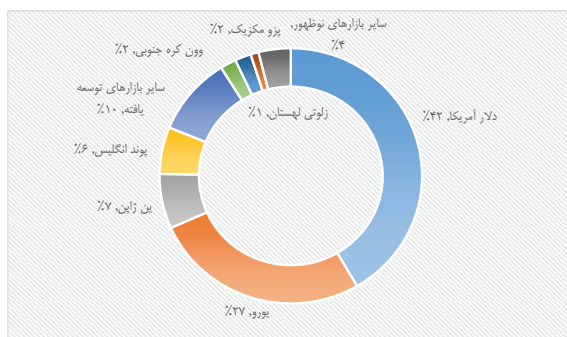
نوع دارایی	شاخص‌های معیار استراتژیک	شاخص‌های معیار واقعی
بازده ثابت	۳۷،۰	۳۶،۰
اوراق سهام	۶۰،۰	۶۱،۰
املاک و مستغلات	۳،۰	۳،۰
جمع	۱۰۰،۰	۱۰۰،۰

۲. شرکت ارائه‌دهنده خدمات مالی و بانکداری چندملیتی بریتانیا

نحوه توزیع این شاخص‌های معیار بین کشورها و مناطق جغرافیایی مختلف بر اصل وزن‌دهی بازار به اوراق سهام و اوراق قرضه شرکتی مبتنی است؛ در حالی که اوراق قرضه دولتی بر اساس اندازه نسبی اقتصاد کشورها - که از طریق تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شوند- تعیین می‌شود. توزیع منطقه‌ای معیارهای اوراق سهام و درآمد ثابت از طریق برخی فاکتورهای تعدیلی مشخص تکمیل می‌گردند (نمودارهای ۷ و ۸).



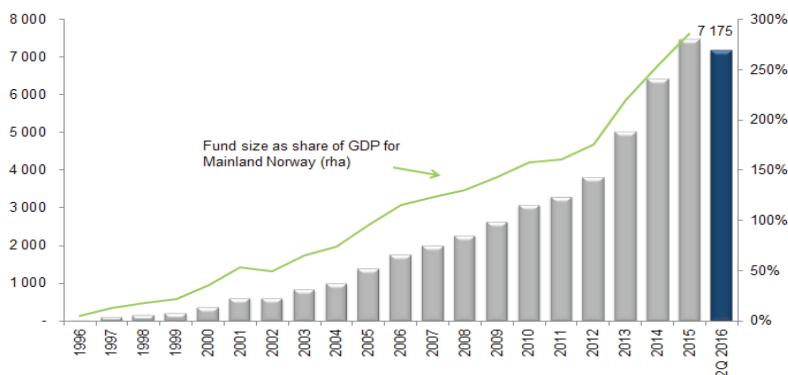
نمودار ۷- توزیع منطقه‌ای شاخص معیار اوراق سهام GFGP (بر حسب کشور)



نمودار ۸- توزیع منطقه‌ای شاخص معیار اوراق درآمد ثابت GFGP (بر حسب واحد پولی)

۴-۱-۱- ارزش بازاری و عملکرد GFPG

ارزش بازاری GFPG در نیمه اول سال ۲۰۱۶ حدود ۷,۱۷۵ میلیارد کرون بوده، که نسبت به پایان سال ۲۰۱۵ به میزان ۲۹۶ میلیارد یورو کاهش نشان می‌دهد. بازدهی صندوق طی همین دوره، با در نظر گرفتن تغییرات نرخ ارز کرون نروژ، ۹ میلیارد کرون است که با صرف نظر کردن از تغییرات نرخ کرون میزان افت ارزش به ۲۵۸ میلیارد کرون کاهش می‌یابد. جریان خروجی سرمایه از صندوق در نیمه اول این سال ۴۵ میلیارد کرون برآورد شده است. نمودار ۹- روند پیشرفت ارزش بازاری GFPG از ما می ۱۹۹۶ تا ۳۰ ژوئن ۲۰۱۶ (میلیارد کرون و درصد از GDP نروژ)

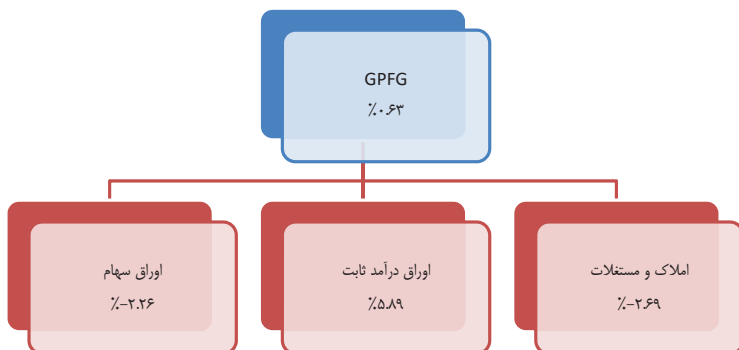


Sources: Norges Bank, Thomson Reuters Data Stream and the Ministry of Finance

از طرفی، بررسی عملکرد این صندوق از حیث بازدهی سرمایه‌گذاری بر حسب سبد ارزی آن از ابتدای ژانویه سال ۱۹۹۸ تا پایان نیمه اول سال ۲۰۱۶، نشان‌دهنده رشد سالیانه ۵.۵ درصدی متوسط بازده اسمی است. بازده اسمی با اعمال خالص هزینه‌های مدیریت دارایی و تورم (بازده واقعی خالص)، در مدت زمان مذکور حدود ۳.۶ درصد برآورد شده است.

در نیمه اول سال ۲۰۱۶، بازده اسمی GFPG در سبد ارزی این صندوق بیش از

۰.۶ درصد بود. بازده پرتفولیوی اوراق سهام -۲.۳ درصد، پرتفولیوی درآمد ثابت ۵.۹ درصد و بازده سرمایه‌گذاری‌ها در املاک و مستغلات -۲.۷ درصد بوده است.



نمودار ۱۰- عملکرد صندوق در نیمه اول سال ۲۰۱۶ (محاسبه‌شده بر اساس ارزش بین‌المللی)

Source: Norges Bank and the Ministry of Finance

جدول ۲- عملکرد GPFG طی سال‌های گذشته

از ابتدای ژانویه ۱۹۹۸	۱۰ سال گذشته	۵ سال گذشته	۳ سال گذشته	دوازده ماه منتهی به ۳۰ ژوئن ۲۰۱۶	ارقام کلیدی در ۳۰ ام ژوئن ۲۰۱۶ (داده‌های سالیانه بر حسب کرون نروژ)
۵.۵۱	۵.۳۴	۶.۸۵	۶.۹۲	-۰.۹۳	بازده ناخالص (درصد)
۱.۷۸	۱.۷۷	۱.۳۶	۱.۰۲	۰.۷۲	تورم قیمتی (درصد)
۰.۰۹	۰.۰۸	۰.۰۶	۰.۰۶	۰.۰۵	هزینه‌های مدیریت (درصد)
۳,۵۸	۳,۴۳	۵,۳۵	۵,۷۸	-۱,۷۰	بازده واقعی با کسر هزینه‌ها (درصد)

Finance of Ministry and Bank Norges :Sources

۲-۱- صندوق بازنشستگی دولت-نروژ (NFPG)

صندوق بازنشستگی دولت-نروژ سرمایه محور، از مزادهای طرح بیمه ملی بین سال‌های ۱۹۶۷ و اواخر دهه ۱۹۷۰ نشأت گرفته است. پارلمان نروژ، طبق قانون صندوق بازنشستگی دولتی، «وزارت دارایی» را مسئول مدیریت صندوق بازنشستگی دولتی نروژ کرده و مدیریت بهره‌برداری از آنرا بر عهده «صندوق بیمه» گذارده است. به همین منوال وزارت دارایی در حکمی جامع با تمرکز بر اصول و قواعد کلی، چشم‌اندازهای مدیریتی صندوق بازنشستگی دولت-نروژ، شامل چارچوب کلی سرمایه‌گذاری و الزامات آن با توجه به مدیریت ریسک، گزارش‌دهی و شیوه‌های سرمایه‌گذاری مسئولانه، را ترسیم کرده که در جزئیات تابع قواعد داخلی صندوق بیمه می‌باشد.

پارلمان نروژ

قانون صندوق بازنشستگی دولت
قانون صندوق بیمه

وزارت دارایی

حکم مدیریت
تنظیم مقررات بر مدیریت ریسک گزارش‌دهی و سرمایه‌گذاری‌های مسئولانه

صندوق بیمه

مدیر بهره‌برداری

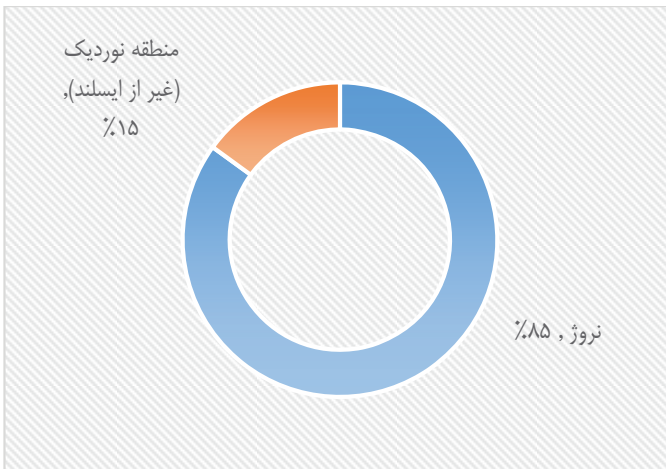
صندوق بازنشستگی دولت-نروژ (GPFN)

نمودار ۱۱- سلسله مراتب سازمانی صندوق بازنشستگی دولت-نروژ

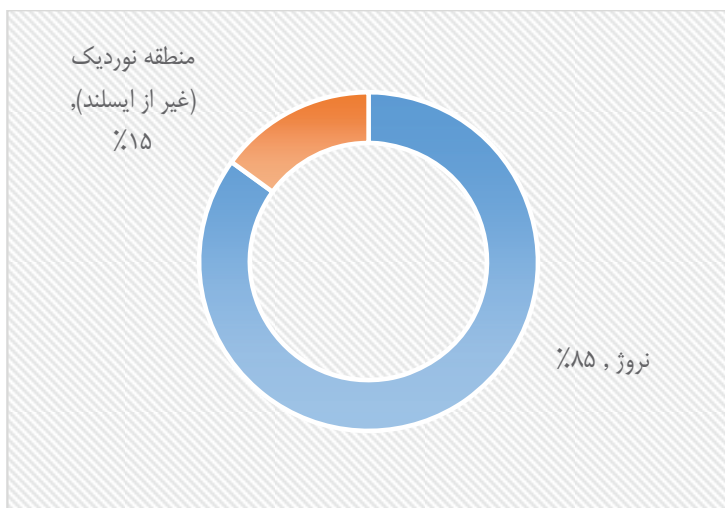
در شرایطی خاص، صندوق بیمه ممکن است با هدف تسهیل اجرای مقرون به صرفه مأموریت‌های مدیریتی و بهبود عملکرد صندوق از معیارهای تعیین‌شده فاصله بگیرد؛ که در مواجهه با چنین وضعیت‌هایی دامنه انحراف ۳ درصد در سال در حکم وزارتخانه تصریح شده است.

۱-۲-۱- استراتژی سرمایه‌گذاری NFPG

هدف مدیریت GPFN حداکثرسازی بازدهی‌های مالی سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده بر مبنای واحد پول داخلی (کرون)، در سطح متوسطی از ریسک، می‌باشد. بخش اعظمی از دارایی‌های این صندوق در بازارهای سهام و اوراق درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده است. GPFN یک مالک و سهام‌دار عمده در بازار سرمایه نروژ به شمار می‌رود؛ به طوری که در انتهای سال ۲۰۱۵ پرتفولیوی اوراق سهام و درآمد ثابت این صندوق به ترتیب حدود ۱۰ درصد ارزش بازار شاخص مبنای بورس اوراق بهادار اسلو (OSEBX) و ۳ درصد بازار اوراق قرضه نروژ را تشکیل می‌داد.



نمودار ۱۲- تفکیک نوع دارایی GPFN



نمودار ۱۳- توزیع منطقه‌ای دارایی‌های GPFN

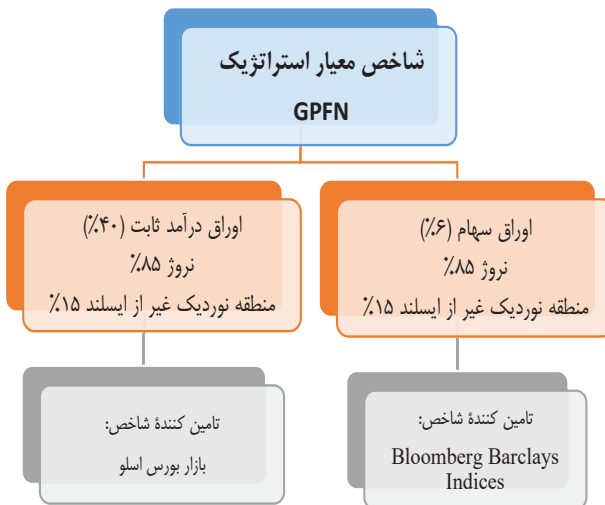
اندازه و افق بلندمدت GPFN از جمله مهم‌ترین ویژگی‌هایی است که آنرا از بسیاری از سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه نروژ متمایز می‌سازد. ویژگی اندازه، در عین حال که فراهم‌آورنده منافع چون امکان بهره‌مندی از صرفه‌های ناشی از مقیاس در مدیریت دارایی است، اما تسلط چنین اندازه‌ای در بازار سرمایه نروژ همزمان محدودیت‌های خاصی را نیز در زمینه اعمال تغییرات عمده در ترکیب پرتفولیو در یک دوره زمانی کوتاه سبب می‌گردد. از سوی دیگر، ویژگی نقدشوندگی پایین این بازار، چالش‌هایی را نیز در ارتباط با انجام تعدیلات لازم و سریع در پرتفولیوهای عمده به همراه دارد.

۲-۲-۱- شاخص معیار استراتژیک NFPG

همانطور که گفته شد، هدف مدیریت GPFN حداکثرسازی بازدهی‌های مالی با تحمل ریسک متوسط می‌باشد و شاخص معیار مصوب وزارت دارایی مبنای فعالیت این مدیریت را شکل می‌دهد.

شاخص معیار، که شرح مفصلی از قواعد اصلی نحوه سرمایه‌گذاری دارایی‌های این صندوق را دربرمی‌گیرد، از چهار زیرشاخص تشکیل شده است:

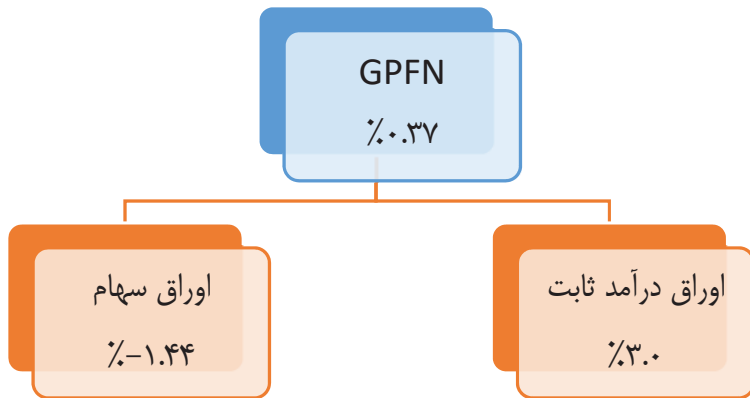
- اوراق سهام؛ ۶۰ درصد
 - اوراق درآمد ثابت؛ ۴۰ درصد و دو تفکیک جغرافیایی
 - نروژ؛ ۸۵ درصد
 - منطقه نوردیک به جز ایسلند؛ ۱۵ درصد
- در این بین، شاخص معیار اوراق سهام صندوق از دو شاخص مبنای اسلو (-OSE BX) و شاخص مبنای VINX توسط بازار بورس اوراق بهادار اسلو و ابزارهای درآمد ثابت آن از شاخص کل جهانی بلومبرگ اخذ می‌گردد.



نمودار ۱۴- شاخص معیار استراتژیک سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتی دولت-نروژ

۳-۲-۱- ارزش بازاری و عملکرد NFPG

نرخ بازده اسمی این صندوق در نیمه اول سال ۲۰۱۶، به کرون نروژ و قبل از کسر هزینه‌های مدیریت دارایی، حدود ۰.۴ درصد مثبت شده، که مجموع بازده پرتفولیوی اوراق سهام -۱.۴ و درآمد ثابت ۳.۰ درصد بوده است.



نمودار ۱۵- عملکرد صندوق در نیمه اول سال ۲۰۱۶ (کرون نروژ)

Source: Folketrygdfondet and Ministry of Finance

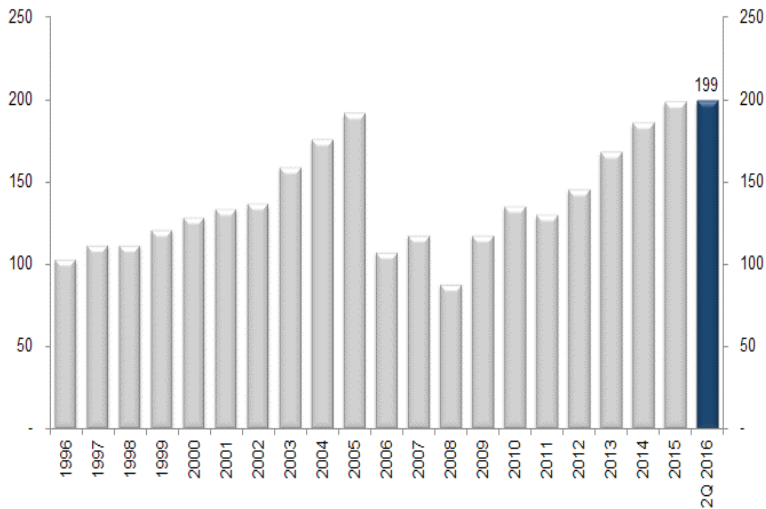
سنجش عملکرد صندوق، در مقایسه با شاخص معیار تعیین شده توسط وزارت دارایی، نشان می‌دهد که بازدهی صندوق بیمه در نیمه اول سال ۲۰۱۶ حدود ۰.۷۲ درصد بیش از شاخص معیار بوده است. درحالی‌که پرتفولیوی اوراق سهام GPFN بازدهی‌ای بالاتر از معیار داشته، پرتفولیوی اوراق قرضه این صندوق تقریباً به میزان بازده شاخص معیار اوراق درآمد ثابت بوده است. بررسی عملکرد صندوق بیمه از ژانویه ۱۹۹۸ تا پایان نیمه اول سال ۲۰۱۶ نشان‌دهنده بازده مازاد ناخالص سالیانه‌ای حدود ۰.۵۵ درصد، نسبت به شاخص معیار، بر این اساس، متوسط بازده ناخالص سالیانه GPFN طی مدت ذکر شده ۷.۱ درصد و متوسط واقعی تمامی این بازده‌ها پس از کسر هزینه‌ها ۴.۷ درصد می‌باشد.

جدول ۳- عملکرد GPFN طی سال‌های گذشته

از ابتدای ژانویه ۱۹۹۸	۱۰ سال گذشته	۵ سال گذشته	۳ سال گذشته	دوازده ماه منتهی به ژوئن ۲۰۱۶	ارقام کلیدی در ۳۰ ام ژوئن (داده‌های سالیانه بر حسب کرون نروژ)
۷.۱۳	۷.۴۰	۸.۳۶	۹.۷۰	۱.۷۴	بازده ناخالص (درصد)
۰.۵۵	۱.۱۹	۰.۶۴	۱.۰۱	۱.۱۵	تورم قیمتی (درصد)
۲.۱۲	۲.۱۲	۲.۱۶	۲.۷۶	۳.۷۱	هزینه‌های مدیریت (درصد)
۴.۶۸	۵.۰۹	۵.۹۸	۶.۶۷	-۱.۹۹	بازده واقعی با کسر هزینه‌ها (درصد)

Sources :Folketrygdfondet and Ministry of Finance

در پایان ماه ژوئن سال ۲۰۱۶، ارزش بازاری GPFN با ۰.۷ میلیارد کرون افزایش نسبت به ابتدای سال به ۱۹۹.۱ میلیارد کرون رسید. تا سال ۲۰۰۵ بخش مهمی از دارایی‌های GPFN در قالب سپرده‌های اجباری سرمایه‌گذاری می‌شد که در دسامبر سال ۲۰۰۶ این سپرده‌ها تنزیل شده و مبلغی معادل ۱۰۱.۸ میلیارد کرون از محل دارایی‌های صندوق به دولت بازپرداخت گردید. لازم به ذکر است که بیش از ۵۸ درصد از سرمایه این صندوق در قالب اوراق سهام و مابقی به شکل اوراق بهادار درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده‌اند.



نمودار ۱۶- روند ارزش بازاری GPFN از ۱۹۹۶ تا ۳۰م ژوئن ۲۰۱۶ (میلیارد کرون نروژ)

Source: Folketrygdfondet and Ministry of Finance

۲- سرمایه‌گذاری مسئولانه GPFN

مدیریت‌های سرمایه‌گذاری هر دو صندوق زیرمجموعه صندوق بازنشستگی دولتی نروژ ملزم به رعایت الزامات دستورالعمل‌های اخلاقی در زمینه سرمایه‌گذاری هستند که از سال ۲۰۰۴ برقرار شده‌اند. بر این اساس، وزارت دارایی ارزیابی خود از بازدهی‌های مالی سرمایه‌گذاری‌ها را مشروط به فاکتورهایی چون پایداری اقتصادی، حساسیت‌های زیست‌محیطی و اجتماعی، بازارهای کارا، قانونمند و خوب‌کارکرد نموده است. این دستورالعمل‌ها از دو ویژگی کلی مالکیت فعال، و نظارت و خروج برخوردارند.

۲-۱- مالکیت فعال

پویایی در مالکیت ابزاری کلیدی در مدیریت صندوق بازنشستگی دولتی به شمار می‌رود. بانک مرکزی نروژ و صندوق بیمه، مستقل از وزارت دارایی، به ترتیب بر GPFN و GPFN اعمال حق مالکیت می‌کنند.

بانک مرکزی نروژ سهامدار جزء بیش از ۹۰۰۰ شرکت است که از طریق مشارکت فعال در فرآیند رای گیری در جلسات مجمع عمومی و تعامل مستقیم با مدیریت و اعضای هیات مدیره شرکت‌ها، وظایف مالکیتی خود را انجام می‌دهد. بر این اساس، به جهت اثرگذاری هر چه بیشتر تمامی این تلاش‌ها و اقدامات، تمرکز بر شرکت‌هایی که بیشترین سرمایه‌گذاری‌ها در آنها انجام شده (از نظر ارزش بازاری) و نیز شرکت‌هایی که در بخش‌هایی با ریسک بالا فعالیت می‌کنند در اولویت بندی کاری این بانک قرار دارند. لذا مالکیت پویا به معنی یافتن و هموار کردن مسیر شیوه‌های کسب و کار سودآور بلندمدت و محافظت از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده تا کنون است. بدیهی است که انجام این امور مستلزم برخورداری از دانشی مطلوب در زمینه شرکت‌ها، بخش‌های مختلف اقتصادی، بازارهای گوناگون برای سرمایه‌گذاری می‌باشد. همچنین حضور و مشارکت فعال در جلسات با هدف دستیابی به دیدی روشن از تحلیل‌های مالی و نظارت بر عملکرد شرکت‌ها یکی مهم‌ترین الزامات مالکیت فعال بانک مرکزی نروژ به شمار می‌رود.

از طرفی دیگر، در صندوق بازنشستگی دولتی-نروژ (GPFN) بالاترین سهم مالکیتی مجاز برای صندوق بیمه در یک شرکت در نروژ ۱۵ درصد و کشورهای نوردیک ۵ درصد تعیین شده است. یکی از استراتژی‌های مهم سرمایه‌گذاری صندوق بیمه، درگیر شدن موثر آن در مدیریت فعال است.

۲-۲- نظارت و خروج

در سال ۲۰۰۴ وزارت دارایی دستورالعمل‌های اخلاقی را برای مدیریت صندوق نفت این کشور تصویب کرد که از آن پس گسترش بیشتری پیدا کرد. بر این اساس، شرکت‌هایی که در کار تولید و یا فروش تسلیحاتی خاص به کشورهای خاص هستند می‌بایست از شمول سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی دولتی کنار گذاشته شوند. همچنین بنگاه‌هایی که در مخاطرات غیرقابل پذیرش مشارکت کرده و یا مسئولیت آنرا دارند، و نیز فعالیت‌های به شدت غیراخلاقی که در دستورالعمل تعریف شده‌اند،

مستثنی از سرمایه‌گذاری خواهند شد. معیارهای خروج از سرمایه‌گذاری مبتنی بر محصول تولیدی و خروج و نظارت مبتنی بر رفتار شرکت‌ها در دستورالعمل‌های نظارت و خروج صندوق بازنشستگی دولتی-گلوبال در دسترس می‌باشد. معیارهای اخلاقی در مورد شرکت‌هایی که صندوق نمی‌تواند در آنها سرمایه‌گذاری کند، غیرقابل تغییراند.

از ابتدای ژانویه ۲۰۱۵، کلیه تصمیمات مرتبط با نظارت و یا خروج شرکت‌ها از لیست سرمایه‌گذاری GPF، به جای وزارت دارایی، برعهده بانک مرکزی نروژ گذاشته شده، که مبتنی بر توصیه‌های «شورای اخلاق»^۳ و بر اساس «دستورالعمل‌های اخلاقی» مصوب این شورا است.

دامنه دستورالعمل‌های اخلاقی، کلیه فعالیت‌های صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال و بانک مرکزی نروژ در زمینه نظارت و خروج شرکت‌ها از سبد سرمایه‌گذاری این صندوق، بر اساس بندهای دوم و سوم دستورالعمل مذکور به شرح زیر را دربرمی‌گیرد.

بند ۲: معیارهای نظارت و خروج از شرکت‌ها مبتنی بر محصول تولیدی:

(۱) صندوق به هیچ‌عنوان نباید در شرکت‌هایی که خودشان و یا نهادهایی تحت کنترل‌شان به فعالیت‌های ذیل مشغول‌اند سرمایه‌گذاری کند:

تولیدکننده تسلیحاتی هستند که به‌کارگیری آنها اصول اولیه انسانی را نقض می‌کنند تنباکو تولید می‌کنند

به دولت‌هایی که موضوع اعمال محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در اوراق دولتی -آن‌گونه که در الزامات مدیریتی برای صندوق مطرح شده- هستند، تسلیحات نظامی و یا ابزارهای جنگی می‌فروشند.

(۲) نظارت و یا حذف از لیست سرمایه‌گذاری ممکن است در مورد شرکت‌های معدنی و تولیدکنندگان انرژی که خود و یا نهادهای تحت کنترل آنها ۳۰ درصد

۳. نقش شورای اخلاق برای صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال عبارت است از ارزیابی تطابق یا عدم تطابق سرمایه‌گذاری صندوق در شرکت‌هایی خاص با دستورالعمل‌های اخلاقی است.

و یا بیشتر از درآمدشان را از نیروگاه‌های ذغال‌سوز و یا ۳۰ درصد و یا بیشتر از عملکردشان مربوط به این نوع نیروگاه‌ها باشد، صورت پذیرد.

(۳) در ارزیابی بند (۲) فوق، علاوه بر سهم درآمدی و یا فعالیت فعلی شرکت در نیروگاه‌های ذغال‌سوز، ارزیابی اهداف و استراتژی‌های پیش‌روی شرکت‌ها، از جمله هرگونه برنامه‌ای در زمینه تغییر سهم شرکت از نیروگاه‌های مذکور و یا مشارکت در کسب و کارهای مبتنی بر منابع انرژی تجدیدپذیر در آینده، نیز می‌بایست مدنظر قرار گیرند.

(۴) توصیه‌ها و تصمیمات درباره خروج شرکت‌های موضوع بندهای (۲) و (۳)، به هیچ عنوان شامل اوراق سبز^۴ شرکت‌ها نمی‌باشند چراکه این اوراق مشمول معیارهای خاص اوراق سبز می‌شوند.

۴. اوراق سبز، اوراق معاف از مالیاتی است که توسط شهرداری‌ها و یا دولت‌های ایالتی برای توسعه سایت‌های رهاشده شهری (براون‌فیلد)، که از آثار مثبت زیست‌محیطی و منافع اقلیمی برخوردارند، منتشر می‌شوند. براون‌فیلدها مناطق فاقد امکانات عمومی، ساختمان‌های متروکه و یا توسعه‌نیافته شهری هستند که از آلودگی‌های صنعتی بالایی برخوردارند.

جدول ۴- شرکت‌هایی خارج از شمول سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی دولت نروژ

حوزه فعالیت	نام شرکت
تولید انرژی مبتنی بر ذغال سنگ	Alliant Energy Corp
	Chugoku Electric Power Co Inc/The
	DMCI Holdings Inc
	Electric Power Development Co Ltd
	Electricity Generating PCL
	Emera Inc
	Empire District Electric Co
	Great Plains Energy Inc
	Guangdong Electric Power Development Co Ltd
	Hokuriku Electric Power Co
	Inner Mongolia Yitai Coal Co Ltd
	Jaŝtrzebska Spolka Weglowa SA
	NRG Energy Inc
	Tenaga Nasional Bhd
Weŝtar Energy Inc	
تولید مهمات خوشه‌ای	Textron Inc.
	Hanwha Corporation
	Poongsan Corporation
	Raytheon Co.
	General Dynamics corporation

تولید تسلیحات اتمی	Orbital ATK Inc (after merger with Alliant Techsystems Inc.)
	Lockheed Martin Corp
	BWX Technologies Inc (formerly Babcock & Wilcox Co.)
	Jacobs Engineering Group Inc.
	Serco Group Plc.
	Aerojet Rocketdyne Holdings, Inc. (formerly GenCorp, Inc.)
	Safran SA.
	Northrop Grumman Corp.
	Honeywell International Inc.
	Airbus Group Finance B.V. (formerly EADS Finance B.V.)
	Airbus Group N.V. (formerly EADS N.V.)
Boeing Co.	

توليد تنباكو	Schweitzer-Mauduit International Inc.
	Huabao International Holdings Limited
	Grupo Carso SAB de CV
	Shanghai Industrial Holdings Ltd.
	Alliance One International Inc.
	Altria Group Inc.
	British American Tobacco BHD
	British American Tobacco Plc.
	Gudang Garam tbk pt.
	Imperial Tobacco Group Plc.
	ITC Ltd.
	Japan Tobacco Inc.
	KT&G Corp
	Lorillard Inc.
	Philip Morris International Inc.
	Philip Morris Cr AS.
	Reynolds American Inc.
	Souza Cruz SA
	Swedish Match AB
	Universal Corp VA
Vector Group Ltd.	

بند ۳: معیارهای نظارت و خروج از شرکت‌ها مبتنی بر هدف (Conduct-based):
شرکت‌ها ممکن است به دلیل مخاطرات غیرقابل قبول مشارکت و یا مسئولیت در موارد زیر مشمول نظارت و یا خروج گردند:
الف) نقض سیستماتیک یا شدید حقوق بشر، مانند قتل، شکنجه، محرومیت از آزادی، کار اجباری و بدترین اشکال کار کودکان
ب) نقض جدی حقوق افراد در شرایط جنگ و نزاع
ج) آسیب جدی به محیط‌زیست
د) فعل و یا ترک عملی که در سطح بنگاه منجر به انتشار گازهای گلخانه‌ای غیرقابل قبول شود
ه) فساد گسترده
و) سایر موارد جدی نقض هنجارهای بنیادین اخلاقی

جدول ۵- شرکت‌هایی خارج از شمول سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی دولت نروژ

حوزه فعالیت	نام شرکت
نقض شدید حقوق بشر	Zuari Agro Chemicals Ltd.
	Wal-Mart Stores Inc.
	Wal-Mart de Mexico SA de CV
آسیب جدی به محیط‌زیست	Duke Energy Corp, including the below wholly-owned subsidiaries Duke Energy Carolinas LLC Duke Energy Progress LLC Progress Energy Inc
	Progress Energy Inc
	IJM Corp Bhd
	Genting Bhd
	POSCO
	Daewoo International Corp
	Vedanta Ltd (previously called Sesa Sterlite, into which Madras Aluminium Company and Sterlite Industries Ltd. - both excluded 31 October 2007- were merged)
	WTK Holdings Berhad
	Ta Ann Holdings Berhad
	Zijin Mining Group
	Volcan Compañía Minera
	Lingui Development Berhad Ltd.
	Samling Global Ltd.
	Norilsk Nickel
	Barrick Gold Corp
	Rio Tinto Plc.
Rio Tinto Ltd.	

آسیب جدی به محیط زیست	Vedanta Resources Plc.
	Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.
فساد گسترده	ZTE Corporation
نقض شدید حقوق افراد در شرایط جنگ و نزاع	Africa Israel Investments
	Danya Cebus
	Shikun & Binui Ltd.
سایر موارد جدی نقض هنجارهای بنیادین اخلاقی	Kosmos Energy Ltd
	Cairn Energy Plc
	San Leon Energy Plc
	Potash Corporation of Saskatchewan
	Elbit Systems Ltd.

۳- خلاصه و جمع‌بندی

صندوق بازنشستگی دولت نروژ به عنوان یک صندوق کاملاً دولتی، متشکل از دو نهاد مجزای صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال و صندوق بازنشستگی دولت-نروژ است که کلیه احکام مدیریتی و قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری آن از جانب وزارت داری تعیین و ابلاغ می‌گردد. مسئولیت اجرایی صندوق بازنشستگی دولت-گلوبال بر عهده بانک مرکزی نروژ است که منابع در اختیار صندوق (درآمدهای حاصل از نفت و گاز) را به سمت سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام، اوراق با درآمد ثابت و املاک و مستغلات بین‌المللی هدایت می‌کند. از طرف دیگر، صندوق بیمه تامین اجتماعی این کشور مدیریت اجرایی صندوق بازنشستگی دولت-نروژ را بر عهده دارد که وظیفه آن به کارگیری منابع مالی این صندوق در بازارهای سهام و اوراق با درآمد ثابت داخل کشور و کشورهای منطقه نوردیک (غیر از ایسلند) است.

شاخص‌های معیار معین که حدود و ثغور سرمایه‌گذاری در اوراق سهام، اوراق با درآمد ثابت و املاک و مستغلات، به همراه سرمایه‌گذاری مسئولانه، که محدودیت‌های سرمایه‌گذاری از منظر حوزه فعالیت شرکت‌های مدنظر، از جمله حوزه‌های زیست‌محیطی، بشردوستانه و...، را برای هر دو صندوق تعیین می‌کنند، از مهم‌ترین ویژگی‌های صندوق بازنشستگی دولت نروژ می‌توان برشمرد. لازم به ذکر است کلیه این قیود توسط وزارت دارایی و شورای اخلاق سرمایه‌گذاری (زیر نظر وزارت دارایی) وضع و به تصویب پارلمان نروژ می‌رسند.

منابع:

- <https://www.regjeringen.no>
- <https://www.nbim.no>
- <http://www.folketrygdfondet.no>



مؤسسه راهبردهای بازتشیستی سبّا

تهران، خیابان ولیعصر (عج)، بعد از تقاطع

نیایش، خیابان رحیمی، پلاک ۸۵

تلفن: ۰۲۱-۲۲۰۵۲۶۳۰ دورنگار: ۰۲۱-۲۲۰۳۵۶۱۱

info@saba-psi.ir www.saba-psi.ir