مجله اقتصادی
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۹٤، صفحات ۱۱۸-۹۳

سرمایه‌گذاری صندوق نروژ در سهام: یک صندوق ثروت ملی اروپایی برای اروپا

ژاویر کپیه
توماس گویررو

ترجمه: عاطفه حسینی‌مکارم
کارشناس‌ارشد مدیریت، دانشگاه تهران
titi.makarem@gmail.com

مجید خرمی
کارشناس‌ارشد مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی
Majidkhorrami1345@yahoo.com

۱. مقدمه

صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی نروژ (GPFG)[۲] بزرگترین صندوق ثروت ملی جهان است که ۹۰۰ میلیارد دارایی خود را از طریق اداره سرمایه‌گذاری بانک مرکزی نروژ (NBIM)[۳] مدیریت می‌نماید. این موضوع که صندوق نروژ مالک ۱/۳ درصد از کل سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس‌های جهان است، می‌تواند به درک بهتری از حجم این صندوق کمک نماید. در این مقاله درخصوص چگونگی ایجاد صندوق و نیز درباره این مسئله مهم که چرا صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی، با اینکه دارای کلمه بازنشستگی در نام خود است یک صندوق بازنشستگی نیست، توضیح خواهیم داد.

۱. این مقاله، ترجمه مقاله‌ای است تحت‌عنوان:
"Equity Investments of Norway's GPFG: a European Sovereign Wealth Fund for Europe" که در سال ۲۰۱۴ در نشریه "Sovereign Wealth Funds" منتشر شده است.

2. Government Pension Fund-Global
3. Norges Bank Investment Management

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

در این مقاله مدل سرمایه‌گذاری مخصوص صندوق نروژ را (که با نام مدل نروژ[1] به آن اشاره می‌گردد) بررسی کرده و به مقایسه آن با مدل شناخته‌شده یل[2] می‌پردازیم. تحلیل ما از پورتفوی سهام صندوق از ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۴ به این شکل است که سرمایه‌گذاری‌های صندوق برای نخستین بار از زمان تأسیس تاکنون، در سطح اقتصاد خرد (بنگاه) و همچنین در سطح بخش، کشور و قاره مورد تحلیل قرار می‌گیرند. این تحلیل برخی گرایش‌های اساسی را آشکار نموده است: صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی کشور نروژ یک صندوق اروپایی برای اروپا است. صندوق به‌صورت آگاهانه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های اروپایی را اولویت خود قرار داده و کمتر به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های آمریکای شمالی، به‌ویژه ایالات متحده آمریکا می‌پردازد. این مقاله همچنین به موضوع‌های دیگری از جمله حکمرانی صندوق، سرمایه‌گذاری در کشورهای بریکس، چگونگی تحولات سرمایه‌گذاری‌های صندوق در اسپانیا و برخورداری از معافیت‌های مالیاتی آن پرداخته است.

۲. تاریخچه بزرگترین صندوق ثروت ملی جهان

در سال ۱۹۹۰، دولت نروژ برای بهبود مدیریت بلندمدت درآمدهای حاصل از منابع نفت فراوان خود، صندوق نفتی را به‌عنوان ابزار سیاست مالی تأسیس نمود.

تأسیس این صندوق حاصل سال‌ها بررسی دقیق پارلمان نروژ بود. این بررسی‌های دقیق در سال ۱۹۷۴ و در پی ارائه مقاله وزیر اقتصاد به پارلمان تحت‌عنوان "نقش نفت در جامعه نروژ"[3] که نشانگر کاربردهای متفاوت ثروت نفت کشور بود، آغاز گردید و در سال ۱۹۸۳ با تصویب قانونی که ایجاد یک صندوق را پیشنهاد می‌نمود، پایان یافت. از طریق ایجاد این صندوق، دولت قادر به ذخیره درآمدهای حاصل از بهره‌برداری از منابع نفت می‌شد و تنها می‌توانست سود واقعی حاصله را مصرف نماید. تا سال ۱۹۹۷، استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق مشابه استراتژی بانک مرکزی نروژ برای ذخایر ارزی خارجی بود. صندوق که در آن زمان ۲۰ میلیارد دلار را مدیریت می‌نمود، تنها در اوراق قرضه با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌کرد. در سال ۱۹۹۷ و در پی یک‌سری مذاکرت پارلمانی بسیار دشوار، وزارت اقتصاد استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق را مجدداً تعریف کرد و تصمیم گرفت ۴۰ درصد از دارایی‌های صندوق را در سهام سرمایه‌گذاری نماید. در نتیجه در ژانویه ۱۹۹۸ اداره مدیریت سرمایه‌گذاری بانک نروژ (NBIM)[4] به‌منظور مدیریت منابع صندوق تحت

1. Norway Model
2. Yale Model
3. The Role of Petroleum Activity in Norwegian Society
4 . Norges Bank Investment Management

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

نظارت وزارت اقتصاد تأسیس گردید. این صندوق در نخستین سال فعالیت خود ۷/۸۵۱ فقره سرمایه‌گذاری انجام داد که بیشتر آنها در ایالات متحده آمریکا با ۲/۲۶۵ فقره، در ژاپن فقره و در انگلستان ۴۵۴ مورد بوده است.

از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۸، قیمت بالای نفت موجب انتقال سرمایه بیشتری از وزارت اقتصاد به صندوق شد که منجر به رشد بیش از انتظار آن (از ۴۴ میلیارد دلار به ۳۲۲ میلیارد دلار) گردید. همچنین طی این دوره، صندوق نام خود را به صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی (GPFG)[1] تغییر داد و وزارت اقتصاد میزان سرمایه‌گذاری در سهام را با ۲۰ درصد افزایش به ۶۰ درصد کل پرتفوی خود رساند.

در سال ۲۰۰۹ استانداردهای رفتار حرفه‌ای[2] صندوق مورد ارزیابی قرار گرفت. در ماه ژوئن آن سال وزن سهام به ۶۰ درصد کل پورتفو رسید و صندوق بازده خود را ۲۵/۶ درصد اعلام نمود که تا آن زمان بی‌سابقه بود.

طی چهار سال گذشته صندوق مجدداً استراتژی سرمایه‌گذاری خود را تنظیم نموده و وارد دارایی‌های پیچیده‌تر و سهام بازارهای نوظهور شده است. در سال ۲۰۱۰، بر اساس دستورالعملی جدید، صندوق مجاز به سرمایه‌گذاری حداکثر ۵ درصد از دارایی‌های خود در بخش املاک و مستغلات گردید و در سال ۲۰۱۲ وزارت اقتصاد از برنامه کاهش تدریجی سرمایه‌گذاری در اروپا تا ۴۰ درصد و افزایش سرمایه‌گذاری‌ها در بازارهای نوظهور تا ۱۰ درصد پورتفو خبر داد. اخیراً نیز صندوق با اعلام انجام حدود یک درصد از سرمایه‌گذاری‌های خود در بازارهای آستانه[3] مانند نیجریه و پاکستان، گامی دیگر در راستای استراتژی متنوع‌سازی خود برداشته است. این کار نه‌تنها برای متنوع‌سازی پورتفوی، بلکه با هدف ایجاد بازدهی بیشتر در سال‌های آتی انجام شده است.

در سال ۲۰۰۶ صندوق نام خود را به صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی تغییر داد. با این تغییر نام، دولت نروژ به نقش احتمالی صندوق در آینده و جمعیت مسن جامعه یعنی تأمین افزایش هزینه‌های بازنشستگی عمومی اشاره می‌کند، اما تاکنون علی‌رغم این تغییر نام و اعلام قصد ضمنی هرگز از صندوق به‌عنوان یک صندوق بازنشستگی استفاده نشده است.

برخلاف صندوق‌های بازنشستگی سنتی مانند صندوق‌های کانادا و ژاپن، صندوق بازنشستگی دولتی–جهانی دارای تعهدات بازنشستگی نمی‌باشند. در واقع دولت نروژ هنوز در مورد چگونگی

1. Government pension Fund Global
2. Ethical standards
۳. Frontier Markets: این کشورها بین کشورهای در حال توسعه و کشورهای نوظهور قرار می‌گیرند. ج.ا.ایران نیز در این فهرست قرار می‌گیرد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

تأمین‌مالی تعهدات بازنشستگی خود تصمیمی نگرفته است. حتی در مورد تاریخی که از آن به بعد برای پوشش هزینه‌های بازنشستگان از منابع صندوق استفاده شود هم تصمیمی گرفته نشده است. این موضوع، درکنار محدودیت‌های دولت برای استفاده از منابع صندوق، نه تنها چشم‌انداز بلندمدت صندوق را تضمین می‌نماید بلکه ماهیت آن را نیز مشخص می‌کند؛ از دید بسیاری از مفسرین نداشتن تعهدی جهت پرداخت به بازنشستگان، آن را در گروه صندوق‌های ثروت ملی قرار می‌دهد.

با این‌حال، نبود تعهدات بازنشستگی جاری مانع از هدفگذاری برخی از صندوق‌های ثروت ملی جهت رفع نیازهای بازنشستگی احتمالی در آینده نمی‌شود (همان چیزی که در سال ۲۰۰۸ صندوق بین‌المللی پول"صندوق‌های ذخیره بازنشستگی اقتضایی[1]" نامید.) دو نمونه مشخص از اینگونه صندوق‌های ثروت ملی در استرالیا و نیوزیلند می‌باشند. صندوق آینده استرالیا[2] (۹۷/۵۷ میلیارد دلار) و صندوق ثروت ملی نیوزیلند (۲۵/۵ میلیارد دلار) با نام صندوق بازنشستگی نیوزیلند[3] اگرچه در حال حاضر هیچ‌گونه حقوق بازنشستگی پرداخت نمی‌کنند، اما به‌عنوان ذخیره‌ای برای مواجهه با تعهدات بازنشستگی آینده ایجاد شده‌اند. صندوق ثروت ملی ایرلند نیز (صندوق ذخیره بازنشستگی ملی)[4] با هدف کسب بازدهی برای تأمین هزینه‌های بازنشستگی در آینده ایجاد گردید، اما در سال ۲۰۰۹ و در پی بحران جدی که کشور از آن گذر نمود، وزارت اقتصاد تصمیم گرفت صندوق ذخیره بازنشستگی ملی ایرلند را به‌عنوان ذخیره‌ای برای بازنشستگی تغییر داده و از آن برای تأمین سرمایه مجدد دو بانک اصلی آسیب‌دیده یعنی بانک‌های ائتلاف ایرلند[5] و بانک ایرلند[6] استفاده نماید. وزارت اقتصاد ۲۰/۷ میلیارد دلار در این عملیات سرمایه‌گذاری نمود. در پایان سال ۲۰۱۳، سهام خود در این دو بانک را به مبلغ ۱۵/۴ میلیارد یورو به فروش رساند و در نتیجه این تراکنش ۲۶ درصد ارزش سرمایه‌گذاری اولیه خود را از دست داد. پرسشی که باقی می‌ماند این است که درصورتی‌که کل اقتصاد یا بخش‌های کلیدی اقتصاد استرالیا، نیوزیلند یا شیلی با مشکلات جدی مواجه گردد، آیا در مقابل وسوسه به‌کاربردن سیاست‌های اقتصادی کوتاه‌مدت مقاومت خواهند نمود؟

1. Contingent Pension Reserve Fund
2. Australia Future Fund
3. New Zealand Superannuation Fund
4. National Pensions Reserve Fund
5. Allied Irish Banks
6. Bank of Ireland

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

۳. از مدل یل تا مدل نروژ

فعالیت‌های صندوق بازنشستگی دولتی–جهانی نروژ و بازدهی که کسب می‌نماید از توجه سرمایه‌گذاران نهادی دنیا دور نمانده است. در چند سال گذشته، مدیریت صندوق نروژ نه‌تنها در زمینه شفافیت و حکمرانی شرکتی محل ارجاع و استناد دیگر صندوق‌های ثروت ملی شده، بلکه با توجه به سوابق به‌عنوان مدلی موفق در مدیریت دارایی سرمایه‌گذاران خصوصی مطرح بوده است.

برای پیروی از یک استراتژی مشابه صندوق نروژ، سرمایه‌گذاران خارجی از چه اصول سرمایه‌گذاری می‌توانند استفاده نمایند؟ مقاله یل در مقابل نروژ[1] که توسط کورتیس گریکورت[2] در سپتامبر ۲۰۱۲ منتشر شد، به مقایسه استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده دیوید اسونسن[3] رئیس پورتفوی مؤسسه یل و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده اینگ اسلینگاستاد[4] رئیس مدیریت مدیریت سرمایه‌گذاری بانک نروژ می‌پردازد.

مبنای استراتژی مدل یل، بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی با نقدشوندگی پایین، مانند دارایی‌های فیزیکی[5]، زیرساخت[6] و سهام خصوصی متمرکز است. این مدل سرمایه‌گذاری که توسط توسط دیوید اسونسن طراحی شده به‌طور میانگین در ۲۰ سال گذشته سالانه ۱۳/۷ درصد بازده برای مؤسسه یل ایجاد نموده است. در نتیجه مدل یل که مدل سرمایه‌گذاری مؤسسات استانفورد و هاروارد را نیز تحت‌تأثیر قرار داده است، در دهه‌های اخیر موقعیت خود را در میان سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یک استراتژی سرمایه‌گذاری اصلی تثبیت نموده است.

اکنون به‌نظر می‌رسد مدل یل دیگر کارا نبوده و یا حداقل از بحران و تبعات آن با موفقیت عبور نکرده است. مؤسسه یل در پنج سال گذشته بازدهی کمتر از شاخص اس اند پی ۵۰۰ به‌دست آورده است. از زمان آغاز بحران، کسب بازده اندک در صنعت مدیریت دارایی موجب شده بسیاری از سرمایه‌گذاران در پی یافتن مدل‌های جدید باشند. یکی از مدل‌های بسیار مطلوب، مدلی است که صندوق بازنشستگی دولتی–جهانی نروژ به‌کار می‌برد. مدل نروژی برخلاف مدل یل نشان می‌دهد بازدهی خوب از سرمایه‌گذاری بخش قابل توجهی از پورتفوی در سهام (بیش از ۶۰ درصد) و مقدار کمتری هم در دارایی‌های کمتر نقدشونده (حداکثر ۵ درصد در املاک و مستغلات) حاصل می‌گردد.

1. Yale Versus Norway
2. Curtis Greycourt
3. David Swensen
4. Yngve Slyngstad
5. Property
6. Infrastructure

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

با توجه به مقایسه انجام‌شده توسط گریکورت می‌توان چند نتیجه گرفت که تفاوت‌ها و شباهت‌های بین دو مدل را نشان می‌دهد. در واقع دو مدل چندان متفاوت نیستند و هر دو در اصول سرمایه‌گذاری زیر مشابهند:

- بازارها به‌طور عمده کارا هستند.
- متنوع‌سازی یکی از بهترین راه‌های کنترل ریسک است.
- سهام اصلی‌ترین منبع بازدهی است.
- صندوق باید بر اساس یک شاخص مشخص اداره شود.
- مدیران خارجی[1] اهمیت دارند.

با این وجود مدل نروژی در مقایسه با مدل یل، دارای تفاوت‌های زیر است:

- بر کاهش ریسک از طریق متنوع‌سازی تأکید می‌نماید.
- مقدار اندکی یا هیچ بخشی، از پورتفوی خود را به اوراق قرضه کوتاه‌مدت اختصاص داده است.
- مقدار بسیار کمتری از پورتفوی خود را به دارایی‌هایی با نقدینگی کم مانند املاک و مستغلات یا سرمایه‌گذاری در صنعت چوب و الوار[2] اختصاص می‌دهد.
- تخصیص دارایی‌ها با دقت و آگاهانه انجام می‌شود، بنابراین انحراف از شاخص‌ها را کاهش داده و از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری تبعیت می‌کند.
- از معیارهای مسئولیت‌های اجتماعی سرمایه‌گذاری نیز پیروی می‌نماید.
- برای بهبود حکمرانی در شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌نماید، نقش یک سرمایه‌گذار فعال را ایفا می‌نماید.
- مدیریت پیچیده نداشته و هزینه‌های کمتری دارد.
- ساختار حکمرانی آن به‌نحوی طراحی شده که بتواند از استراتژی سرمایه‌گذاری روشنی پیروی نموده و از تغییرات ناگهانی اجتناب نماید.
- موجب کاهش سوءاستفاده احتمالی عاملیت (بین مالک و مدیر)[3] می‌شود. زیرا اندازه‌گیری دارایی‌ها توسط بازار صورت می‌گیرد و به سهولت قابل شناسایی است.

علاوه بر این، همانگونه که پیش‌تر ذکر گردید، اکثر صندوق‌های ثروت ملی تعهدات تعریف‌شده‌ای ندارند (پرداخت بازنشستگی) و بنابر این با مشکل عدم مطابقت دارایی و بدهی که در مدل یل دیده می‌شود، مواجه نیستند. بنابراین پیروی صندوق‌های ثروت ملی از مدل نروژی، در مقایسه با

1. External Managers
2. Timber
3. Agency problem

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

مدل یل، منطقی به‌نظر می‌رسد. به‌عبارت دیگر، پیروی از مدل طراحی‌شده توسط یکی از همتاهای خود که با تعهدات تعریف‌شده مواجه نبوده و دارای افق سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌باشد، معقول‌تر به‌نظر می‌رسد.

مدل نروژی، علی‌رغم اینکه به‌عنوان زیربنای مدیریت شفاف‌ترین صندوق ثروت ملی جهان با بهترین حکمرانی شرکتی شناخته می‌شود، نه کامل است و نه برای همه مناسب می‌باشد. همه سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از اصول سرمایه‌گذاری که این صندوق از آن پیروی می‌نماید، تقلید نمایند. از جمله آنکه سایر صندوق‌ها دارای چارچوب سازمانی و نهادی مانند صندوق نروژ (با حمایت پارلمانی یا تیم سرمایه‌گذاری داخلی) نمی‌باشند. علاوه بر این مدیرانی که تعهدات کوتاه‌مدت دارند نمی‌توانند هیچ کدام از این اصول را به‌کار گیرند، مگر آنکه آنها را اصلاح نمایند. با این‌حال، این مدل در مقایسه با مدل یل مزایای بسیاری دارد و می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران نهادی برای بهبود و به‌روز رسانی استراتژی سرمایه‌گذاری‌هایشان استفاده شود.

٤. حکمرانی شرکتی

صندوق نروژ یک مرجع جهانی در مورد حکمرانی خوب است. علاوه بر آن‌که صندوق نروژ رتبه نخست صندوق‌های ثروت ملی از نظر میزان دارایی تحت مدیریت را دارد، مرجعی برای حکمرانی شرکتی، هم در رابطه با مدیریت خود (مدیریت سرمایه‌گذاری بانک نروژ) و هم در رابطه با سایر ذینفعان: پارلمان، بانک مرکزی، وزارت اقتصاد و جامعه نروژ نیز می‌باشد.

علاوه بر این، صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی نروژ از لحاظ شفافیت نیز به‌عنوان یک مرجع محسوب می‌شود. هیچ‌یک از ۱۰ صندوق ثروت ملی برتر از لحاظ میزان دارایی، سطح شفافیتی مشابه این صندوق ندارند و این با پیچیدگی و ابهام صندوق‌های ثروت در خاورمیانه و آسیای جنوب شرقی کاملاً در تضاد است. صندوق نروژ اطلاعات مربوط به ارزش دارایی‌هایش را بدون وقفه و در لحظه تولید منتشر می‌نماید؛ همچنین هر ساله محتوای پورتفوی خود را با جزئیات و نام همه شرکت‌ها و نهادهایی که در اوراق قرضه و سهامشان سرمایه‌گذاری نموده است، اعلام می‌نماید. این صندوق اخیراً جزئیات فعالیت‌های خود را در بخش املاک و مستغلات تهیه نموده است. در مورد سهام که در این مقاله بر آن متمرکز شده‌ایم، این صندوق در سهام ۸۲۱۳ شرکت در ۷۴ کشور سرمایه‌گذاری نموده و برای هر کدام حجم سرمایه‌گذاری، درصد مالکیت در سرمایه شرکت و درصد حق رأی خود را اعلام می‌نماید. صندوق نمی‌تواند بیش از ۱۰ درصد مالکیت سهام هر یک از شرکت‌های بورسی را در اختیار داشته باشد. در ۳۱ دسامبر سال ۲۰۱۳، بیشترین درصد مالکیت

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

صندوق بازنشستگی دولتی–جهانی در پنج شرکت شامل شرکت بسته‌بندی ایرلندی گروه کاپا اسمورفیت[1] (۹/۴۰ درصد)، شرکت املاک و توسعه املاک و مستغلات پورتلند بزرگ[2] (۸/۸۶ درصد)، دو شرکت فنلاندی فعال در زمینه کاغذ و صنعت چوب به نام‌های انسو استورا[3] (۸/۱۶ درصد) و یو پی ام- کمینه[4] (۷/۷۶ درصد) و شرکت مالی بزرگ آمریکایی بلک راک[5] (۷/۰۸)، بوده است.

این میزان شفافیت در مورد قوانین حاکم بر ورود و خروج سرمایه به صندوق نیز وجود دارد. نروژ یکی از بزرگترین صادرکنندگان نفت جهان (در مقام هفتم) و گاز طبیعی (در مقام سوم، پس از روسیه و کانادا) است. بنابراین وجود قوانین واضح در مورد ورود سرمایه به صندوق ضروری است. به‌ویژه، از سال ۲۰۰۱ طبق قانون مصارف صندوق[6] بیش از ۴ درصد از منابع آن نباید برای بودجه سالانه دولت صرف گردد.

علاوه بر شفافیت و حکمرانی خوب، صندوق نروژ از دیدگاه عدم دخالت ملاحظات سیاسی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت سرمایه‌گذاری بانک نروژ نیز به الگویی برای دیگر صندوق‌ها تبدیل شده است. هرچند که حتی صندوق نروژ هم در معرض دخالت‌های سیاسی می‌باشد.

در اکتبر سال ۲۰۰۸ در سانتیاگو شیلی، اعضا وقت گروه کاری بین‌المللی صندوق‌های ثروت ملی[7] بیانیه‌ای شامل اصول ۲۴ گانه در مورد شیوه‌های حکمرانی صندوق‌های ثروت ملی را امضا نمودند. این بیانیه غیر الزام‌آور که اصول سانتیاگو نامیده می‌شود، دارای هدف مشخص "برطرف نمودن ترس بسیاری از دولت‌ها از سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت ملی با اهداف سیاسی" می‌باشد. اگر نگاهی به ترکیب سهامداران کنونی فرودگاه هیترو بیندازیم که سه صندوق ثروت ملی در بین آنها دیده می‌شود یا شرکت هلدینگ قطر (صندوق قطر) که نقش پیشرو را در تأمین‌مالی ۶۶ میلیارد دلاری ادغام بسیار بزرگ گلنکور اکستراتا[8] در سال ۲۰۱۲ بر عهده داشت (که در تاریخ بخش منابع منابع طبیعی رتبه پنجم را دارد)، به‌نظر می‌رسد که تا این تاریخ نتایج رضایت‌بخش بوده است.

با این وجود، بیانیه مذکور امکان اتخاذ تصمیمات دلبخواهی در بسیاری از جنبه‌های مهم را باز گذاشته است. به‌ویژه اصل فرعی ۱۹-۱ تصریح می‌کند که: اگر تصمیمات سرمایه‌گذاری با

1. Smurfit Kappa Group
2. Great Portland Estates
3. Stora - Enso
4. UPM- Kymmene
5. BalckRock
6. Spending Rule
7. International Working Group of Sovereign Wealth Funds
8. Glencore Xstrata

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

ملاحظاتی غیرمالی و اقتصادی باشند، باید به‌طور مشخص در بیانیه سرمایه‌گذاری اعلام و به‌صورت عمومی افشا گردد. وقتی یک صندوق، به‌عنوان مثال صندوق مبادله[1] (یکی از صندوق‌های ثروت ملی ابوظبی)، تصمیم دارد به‌عنوان یک اهرم مالی برای تغییر بنیادهای تولیدی کشورش عمل نماید، مشخص نمی‌کند که چه فعالیتی به‌دنبال اهداف کاملاً اقتصادی یا مالی بوده و چه فعالیت‌هایی در راستای منافع سیاسی است که موجب تسهیل (یا در برخی موارد مانع) این تنوع‌بخشی می‌گردد.

منظور ما از بیان این موضوع آن نیست که ضرورتاً داشتن اهدافی غیر از مالی- اقتصادی اشتباه است. در برخی موارد صندوق‌ها می‌توانند به‌عنوان ابزاری در روابط بین‌المللی مورد استفاده قرار گیرند. به‌عنوان مثال می‌توان ایجاد ائتلاف با دولت‌های تأثیرگذار جهانی به‌منظور برقراری روابط تجاری، آموزشی و روابط سرمایه‌گذاری را نام برد.

بنابراین منطقی خواهد بود اگر صنعت مالی، نهادهای چندجانبه، کشورهای سرمایه‌پذیر و نهادهای تنظیمی برای به حداقل رساندن آثار اینگونه اهداف صندق‌های ثروت ملی تلاش نمایند. با این وجود جدا نمودن نهادهای عمومی که در نهایت توسط سیاستمداران اداره می‌گردند از مقاصد سیاسی کار بسیار سختی خواهد بود.

علاوه بر آن، در فضای جدید "سرمایه‌داری دولتی" که بسیاری از اقتصادهای در حال ظهور بر آن اساس حرکت خود را آغاز نموده‌اند و ارتباطات بین دولت و مدیران شرکت‌ها بسیار در هم‌تنیده شده است، به نحوی‌که سیاستمداران سابق مدیریت شرکت‌های دولتی را بر عهده دارند و مدیران سابق شرکت‌های دولتی هم در پی مدیریت مؤسسات سرمایه‌گذاری عمومی هستند، انجام چنین کاری دشوار خواهد بود.

در مورد نروژ با اینکه ریسک دخالت سیاسی بسیار اندک است، اما همچنان وجود دارد. فرایندها و چگونگی پاسخگویی مدیریت سرمایه‌گذاری بانک نروژ، در قبال وزارت اقتصاد و در نهایت پارلمان، این اطمینان را ایجاد می‌کند که ملاحظات سیاسی کوتاه‌مدت بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری تحمیل نمی‌شوند. علاوه برآن، در نروژ این واقعیت که صندوق در دارایی‌های داخلی (سهام، بدهی و املاک و مستغلات) سرمایه‌گذاری نمی‌کند، انگیزه دخالت در صنایع یا شرکت‌های خاص با مقاصد سیاسی را کاهش می‌دهد.

با این وجود، اراده صندوق نروژ برای تبدیل شدن به یک مرجع جهانی به‌عنوان یک سرمایه‌گذار مسئولیت‌پذیر[2]، آن را در معرض مداخلات یا اثرپذیری از موضوعات غیر اقتصادی-مالی

1. Mubadala
2. Responsible investor

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

قرار می‌دهد. در سال ۲۰۰۲، پارلمان کمیته‌ای از خبرگان تشکیل داد (کمیته گراور [1]) تا مکانیزمی برای اطمینان یافتن از سرمایه‌گذاری مسئولیت‌پذیر صندوق ایجاد نماید. پس از دو سال، مسیر فعالیت صندوق در حوزه قواعد و اخلاق رفتارحرفه‌ای تعریف شد و هیئت قواعد و اخلاق رفتارحرفه‌ای[2] ایجاد گردید. این هیئت متشکل از پنج نفر با تخصص‌های متفاوت (یک وکیل، یک مهندس علوم کشاورزی، یک زیست‌شناس و دو اقتصاددان از حوزه‌های متفاوت) است که مسئولیت بازبینی کلیه سرمایه‌گذاری‌های صندوق بازنشستگی دولتی–جهانی نروژ رابرعهده دارند تا هر نوع ناهماهنگی با اصول و قواعد و اخلاق رفتار حرفه‌ای را (در صورت وجود) کشف کنند. این توصیه‌ها به وزارت اقتصاد ارائه شده و این وزارتخانه بر اساس پیشنهادات رسیده در مورد خروج از سرمایه‌گذاری‌ها یا قراردادن آنها در لیست نظارت بیشتر، تصمیم‌گیری می‌نماید.

مقالات این کمیته منجر به خاتمه سرمایه‌گذاری در ۲۱ شرکت در بخش دخانیات شده است. علاوه بر آن، سرمایه‌گذاری‌هایی را که کمیته قواعد و اخلاق رفتار حرفه‌ای به‌عنوان ایجادکننده خسارات زیست‌محیطی جدی (مانند مورد ریو تینتو[3] در سال ۲۰۰۸)، یا نقض حقوق بشر به‌صورت سیستماتیک و جدی (معروف‌ترین مورد، پروژه والمارت بوده که در می ۲۰۰۶ صندوق از آن خارج گردید) یا تولید سلاح‌های هسته‌ای (بوئینگ و لاکهید مارتین)[4] می‌داند، توسط وزارت اقتصاد از گستره سرمایه‌گذاری صندوق حذف گردیده است.

در این حوزه است که ممکن است کمیته و در نهایت صندوق در معرض نفوذ سیاسی عمده یا غیر آن قرار گیرد یا گرفته باشد. در واقع، وقتی دولت جدید به قدرت رسید، تلاش نمود تا این کمیته مستقل را منحل کرده و آن را در بانک مرکزی (یعنی محلی که مدیریت سرمایه‌گذاری در آن قرار دارد) ادغام نماید. گرچه این اقدام به‌علت اینکه حمایت اکثریت پارلمان را به‌دست نیاورد، تصویب نگردید، اما انجام اصلاحات جدی پیشنهاد گردیده است. پیشنهادات کمیته که همچنان به‌صورت مستقل اداره خواهد شد، به‌طور مستقیم به بانک مرکزی ارائه خواهد شد و دیگر از مسیر وزارت اقتصاد انجام نمی‌شود. مهم‌ترین دلیل حمایت از این تغییر آن است که صندوق به‌عنوان ابزار سیاست خارجی نروژ در نظر گرفته نشود. اگر این تغییر به‌دلیل مذکور صورت گرفته باشد، به دشواری می‌توان از این گمان اجتناب نمود که احتمالاً صندوق در گذشته به‌عنوان ابزار سیاست خارجی مورد استفاده قرار نگرفته است.

1. The Graver Committee
2. The Board of Ethics
3. Rio Tinto
4. Boeing and Lockheed Martin

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

بر این اساس، نتیجه می‌گیریم تصمیمات سرمایه‌گذاری مسئولیت‌پذیر لزوماً برمبنای ملاحظات سختگیرانه اقتصادی و مالی نمی‌باشد. مورد صندوق نروژ نشان داد که در تصمیمات سرمایه‌گذاری، ریسک تحت‌تأثیر عوامل غیر اقتصادی قرار گرفتن واقعی است، خواه خروج از شرکت‌های خاص یا خروج کامل از یک بخش اقتصاد و یا به شکل تعیین دستورالعمل‌هایی در مورد سرمایه‌گذاری در بخش‌های مسئولیت‌پذیر باشد و همه این‌ها در صندوقی وجود دارد که با سیاست‌های بسیار روشن و شفاف داخلی اداره می‌شود. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که احتمال استفاده از ابزارهای مالی عمومی به‌عنوان ابزار کشور برای تعقیب اهداف دیگر، همچنان بسیار پررنگ است.

۵. استراتژی سرمایه‌گذاری: سرمایه‌گذار بلندمدت، تعصب اروپایی و مدیران سرمایه‌گذاری خارجی

صندوق بازنشستگی دولتی–جهانی نروژ به‌منظور ایجاد ابزاری برای دولت نروژ با هدف حمایت از سیاست‌های مالی کشور در زمان کاهش قیمت نفت یا انقباض اقتصاد داخلی (بدون نفت و گاز) ایجاد شده است.

وزارت اقتصاد از ابتدا به‌منظور حراست از وظایف و اختیارات صندوق و با هدف استفاده از مزیت چشم‌انداز بلندمدت آن برای کسب سود بالا و صیانت از ثروت کشور برای نسل‌های آینده، استراتژی سرمایه‌گذاری روشنی را تدوین نمود.

نگاه بلندمدت، مبنای استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق ثروت ملی نروژ است. مدیریت سرمایه‌گذاری بانک نروژ هیچ نوع تعهدات کوتاه‌مدت ندارد. صندوق، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت در بخش‌ها و شرکت‌های خاص را تعریف نموده و در دارایی‌هایی که انتظار می‌رود طی زمان بازده فراوانی ایجاد می‌نماید، سرمایه‌گذاری می‌کند. صندوق می‌تواند دوره‌های نوسانات شدید در بازارهای سرمایه را تحمل نماید. به‌این ترتیب می‌تواند از مزایای فرصت‌های ایجاد شده استفاده نماید در حالی‌که دیگر سرمایه‌گذاران خود را محدود به اتخاذ تصمیمات کوتاه‌مدت می‌بینند.

٦. حوزه جغرافیایی سرمایه‌گذاری‌های صندوق: اولویت دادن به اروپا

از دیگر عناصر اصلی استراتژی صندوق، تعیین شاخص برای سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاری‌های صندوق در سهام، اوراق قرضه و املاک و مستغلات به‌ترتیب بر اساس شاخص‌های گروه اف–تی–اس–ای[1]، بارکلیز کپیتال[2] و بانک اطلاعات سرمایه‌گذاری املاک و

1. FTSE Group
2. Barclays Capital

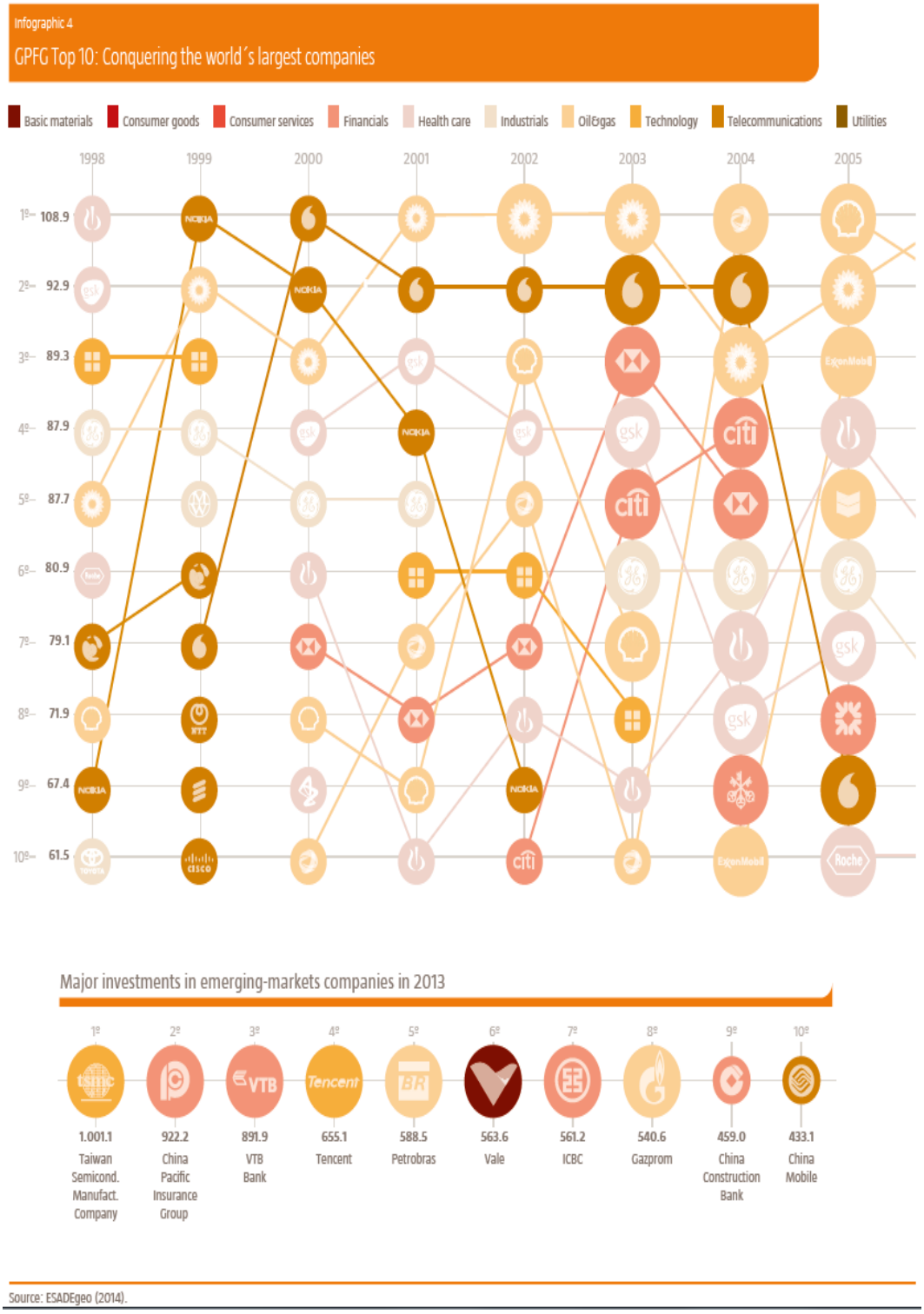
[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

مستغلات (IPD)[1]، ارزش‌گذاری می‌گردد. در حال حاضر، پورتفوی صندوق شامل ۶۰ درصد سهام، ۳۵ درصد اوراق قرضه با بازده ثابت و حداکثر ۵ درصد املاک و مستغلات است. تمام سرمایه‌گذاری‌های صندوق در خارج از نروژ انجام می‌شود.

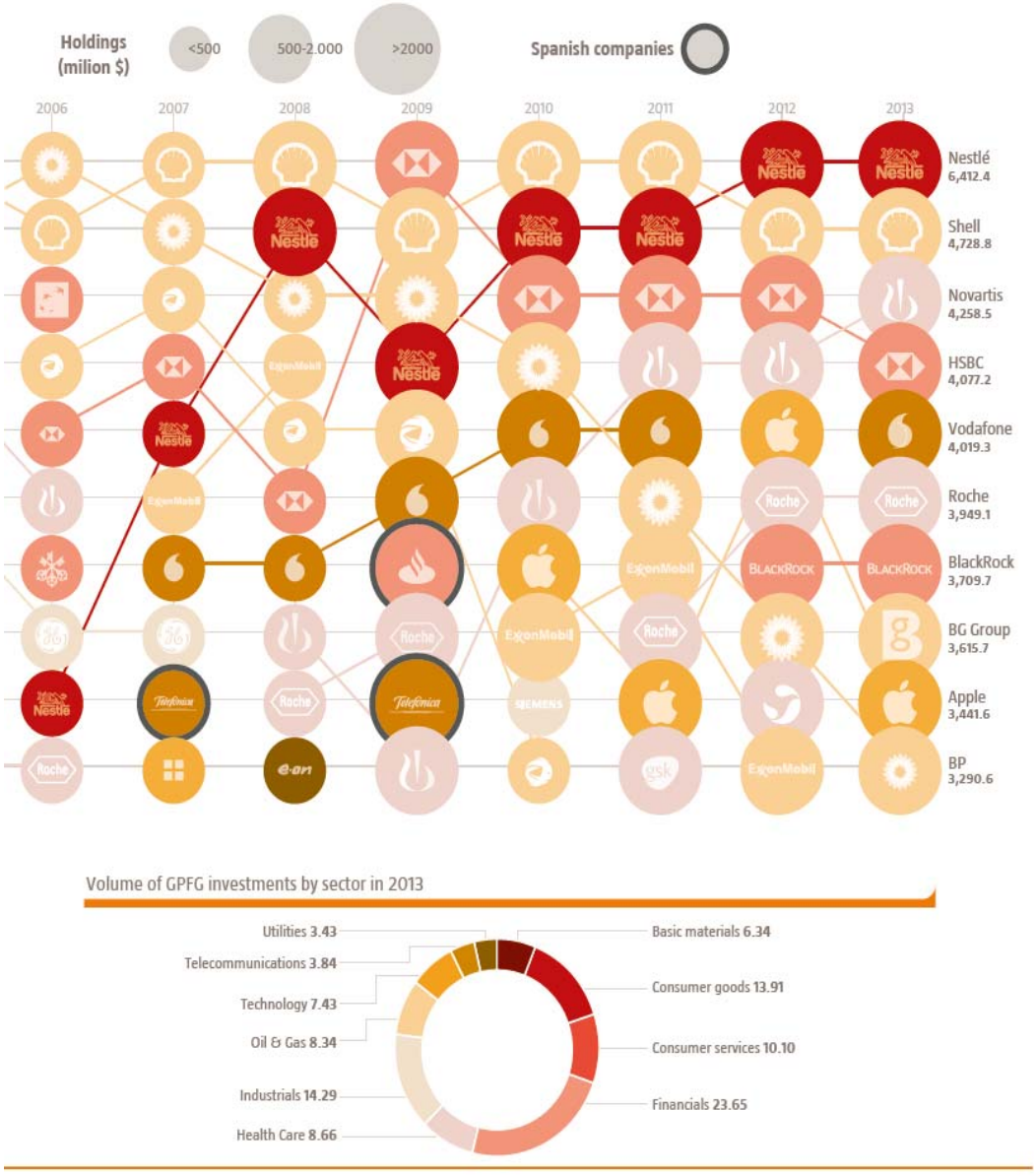
بر اساس آخرین مقاله سالیانه صندوق نروژ (۳۱ دسامبر ۲۰۱۳)، صندوق بازده نسبی پورتفوی خود را بر اساس شاخص FTSE Global All Cap Index که شامل ۷/۴۷۶ شرکت بزرگ، متوسط و کوچک (با حداقل سرمایه مشخص) از ۷۴ کشور می‌شود، اندازه‌گیری می‌نماید که شامل بازارهای آستانه مانند پاکستان، موراکو و فیلیپین (با مجموع ارزش پورتفوی کمتر از یک درصد) نیز می‌باشد؛ همچنین تحلیل پورتفوی صندوق در پایان سال ۲۰۱۳ اجازه می‌دهد تا به ارزیابی توزیع جغرافیایی سهام آن هم بپردازیم. صندوق دارای سهام ۸۲۱۳ شرکت متفاوت در ۷۴ کشور یا قلمرو است.

1. Investment Property Databank

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]



[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]



نمودار ۱. فهرست ۱۰ شرکت برتر در سرمایه‌گذاری‌های صندوق نروژ از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۳

در این مقاله، از بین این ۸۰۰۰ شرکت، از سال ۱۹۹۸ تا کنون، ۱۰ سرمایه‌گذاری نخست در هر سال انتخاب شده است. همانگونه که در اشکال صفحات ۱۲ و ۱۳ مشاهده می‌شود، روندهای بسیاری قابل مشاهده‌اند. نخست: برخی از شرکت‌های مخابراتی به آسانی از ۱۰ شرکت اول حذف شده‌اند. (مهم‌ترین مورد شرکت نوکیا است که در سال ۱۹۹۹ در صدر بوده است، اما شرکت‌های

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

بیریتیش تلکام[1]، ان‌تی‌تی[2] و اریکسون[3] نیز از این فهرست حذف شده‌اند)؛ دوم: شرکت نفتی بی پی[4] تنها شرکتی است که از زمان شروع فعالیت صندوق همچنان در جمع ۱۰ شرکت برتر بوده است (روندها نشان می‌دهد که به احتمال فراوان این شرکت در سال ۲۰۱۴ در این فهرست نخواهد بود.)؛ سوم: دو شرکت دارویی سوئیسی به خوبی اولویت صندوق نروژ را در سوئیس نشان می‌دهند و در حال حاضر شرکت کالای مصرفی نستله نیز به‌عنوان مقصد سرمایه‌گذاری برتر صندوق در نظر گرفته می‌شود؛ چهارم: با تحلیل بخش‌ها می‌توان به نتایج بسیاری دست یافت، اما مهم‌ترین موضوع تنوع سرمایه‌گذاری‌های جاری است. تنوع موجود در مقایسه با سال ۲۰۰۸ که ۴ عدد از ۵ هلدینگ بزرگ صندوق، شرکت‌های نفت و گاز بودند بسیار مشهود است.

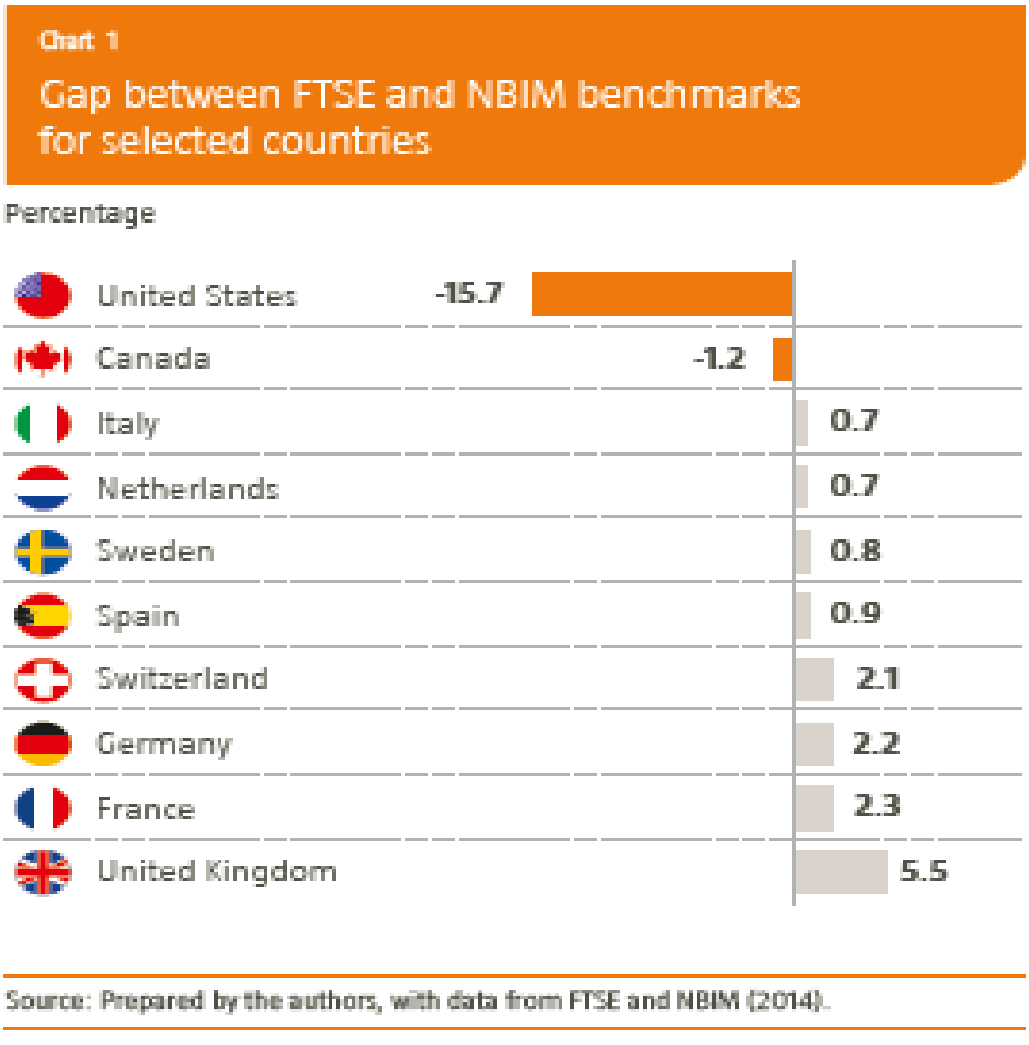
اگر توزیع جغرافیایی شاخص FTSE را با صندوق نروژ مقایسه کنیم، چندین تفاوت عمده خواهیم یافت. بیشتر این تفاوت‌ها به‌دلیل تصمیماتی است که بادقت و سنجیده اتخاذ می‌شود: طبق دستورالعمل‌های مربوطه، صندوق نروژ وزن جغرافیایی متفاوتی را در مقایسه با FTSE به‌کار می‌برد. دستورالعمل سرمایه‌گذاری صندوق نروژ توسط وزارت اقتصاد تهیه شده است و در مدیریت صندوق نروژ به‌کار می‌رود. طبق دستورالعمل، صندوق نروژ در مقایسه با شاخص FTSE ، ۲/۵ درصد بیشتر در سهام اروپایی سرمایه‌گذاری می‌کند. در مورد بازارهای توسعه‌یافته (۱/۵ درصد) و بازارهای نوظهور (۱/۵ درصد) نیز مقدار بیشتری سرمایه‌گذاری می‌کند. با این وجود وزن آمریکا وکانادا بدون تغییر باقی مانده است. به‌عبارت دیگر، مطابق شاخص FTSE ،۲۳ درصد پورتفوی باید به اروپا اختصاص یابد. اما در دستورالعمل صندوق نروژ ۴۰ درصد پورتفوی باید به اروپا اختصاص داشته باشد. وزن فعلی اروپا در پورتفوی صندوق نروژ ۴۰/۳ درصد است. بنابراین در مجموع، صندوق نروژ بیش از شاخص تعیین‌شده خود در اروپا سرمایه‌گذاری نموده است. در طرف دیگر طیف ایالات متحده آمریکا با وزن ۴۹ درصد در شاخص FTSE قرار دارد که در وزن‌دهی جدید صندوق نروژ ۳۴ درصد برای آمریکا تعیین شده است اما فقط ۲۹ درصد از سرمایه‌گذاری عملی صندوق نروژ را در برمی‌گیرد.

نمودارهای زیر میزان انحراف پورتفوی واقعی صندوق را با شاخص اف‌تی‌اس‌ای و شاخص تعیین‌شده توسط خود صندوق نشان می‌دهد. در ابتدا در نمودار (۲) شاخص‌های اف‌تی‌اس‌ای با صندوق نروژ مقایسه شده است که در آن تقریباً مقادیر اضافه تخصیص‌یافته به اروپا با مقادیر عدم تخصیص به

1. British Telecom
2. NTT
3. Ericson
4. BP

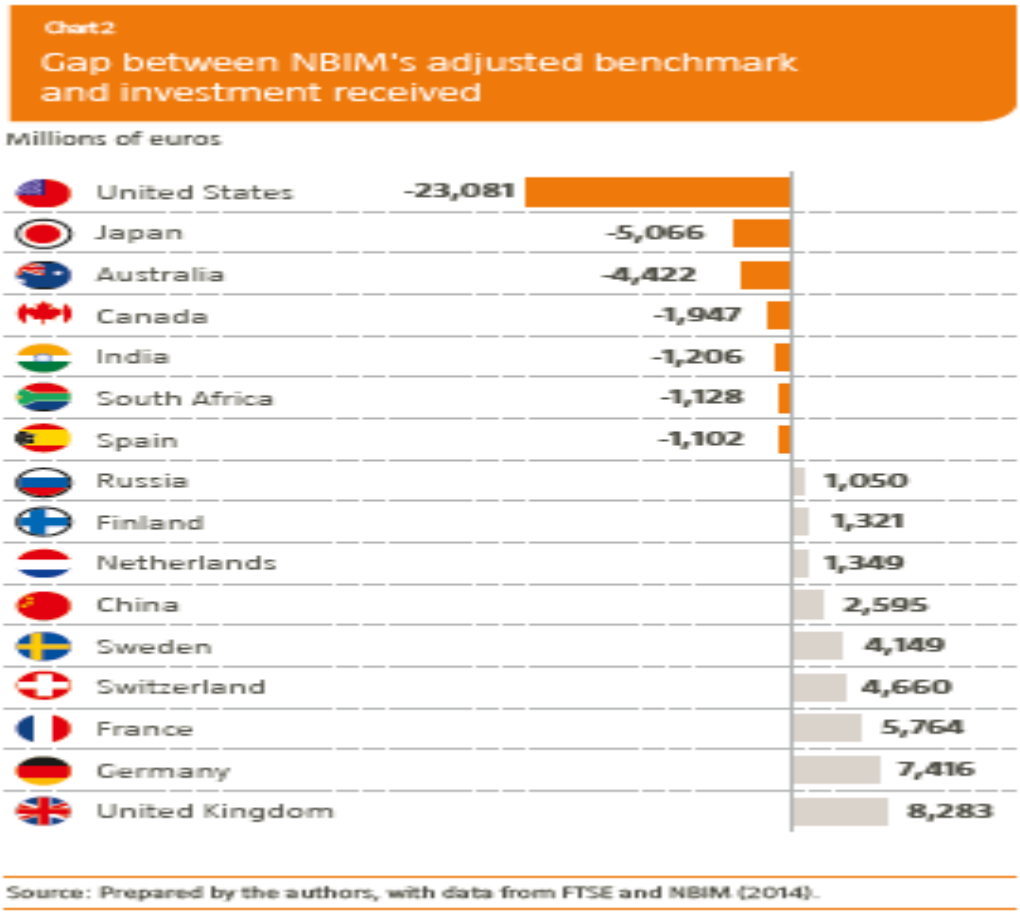
[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

ایالات متحده آمریکا کاملاً با هم برابرند. به‌ویژه بریتانیا با ۵/۵۲ درصد بیشتر از شاخص FTSE، برنده اصلی در شاخص مورد استفاده صندوق نروژ است. شاخص جدید از دیدگاه پولی، بر اساس ارزش کنونی بازار صندوق نروژ، ۲۸/۲ میلیارد دلار بیشتر در بریتانیا سرمایه‌گذاری نموده است. فرانسه، آلمان و سوئیس نیز از این لحاظ بی‌بهره نبوده‌اند. در سوی دیگر طیف، سهم آمریکا بیش از ۱۵ درصد کاهش یافته که از منظر پولی بیش از ۷۹/۵ میلیارد یورو می‌باشد. در نتیجه در زمینه شاخص می‌توان به‌وضوح جانبداری از اروپا را مشاهده نمود.



نمودار ۲. مقایسه شاخص‌های FTSE با صندوق نروژ

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]



نمودار ۳. مقایسه شاخص‌های تعدیل‌شده صندوق نروژ با عملکرد واقعی آن

همچنین می‌توان در نمودار (۳) وضعیت واقعی سرمایه‌گذاری‌های صندوق را در مقایسه با شاخص تعیین‌شده توسط خود صندوق مشاهده نمود. به‌عبارت دیگر می‌توان مشاهده نمود که کدام کشورها کمتر یا بیشتر از مقدار تعیین‌شده در شاخص تعیین‌شده توسط خود صندوق، دریافت نموده‌اند. در این زمینه، ایالات متحده اصلی‌ترین بازنده است. شکاف یا تفاوت بین شاخص و مبلغ واقعی سرمایه‌گذاری شده در این کشور ۲۳ میلیارد دلار است. از دیگر کشورهای تحت‌تأثیر این موضوع می‌توان از ژاپن و استرالیا به‌ترتیب با ۵ میلیارد دلار و ۴/۴ میلیارد دلار تفاوت، نام برد. همچنین باید از دو کشور اروپایی که سرمایه‌گذاری کمتری را نسبت به میزان پیش‌بینی‌شده در سال۲۰۱۳ دریافت نموده‌اند، نام برد. این کشورها، اسپانیا با فاصله منفی ۱/۱ میلیارد دلار و دانمارک با ۵۴۴ میلیون دلار می‌باشند. در سوی دیگر طیف، بریتانیا ۸/۳ میلیارد دلار، آلمان ۷/۴ میلیارد دلار، فرانسه ۵/۷ میلیارد دلار، سوئیس ۴/۷ میلیارد دلار و سوئد ۴/۱ میلیارد دلار، سرمایه‌گذاری مازاد نسبت به

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

شاخص دریافت نموده‌اند. نکته مهم دیگر در سرمایه‌گذاری بیش از میزان تعیین‌شده شاخص در دو کشور نوظهور چین و روسیه به‌ترتیب با ۲/۶ میلیارد دلار و ۱/۰۵ میلیارد دلار قابل توجه می‌باشد.

بر این اساس، این ترکیب بیانگر تعمد سرمایه‌گذاری در اروپا می‌باشد. این تعصب داخلی (منطقه‌ای) در دیگر سرمایه‌گذاران نهادی نیز دیده می‌شود. تنوع تعدیل‌شده، بر حسب وزن پورتفوی، به‌نفع بازارهایی است که از منظر فرهنگی و جغرافیایی نزدیک هستند و در عین‌حال به ضرر بازارهای دور به‌ویژه ایالات متحده آمریکا، است. علاوه بر این همانگونه که دیدیم، سرمایه‌گذاری‌های واقعی تأکید بیشتری بر این وزن‌ها دارند. به‌صورت کلی، کشورهایی که بیشترین فاصله مثبت از معیار دارند همان کشورهایی هستند که سرمایه‌گذاری بیشتری نسبت به شاخص تعدیل‌شده دریافت نموده‌اند.

علاوه بر این، واقعیت‌های جالبی را می‌توان از نقشه توزیع جغرافیای پورتفوی سهام صندوق نروژ دریافت. یکی از آنها وجود بهشت‌های مالیاتی در میان برخی از شرکت‌های پورتفوی صندوق است. بنابراین، نروژ در جزایر کیمن در دریای کارائیب، ۰/۲ درصد بیش از یونان یا کلمبیا سرمایه‌گذاری نموده است. برمودا با ۰/۰۶ درصد، سهم بیشتری نسبت به امارات متحده عربی یا نیوزیلند در پورتفوی نروژ دارد. دیگر بهشت‌های مالیاتی که کمتر از ۰/۰۵ درصد پورتفوی صندوق را در بر می‌گیرند، گویرنسی[1]، جیرسی[2] و جزایر ویرجین بریتانیا[3] می‌باشند. با توجه به تمایل صندوق برای تبدیل‌شدن به مرجعی برای سرمایه‌گذاری مسئولیت‌پذیر، معلوم نیست این تمایل چگونه با سرمایه‌گذاری صندوق در این بهشت‌های مالیاتی قابل جمع است. احتمال اینکه صندوق از سرمایه‌گذاری‌های موجود در این سرزمین‌ها صرف‌نظر نماید، مانند آنچه در مورد بخش‌های حساسی مانند دخانیات، سلاح‌های هسته‌ای و روغن پالم انجام داد، منطقی به‌نظر می‌رسد.

۷. مدیران سرمایه‌گذاری خارجی

صندوق نروژ برای مدیریت بخشی از سرمایه‌گذاری‌های خود در اوراق با بازده ثابت و سهام از مدیران سرمایه‌گذاری خارجی[4] استفاده نموده است. صندوق وظایف و اختیار بخشی از سرمایه‌گذاری دارایی خود را در زمینه‌های کاملاً مشخصی که توسعه مهارت‌های داخل سازمانی و تیمی در آن زمینه‌ها چندان مناسب نیست به نهادهای با تجربه و با سابقه خوب واگذار می‌نماید.

1. Guernsey
2. Jersey
3. British Virgin Islands
4. External Managers

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

صندوق با این کار درپی مدیرانی است که بهتر از بازار عمل کرده و از این طریق بازده متفاوتی برای صندوق کسب نمایند. این دستورالعمل‌ها معمولاً سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور و شرکت‌های کوچک در بازارهای توسعه‌یافته را شامل می‌شوند.

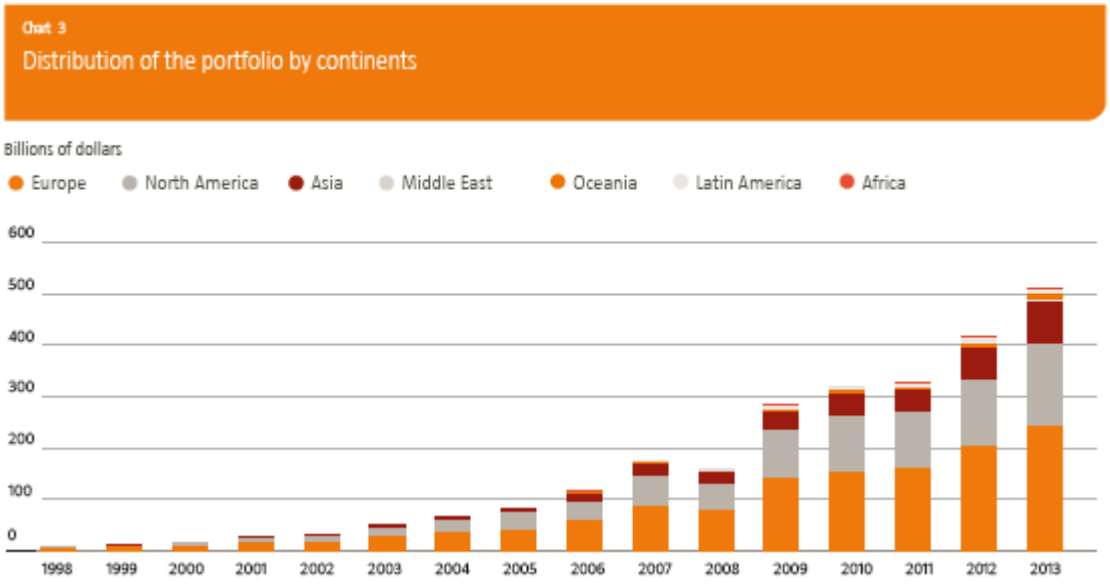
در پایان سال ۲۰۱۳، صندوق مدیریت ۳۱ میلیارد دلار از دارایی‌های خود (۳/۸ درصد از کل دارایی صندوق در مقایسه با ۲/۹ درصد در سال پیش از آن) را به مدیران سرمایه‌گذاری خارجی (بیرون از صندوق) سپرده بود. این مقدار ۳۰ درصد نسبت به ابتدای سال ۲۰۱۳ افزایش داشته است. تا به امروز، صندوق ۷۰ دستورالعمل سرمایه‌گذاری به ۵۹ مؤسسه اعطا نموده است. از این ۷۰ دستورالعمل، ۵۰ فقره جهت سرمایه‌گذاری در سهام بازارهای نوظهور و آستانه، ۱۳ فقره جهت سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های کوچک در بازارهای توسعه‌یافته و ۵ فقره جهت سرمایه‌گذاری‌های مرتبط به محیط‌زیست و ۲ فقره هم به سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه در بازارهای نوظهور مربوط می‌باشد.

۸. تحلیل پیشینه تاریخی: سرمایه‌گذاری سهام صندوق نروژ از ۲۰۱۳ تا ۱۹۹۸

همان‌طور که پیش‌تر ذکر گردید، صندوق نروژ در سال ۲۰۱۳ گرایش به اروپا را در سرمایه‌گذاری‌های خود نشان می‌دهد. این گرایش چیز جدیدی نیست، پیشینه تاریخی سرمایه‌گذاری نروژ نشان‌دهنده یک گرایش و تعصب همیشگی نسبت به شرکت‌های اروپایی بوده است. هم‌اکنون، صندوق نروژ مالک ۲/۵ درصد از سهام شرکت‌های بورسی اروپا می‌باشد.

نمودار (۳) تغییرات پورتفوی سهام صندوق نروژ را از ابتدای تأسیس تا انتهای سال گذشته نشان می‌دهد. این نمودار روند نسبتاً پایداری را در سرمایه‌گذاری‌های صندوق، با تمرکز بر اروپا و سپس آمریکا و آسیا و در سطح کمتری در استرالیا نشان می‌دهد. در سال ۲۰۰۱ آمریکای لاتین (برزیل و مکزیک) و در سال ۲۰۰۴ آفریقا (آفریقای‌جنوبی) و خاورمیانه (بیشترین سرمایه‌گذاری در اسرائیل و سپس امارات و قطر) نیز به مناطق سرمایه‌گذاری صندوق افزوده شده‌اند.

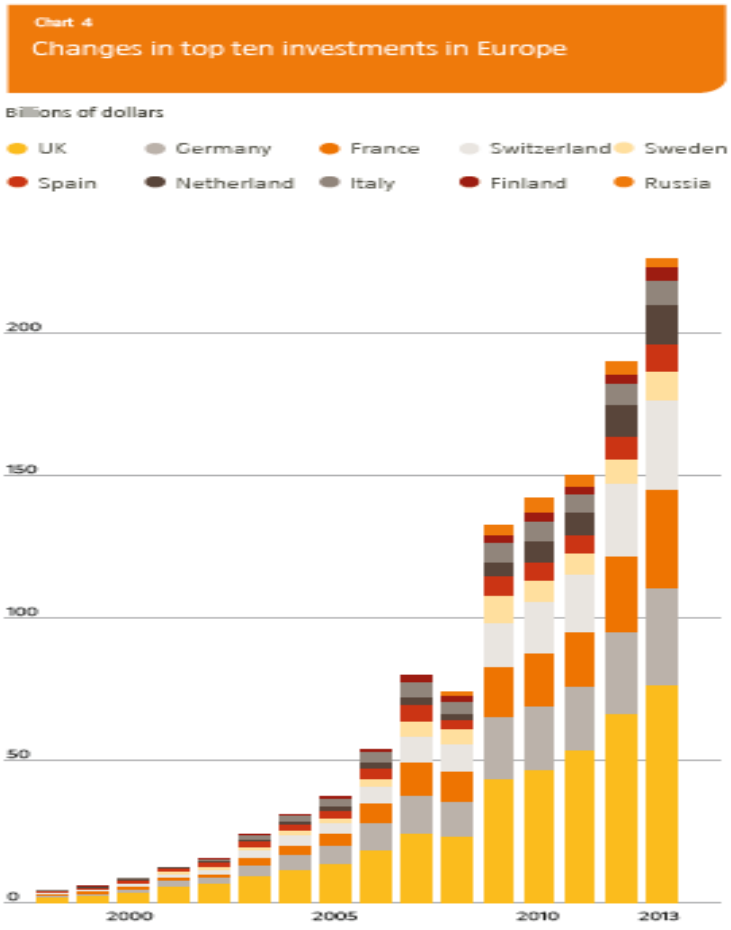
[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]



نمودار ٤. توزیع جغرافیایی سرمایه‌گذاری‌های صندوق نروژ بر حسب قاره

جزئیات تحلیلی بیشتر از تغییرات سرمایه‌گذاری‌ها در اروپا را می‌توان در نمودار (۴) مشاهده نمود. پورتفوی سرمایه‌گذاری اروپا، که همواره با برتری بریتانیا همراه بوده است، برخی نکات عجیب از جمله برتری تاریخی فرانسه بر آلمان را نشان می‌دهد؛ هرچند که در سال ۲۰۱۳ فرانسه به رتبه چهارم پس از سوئیس تنزل یافت. علاوه بر این، تعصب داخلی سوئد را در جایگاه هفتم در مجموع سرمایه‌گذاری‌های صورت‌گرفته در سهام قرار داده است. علی‌رغم آن‌که وزن ایتالیا در تولید ناخالص داخلی اقتصاد اروپا بسیار بیشتر از سوئیس، فنلاند و سوئد است، اما در پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق پس از کشورهای مذکور و به جایگاه هشتم نزول کرده است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]



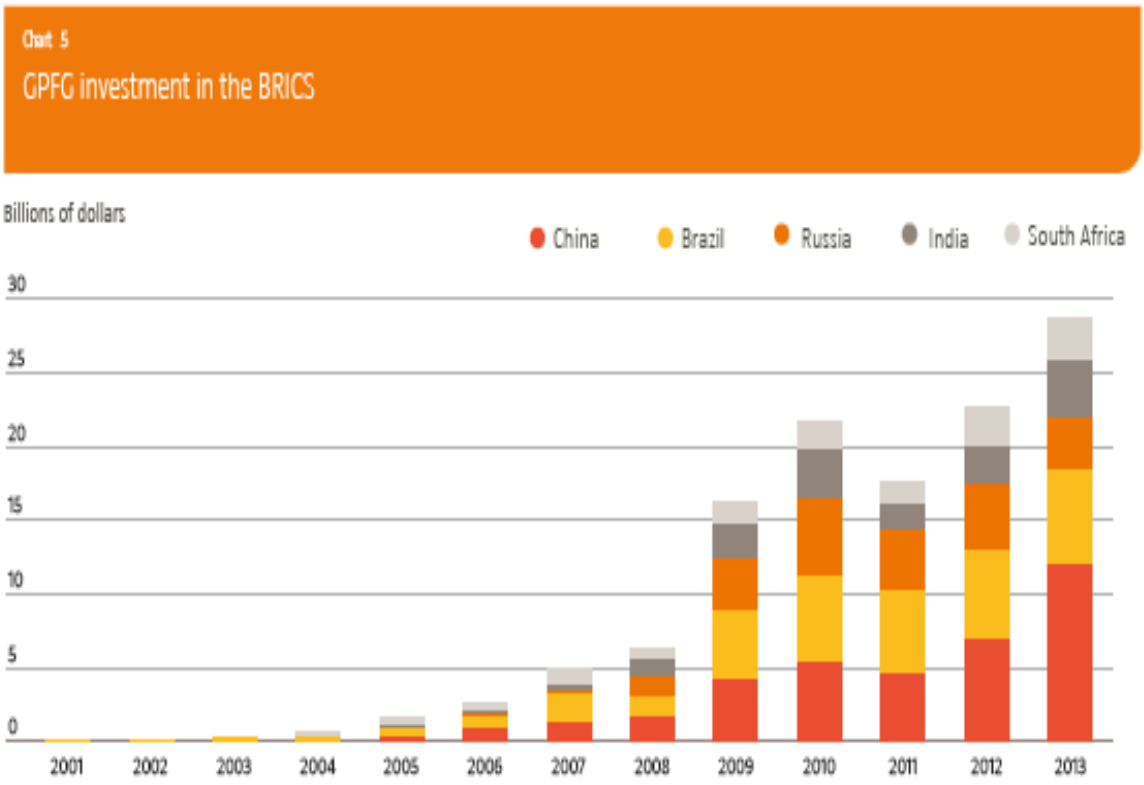
نمودار ۵. سرمایه‌گذاری عمده صندوق نروژ در کشورهای اروپایی

نمودار (۵) میزان سرمایه‌گذاری صندوق نروژ در کشورهای بریکس را بررسی می‌کند. دو کشور برزیل و آفریقای‌جنوبی در مناطق خود به‌عنوان مرجع هستند. این کشورها، نقش دروازه ورودی به قاره‌هایشان را برای صندوق نروژ ایفا نموده و بیشترین سرمایه‌گذاری‌های صندوق در منطقه را جذب نموده‌اند. به‌عنوان مثال شرکت نسپرز[۱] آفریقای‌جنوبی، بیش از شرکت‌های الکاتل‌لوسنت[۲] فرانسه، آویوا[۳] انگلستان یا کامرزبانک[۴] آلمان سرمایه صندوق را جذب نموده است. همچنین صندوق در گروه ام‌تی‌ان[۵] آفریقای‌جنوبی نیز بیشتر از شرکت وستاس[۶] دانمارک، ای‌دی‌پی

1. Naspers
2. Alcatel - Lucant
3. Aviva
4. Commerzbank
5. MTN Group
6. Vestas

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

ای‌دی‌پی پرتقال و فیات[1] ایتالیا سرمایه‌گذاری نموده است. در مورد برزیل نیز تعدادی از شرکت‌های این کشور از بسیاری از شرکت‌های اروپایی و آمریکای شمالی، سرمایه‌گذاری بیشتری از سوی صندوق داشته‌اند.



نمودار ٦. سرمایه‌گذاری‌های صندوق نروژ در کشورهای بریکس

1. Fiat

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

در مورد روسیه که در حوزه اروپا در نظر گرفته می‌شود، صنعت بانکداری (بانک وی تی بی و اسبر بانک[1]) و شرکت‌های کالایی (گزپروم[2] و لوکویل[3]) مقاصد اولیه سرمایه‌گذاری صندوق نروژ می‌باشند. بررسی اینکه واکنش به مشکلات موجود در اوکراین چه خواهد بود و تحریم‌های بعدی روسیه چه تأثیری بر پورتفوی صندوق نروژ در سال ۲۰۱۴ خواهد داشت، بسیار جالب است.

صندوق از سال ۲۰۰۵ به سرمایه‌گذاری در آسیا، هند و سرزمین اصلی چین مبادرت نمود، درحالی‌که چند سال پیش از آن وارد بازارهای کشورهای ژاپن، هنگ‌کنگ و کره‌جنوبی شده بود. البته رشد چین بسیار بیشتر از هند بوده است. صندوق نروژ ۴۵ مورد در سال ۲۰۰۵، تعداد ۱۱۶ مورد در سال ۲۰۰۷ و ۹۴۱ مورد در سال ۲۰۰۹ در شرکت‌های چینی سرمایه‌گذاری نموده است. صندوق در سال ۲۰۱۱ در تعداد یکسانی از شرکت‌های چینی و شرکت‌های ژاپنی سرمایه‌گذاری نموده بود. بیشترین سرمایه‌گذاری صندوق نروژ در چین در گروه بیمه پاسفیک چین[4]، بانک‌های دولتی مهم ای‌سی‌بی‌سی و سی‌سی‌بی و شرکت‌های مخابراتی موبایل چین[5] و یونیکام چین[6] انجام شده است. سرمایه‌گذاری‌ها در هند افزایشی نداشته است و سرمایه‌گذاری در ۲۰۰ شرکت متفاوت با مبلغی حدود ۲/۵ میلیارد دلار، عمدتاً در منابع طبیعی، به‌واسطه صنایع وابسته بوده است. صندوق نروژ نقش خود را در شرکت‌های اسپانیایی افزایش داده است.

از سال ۱۹۹۷ که وزارت اقتصاد نروژ استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق را مجدداً تعریف نمود و اجازه داد تا ۴۰ درصد از دارایی آن در سهام سرمایه‌گذاری شود، اسپانیا و شرکت‌های اسپانیایی از مهم‌ترین مقاصد سرمایه‌گذاری صندوق در اروپا بوده‌اند.

برخلاف دیگر همسایگان اروپایی، ورود صندوق نروژ به شرکت‌های اسپانیایی در سال ۱۹۹۸ با سرمایه‌گذاری اندکی بیش از ۲۰۰ میلیون دلار در ۳۴ شرکت، بسیار محتاطانه بود. در نخستین اقدام، صندوق در پی شرکت‌های چندملیتی اسپانیایی بود که ساختار خوبی داشته و حضور قوی در آمریکای لاتین داشته باشند. اساساً این سازمان‌ها، نهادهای مالی مانند بی‌بی‌وی‌ای[7] و بانک سانتادر[8] و شرکت‌های انرژی مانند اندسا[9] و گاز نچرال[10] بودند. در میان نخستین دسته از سرمایه‌گذاری‌های

1. Sberbank
2. Gazprom
3. Lukoil
4. China Pacific Insurance Group
5. China Mobile
6. China Unicom
7. BBVA
8. Banci Santader
9. Endesa
10. Gas Natural

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

صندوق نروژ در شرکت‌های اسپانیایی، شرکت تلفونیکا[1] با سرمایه‌گذاری اولیه‌ای در حدود ۳۸ میلیون دلار دلار و بی‌بی‌وی‌ای و اندسا هرکدام به‌ترتیب با سرمایه‌گذاری حدود ۲۲ میلیون دلار، قابل توجه می‌باشند.

در نخستین سال‌های قرن ۲۱، نقش صندوق نروژ در اسپانیا و شرکت‌های اسپانیایی به‌طور مدام افزایش یافت و به ۱/۱ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳ رسید. در آن سال، بیشترین سرمایه‌گذاری صندوق همچنان در شرکت تلفونیکا بوده و سرمایه‌گذاری‌های اصلی صندوق به‌سوی مؤسسات مالی و شرکت‌های انرژی هدایت می‌شدند. اگرچه در این سال، سرمایه‌گذاری صندوق در شرکت‌های بخش‌های دیگر مانند آلتادیس با سرمایه‌گذاری حدود ۱۰۶ میلیون دلار و شرکت‌های ساخت‌وساز مانند ای‌سی‌اس با سرمایه‌گذاری‌هایی در حدود ۵۰ میلیون دلار نیز آغاز شد.

با شروع بحران مالی، صندوق نروژ اعتماد خود به شرکت‌های اسپانیایی را حفظ نمود و در سال ۲۰۰۸ با سرمایه‌گذاری ۵/۶۳ میلیارد دلار در ۸۳ شرکت اسپانیایی، برای نخستین‌بار از حجم سرمایه‌گذاری در ایتالیا عبور کرد و اسپانیا را به پنجمین مقصد بزرگ سرمایه‌گذاری اروپایی خود تبدیل نمود. در سال ۲۰۰۹ سرمایه‌گذاری صندوق نروژ در سهام شرکت‌های اسپانیایی به ۹/۲ میلیارد دلار رسید که پس از اوج آن با ۹/۹۹ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸، از سال‌های آتی بیشتر بوده است. صندوق به‌طور قابل توجهی در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ سرمایه‌گذاری‌های خود در سهام اسپانیایی را کاهش داده و آن را به کمتر از ۷/۵ میلیارد دلار رسانید. همچنین در سال ۲۰۱۰، صندوق دستورالعمل سرمایه‌گذاری را به شرکت بستینور گسشن[2] تفویض نمود که بر اساس آن، صندوق نه‌تنها مدیریت بخش قابل توجهی از پورتفوی خود در اسپانیا را به این شرکت سپرد بلکه مسئولیت نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های خود در شرکت‌های بورسی اسپانیایی[3] با سرمایه متوسط را نیز به آن واگذار نمود.

در سال ۲۰۱۰ صندوق مجدداً به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های اسپانیایی تمایل پیدا نمود و سرمایه‌گذاری‌های خود را به ۸ میلیارد دلار رسانید که سرمایه‌گذاری بیش از ۱ میلیارد دلار در هرکدام از شرکت‌های بانکو استاندر، تلفونیکا و بی‌بی‌وی‌ای از آن جمله‌اند. همچنین سرمایه‌گذاری‌های قابل توجهی را در شرکت‌های متمرکز بر تحقیق–توسعه و نوآوری[4] مانند آمادیوس[5] به مبلغ بیش از ۱۷۳ میلیون دلار و گریفولس[6] به مبلغ ۱۴۰ میلیون دلار انجام داد. این

1. Telefonica
2. Bestinver Gestion
3. Listed Spanish mid- caps
4. R&D&I (Research, Development and Innovation)
5. Amadeus
6. Grifols

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

سرمایه‌گذاری‌ها نشانگر تمایل صندوق به سرمایه‌گذاری‌هایی فراتر از زمینه‌های معمول مالی، ساخت‌وساز و انرژی می‌باشد.

در سال ۲۰۱۳ صندوق نروژ سرمایه‌گذاری‌های خود در سهام اسپانیایی را با ۲۰/۱ درصد افزایش، از ۸/۳۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۲ به ۹/۹۹ میلیارد دلار رسانید. در مجموع در پایان سال ۲۰۱۳، صندوق نروژ در ۷۳ شرکت بورسی اسپانیا سرمایه‌گذاری داشته است. این تعداد در سال ۲۰۱۲، ۶۹ شرکت بوده است.

در میان ۳۵ شرکت برتر شاخص بورس اسپانیا مهم‌ترین سرمایه‌گذاری‌های صندوق نروژ در بانک استاندر (۱/۲۴۵ میلیارد یورو)، تلفونیکا (۹۵۲ میلیون) و بی‌بی‌وی‌ای (۸۴۰ میلیون یورو) بوده است. تنها موردی که صندوق سرمایه‌گذاری خود را نسبت به سال ۲۰۱۲ افزایش داده است، به شرکت بی‌بی‌وی‌ای با ۰/۸ درصد افزایش مربوط می‌شود. به‌دنبال این شرکت‌های چندملیتی، شرکت‌های دیگری نیز مانند ایندیتکس[1] (۶۵۱ میلیون یورو)، ایبردلورا[2] (۴۷۱ میلیون یورو) و رپسول[3] (۲۷۲ میلیون یورو) وجود دارند. صندوق، سرمایه‌گذاری خود در این ۳ شرکت را نسبت به سال ۲۰۱۲ افزایش داد.

با این‌حال صندوق خود را به شرکت‌های فهرست ۳۵ شرکت شاخص بورس اسپانیا محدود نکرد و در سایر شرکت‌ها هم سرمایه‌گذاری نمود. به‌عنوان مثال: صندوق نروژ با افزایش ۳۱۵۰ درصد سرمایه‌گذاری خود در گامسا[4] یکی از سهامی که تا این تاریخ بهترین عملکرد سال ۲۰۱۴ را داشته است، نقش برجسته‌ای در این شرکت ایفا نمود. هم‌اکنون صندوق نروژ با دارا بودن ۲/۵۸ درصد از سهام این شرکت، در صدر ۲۰ سهامدار بزرگ آن می‌باشد. سپس فروویال یا دی‌ای‌ای و تلفونیکا به‌ترتیب با دارا بودن ۱/۹۲ درصد و ۱/۷۳ درصد قرار دارند. همچنین صندوق در نهادهای مالی مانند بانکینتر[5] و سازا بانک[6] به‌ترتیب ۷۹ میلیون یورو و ۹۷ میلیون یورو سرمایه‌گذاری نموده و در شرکت شرکت میپفره[7] که حضور قوی در آمریکای لاتین دارد، سرمایه‌گذاری خود را نسبت به سال ۲۰۱۲، ۲۰۱۲، حدود ۱۰۲/۲ درصد افزایش داده است. علاوه بر این، صندوق در گروه آی‌ای‌جی که حاصل ادغام ایبریا[8] و خطوط هوایی بریتانیا[9] است، سرمایه‌گذاری ۱۰۰ میلیون دلاری نموده است.

1. Inditex
2. Iberdrola
3. Repsol
4. Gamesa
5. Bankinter
6. Caixabank
7. Mapfre
8. Iberia
9. British Airway

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]