

Feasibility of Establishing a Sovereign Wealth Fund with a Corporate Structure Using a Panel Logit Regression Model: With an Emphasis on Institutional Quality Indicators

Khadijeh Kaboli*, Mohammad Taqi Gilak Hakimabadi** and Zahra
(Mila) Elmi***

Research Article	Receive Date: 2025.04.13	Accept Date: 2025.11.19	Online Publication Date: 2025.11.22	Page: 5-40
------------------	-----------------------------	----------------------------	--	------------

The main objective of this study is to identify the factors affecting the probability of establishing a sovereign wealth fund with a corporate structure, such as macroeconomic factors, countries' political regimes, and the level of government effectiveness. To estimate the factors affecting the probability of creating these funds, data from 32 selected countries, including Iran, over the years 1999 to 2021 were used, together with an econometric method based on panel data with a binary dependent variable (panel logit). The research findings showed that the asset size of state-owned enterprises (as part of commercial public assets) is one of the most important factors in the probability of establishing these funds, such that, on average, a one percent increase in asset size raises the probability of establishing the fund by 16 percent. Overall, in countries with larger assets (at a level higher than the sample average), a higher level of development, lower investment capacity, and a larger budget deficit, the probability of establishing a sovereign wealth fund is greater. Also, with improvements in the indicators of government effectiveness, rule of law, and control of corruption, the probability of fund formation in countries increases. Given the results of this study and the unfavorable efficiency status of state-owned enterprises in Iran, the existence of a diverse set of assets, the role of productivity in achieving the economic growth targeted in the Seventh Development Plan Law, and the initiation of programs such as asset monetization, it is hoped that, through national convergence, special attention will be devoted to the effectiveness of establishing such a fund.

Keywords: *Commercial Public Assets, State-owned Enterprises, Sovereign Wealth Fund, Good Governance, Panel Logit Regression*

* PhD Graduate, Faculty of Economic and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Iran;
Email: sanakaboli2022@gmail.com

** Professor, Faculty of Economic and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Iran
(Corresponding Author); Email: mtgilak@umz.ac.ir

*** Professor, Faculty of Economic and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Iran;
Email: z.elmi@umz.ac.ir

Majlis and Rahbord, Volume 33, No. 127, Fall 2026

How to cite this article: Kaboli, K., M. T. Gilak Hakimabadi and Z. (M.) Elmi (2026). "Feasibility of Establishing a Sovereign Wealth Fund with a Corporate Structure Using a Panel Logit Regression Model: With an Emphasis on Institutional Quality Indicators", *Majlis and Rahbord*, 33(127), p. 5-40.

doi: 10.22034/mr.2025.17788.6029

امکان‌سنجی ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی با ساختار شرکتی با استفاده از مدل رگرسیون پانل لاجیت: با تأکید بر شاخص‌های کیفیت نهادی

خدیجه کابلی،* محمدتقی گیلک حکیم‌آبادی** و زهرا (میلا) علمی***

نوع مقاله: پژوهشی	تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۲۴	تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۸/۲۸	تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۹/۰۱	شماره صفحه: ۴۰-۵
-------------------	--------------------------	-------------------------	--------------------------	------------------

هدف اصلی این پژوهش، شناسایی عوامل مؤثر بر احتمال تأسیس صندوق ثروت حاکمیتی با ساختار شرکتی مانند عوامل کلان اقتصادی، رژیم سیاسی کشورها و میزان اثربخشی دولت‌ها است. برای برآورد عوامل اثرگذار بر احتمال ایجاد این صندوق‌ها، از داده‌های ۳۲ کشور منتخب از جمله ایران طی سال‌های ۱۹۹۹ الی ۲۰۲۱ و از روش اقتصادسنجی با رهیافت داده‌های تابلویی با متغیر وابسته دوتایی (پانل لاجیت) استفاده شده است. یافته‌های تحقیق نشان داد میزان دارایی‌های شرکت‌های دولتی (به‌عنوان بخشی از دارایی‌های عمومی تجاری) یکی از مهم‌ترین عوامل در احتمال ایجاد این صندوق‌ها است، به‌نحوی که به‌طور متوسط یک درصد افزایش در میزان دارایی‌ها، احتمال ایجاد صندوق را ۱۶ درصد افزایش می‌دهد. در مجموع، در کشورهایی با دارایی‌های بیشتر (به میزانی بیشتر از میانگین نمونه)، سطح توسعه‌یافتگی بالاتر، توان سرمایه‌گذاری کمتر و کسری بودجه بیشتر، احتمال ایجاد صندوق ثروت زیاده‌تر است. همچنین با بهبود شاخص‌های اثربخشی دولت، حاکمیت قانون و کنترل فساد، احتمال شکل‌گیری صندوق در کشورها افزایش می‌یابد.

با توجه به نتایج این مطالعه و وضعیت نامناسب کارایی شرکت‌های دولتی در ایران، وجود مجموعه متنوعی از دارایی‌ها، نقش بهره‌وری در تحقق رشد اقتصادی هدف‌گذاری شده در قانون برنامه هفتم توسعه و نیز شروع برنامه‌هایی نظیر مولدسازی دارایی‌ها، امید است با همگرایی ملی، به اثربخشی ایجاد چنین صندوقی اهتمام ویژه‌ای شود.

کلیدواژه‌ها: دارایی‌های عمومی تجاری؛ شرکت‌های دولتی؛ صندوق ثروت حاکمیتی؛ حکمرانی خوب؛ رگرسیون پانل لاجیت

* دانش‌آموخته دکتری دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، ایران؛ Email: sanakaboli2022@gmail.com

** استاد دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، ایران (نویسنده مسئول)؛ Email: mtgilak@umz.ac.ir

*** استاد دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، ایران؛ Email: z.elmi@umz.ac.ir

فصلنامه مجلس و راهبرد، سال سی و سوم، شماره یکصد و بیست و هفتم، پاییز ۱۴۰۵

روش استناد به این مقاله: کابلی، خدیجه، محمدتقی گیلک حکیم‌آبادی و زهرا (میلا) علمی (۱۴۰۵). «امکان‌سنجی ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی با ساختار شرکتی با استفاده از مدل رگرسیون پانل لاجیت: با تأکید بر شاخص‌های کیفیت نهادی»، فصلنامه مجلس و راهبرد، (۱۳۷)، ۳۳، ص ۴۰-۵.

doi:10.22034/mr.2025.17788.6029

مقدمه^۱

مالک اصلی ثروت‌های عمومی، مردم هستند و مدیر آن «دولت» نامیده می‌شود. برخی از این دارایی‌ها عبارتند از:

۱. دارایی‌های مالی خالص از قبیل هلدینگ‌های بانکی یا صندوق بازنشستگی،
۲. دارایی‌های عمومی تجاری از قبیل بنگاه‌ها (شرکت‌ها)، املاک و مستغلات تجاری،

۳. دارایی‌های عمومی غیرتجاری از قبیل جاده‌ها (Detter and Folster, 2016).
برخی دولت‌های جهان، دارایی‌های عمومی تجاری زیادی دارند از شرکت‌های دولتی گرفته تا زمین و مستغلات که اغلب به شیوه نامطلوبی مدیریت می‌شود. شرکت‌های دولتی^۲ به‌عنوان یکی از این دارایی‌ها، نقش مهمی در بسیاری از کشورها به‌ویژه کشورهای در حال توسعه ایفا می‌کنند (Lin et al., 2020). شرکت‌های دولتی در ۱۵ درصد از تولید ناخالص داخلی اقتصادهای آسیایی مشارکت دارند (Nguyen and Nguyen, 2020)؛ اما پایین بودن بهره‌وری این شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌های خصوصی، یکی از دغدغه‌های نظام حکمرانی کشورها بوده است. بررسی روش‌های مدیریت کارای ثروت‌های عمومی تجاری، بیانگر آن است که پس از وقوع تکانه‌های اقتصاد کلان دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، دولت‌ها هزاران بنگاه را خصوصی‌سازی کردند. دستاوردهای حاصل از این واگذاری‌ها در جهان و نیز ایران، به‌رغم برخی نتایج موفقیت‌آمیز، در مجموع رضایت‌بخش نبوده است. مستقل از روند خصوصی‌سازی، تعدادی از شرکت‌ها به دلایل مختلف در مالکیت یا کنترل دولت باقی مانده‌اند که باید رویکردی برای اصلاح و ارتقای کارایی شرکت‌های دولتی و تحت کنترل دولت و حاکمیت، تدبیر کرد.

مطابق مطالعات، راهکار پیشنهادی در این خصوص آزاد کردن سیاستمداران از مسئولیت مدیریت ثروت عمومی و دور کردن دولت‌ها از مدیریت بنگاه‌ها و تغییر

۱. این مقاله مستخرج از رساله دکتری در دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه مازندران با عنوان «امکان‌سنجی تأسیس صندوق ثروت حاکمیتی/عمومی با رویکرد مدیریت کارای شرکت‌های دولتی: با تأکید بر کشور ایران» است.

2. State Owned Enterprises

مأموریت و حوزه تمرکز آنها است. این امر مستلزم ایجاد نهادی متمرکز و مستقل، حصارکشی شده، مصون از نفوذ سیاسی و حکمرانی تجاری شفاف تحت عنوان «صندوق ثروت حاکمیتی»^۱ است (Detter and Folster, 2016).

صندوق‌های ثروت حاکمیتی در سال‌های اخیر نقش مهمی در تحقق اهداف اقتصادی و اجتماعی کشورها داشته‌اند. برخی از کشورها برای استفاده مؤثرتر از دارایی‌هایشان به استراتژی ایجاد صندوق ثروت مراجعه می‌کنند. اما بحث عمده در ادبیات صندوق ثروت حاکمیتی این است که چه عواملی انگیزه ایجاد صندوق‌ها می‌شود.

در پاسخ به سؤال اخیر، این تحقیق درصدد شناسایی و بررسی عوامل مؤثر بر احتمال ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی با رویکرد مدیریت شرکت‌های دولتی (صندوق ثروت با ساختار شرکتی) است. برای دستیابی به این هدف، این مطالعه از چندین بخش شکل یافته که پس از مقدمه، ادبیات موضوع و مبانی نظری بیان می‌شود. سپس به روش تحقیق می‌پردازد و در ادامه با یافته‌های حاصل از برآورد الگو با استفاده از داده‌های ۳۲ کشور^۲ در بازه ۱۹۹۹ تا ۲۰۲۱^۳ با روش داده‌های لاجیت یا پروبیت^۴ تابلویی، پیشنهادهایی ارائه می‌شود که می‌تواند برای سیاستگذاری در مدیریت کارآمد شرکت‌های دولتی کشور اثرگذار باشد.

1. Sovereign Wealth Fund (SWF)

۲. کنیا، استرالیا، بحرین، کانادا، شیلی، فنلاند، فرانسه، آلمان، یونان، مجارستان، هند، ایران، قزاقستان، کره، ایسلند، نیوزلند، هلند، فیلیپین، پرتغال، نروژ، تایلند، پرو، روسیه، مالتا، اسپانیا، اندونزی، اسلوونی، ترکیه، امارات، ویتنام، عربستان و سوئد.

۳. دوره زمانی نمونه این مطالعه، سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۲۱ است و جامعه آماری این پژوهش نیز با توجه به داده‌های در دسترس و با رویکرد حداکثر داده‌های موجود برای کشورها، زمان و متغیرها، تعیین شده است. به گونه‌ای که در ابتدا، تمامی کشورها (اعم از اینکه دارای صندوق ثروت با ساختار شرکتی باشند یا خیر و اینکه دارای شرکت‌های دولتی قابل توجهی باشند یا خیر) را دربرمی‌گرفت که پس از بررسی‌ها و با توجه به محدودیت‌های پیش رو (در دسترس بودن اطلاعات کشورها)، کشورهایی را شامل می‌شد که در مؤسسه بین‌المللی صندوق ثروت حاکمیتی دارای صندوق ثروت (فارغ از نوع صندوق) هستند و نیز آمار و اطلاعات مربوط به دارایی‌های شرکت‌های دولتی آنها در پایگاه داده اوربیس، وجود داشته باشد.

4. Logit /Probit Model

۱. ادبیات موضوع و مبانی نظری

شرکت‌های دولتی عضو جدایی‌ناپذیر بخش عمومی هستند که به دلیل تأثیرگذاری آنها بر اقتصاد، شناخت ماهیت آنها مهم است. همچنین آنها که جزئی لاینفک از نظام حکمرانی اقتصادی است در بستر تاریخی و بنا بر بعضی صلاحیدهای مدیریتی به شکل شرکت درآمدده است (نصیری اقدم و همکاران، ۱۴۰۳).

شرکت‌های دولتی در بخش‌هایی از جمله زیرساخت‌ها، منابع طبیعی، انرژی، حمل‌ونقل و خدمات مالی فعالیت می‌کنند. این شرکت‌ها، فراتر از فعالیت‌های تجاری، اهداف عمومی را دنبال می‌کنند مانند کاهش نابرابری‌ها، ارائه خدمات بهداشتی، تولید و ارائه کالاها و خدمات عمومی که تولید آنها را نیروهای بازار نتوانند و همچنین توسعه بازارهایی که ممکن است در آنها شکست‌هایی وجود داشته باشد (OECD, 2024).

در متون مختلف به دلایل شکل‌گیری شرکت‌های دولتی اشاره شده است، اما تونینلی^۱ به شرح جامع‌تر بیان کرده است:

– **دلایل سیاسی و ایدئولوژیک:** مداخله دولت می‌تواند تأثیر مهمی در توزیع مجدد قدرت در جامعه داشته باشد و با انتقال بخشی از قدرت بخش خصوصی به طبقه کارگر تعادل ایجاد شود.

– **دلایل اجتماعی:** انگیزه‌هایی مانند دستیابی به اشتغال کامل، ایجاد شرایط بهتر برای نیروی کار در این دسته جای می‌گیرد. در این باره جمله مشهور صدراعظم اتریش (کریسکی)^۲، را استیفل^۳ (۲۰۰۰) نقل می‌کند که در همان برهه اظهار داشته «کسری بودجه چند میلیارد دلاری را به بیکاری چند هزار نفری ترجیح می‌دهم».

– **دلایل اقتصادی:** از اصلی‌ترین انگیزه‌های ایجاد شرکت‌های دولتی دلایل اقتصادی است، مشهورترین آنها تلاش برای جبران شکست بازار و انحصارات طبیعی

1. Toninelli

2. Kreisky

3. Stiefel

است. از دیگر انگیزه‌ها، کمک دولت برای نجات بنگاه‌هایی است که به دلیل بحران‌های مالی به ادامه فعالیت قادر نیستند.

در قوانین هر کشوری برای شرکت‌های دولتی تعاریف گوناگونی ارائه شده است. در ایران براساس ماده (۴) قانون مدیریت کشوری، شرکت دولتی، بنگاه اقتصادی است که به موجب قانون برای انجام قسمتی از تصدی دولت، به موجب سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی، ایجاد و بیش از ۵۰ درصد سرمایه آن به دولت تعلق دارد. هر شرکت تجاری که از طریق سرمایه‌گذاری وزارتخانه‌ها، مؤسسه‌های دولتی و شرکت‌های دولتی منفرداً یا مشترکاً ایجاد شده، مادام که بیش از ۵۰ درصد سهام آنها منفرداً یا مشترکاً به واحدهای سازمانی فوق‌الذکر متعلق باشد، شرکت دولتی است.

۱-۱. شرکت‌های دولتی در جهان

حدود ۸۳ درصد سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیرساختی کشورهای توسعه‌یافته و اقتصادهای نوظهور در سال ۲۰۱۷ را بخش عمومی انجام داده است که از این ۸۳ درصد، ۶۶ درصد به شرکت‌های دولتی (جمعاً ۵۵ درصد) و ۳۴ درصد به دولت (جمعاً ۲۸ درصد) مربوط بوده است (سازمان ملی بهره‌وری ایران، ۱۴۰۳).

در سال ۲۰۲۳، از ۵۰۰ شرکت بزرگ جهان ۱۲۶ شرکت، دولتی بودند که ۲۱ میلیون نفر در این شرکت‌ها مشغول هستند. این شرکت‌ها، ۵۳٫۵ تریلیون دلار دارایی دارند، سالیانه بیش از ۱۲ تریلیون دلار درآمد و ۷۳۰ میلیارد دلار سود ایجاد می‌کنند (جدول ۱). ۶۳ شرکت از ۱۲۶ شرکت فوق، در حوزه‌های انرژی، معدن و پالایش و تولید نفت، مهندسی و ساخت‌وساز، و فلزات فعالیت می‌کنند. آنها ۵۹ درصد از کل درآمد ۱۲۶ شرکت فوق را تشکیل می‌دهند، بیش از ۹ میلیون نفر در این شرکت‌ها مشغول هستند (جدول ۲).

امکان‌سنجی ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی با ساختار شرکتی با استفاده از مدل رگرسیون پانل — ۱۱

جدول ۱. وضعیت شرکت‌های دولتی در فهرست Fortune Global 500

شرح	تعداد کل شرکت‌های فهرست Fortune Global 500	تعداد شرکت‌های دولتی	سهم شرکت‌های دولتی از شرکت‌های Fortune Global 500 (درصد)
تعداد شرکت‌ها	۵۰۰	۱۲۶	۲۵
دارایی (میلیارد دلار)	۱۵۱,۹۸۶	۵۳,۵۴۵	۳۵
درآمد (میلیارد دلار)	۴۰,۹۵۷	۱۲,۳۰۳	۳۰
سود (میلیارد دلار)	۲,۸۹۸	۷۳۰	۲۵
اشتغال (تعداد)	۷۰,۱۱۹,۴۰۵	۲۱,۲۰۲,۸۵۴	۳۰

Source: Fortune Global 500, 2024.

جدول ۲. صنایعی که شرکت‌های دولتی فهرست Fortune Global 500 در آن فعالیت می‌کنند

صنعت	تعداد شرکت‌ها	درآمد (میلیارد دلار)	سود (میلیارد دلار)	دارایی (میلیارد دلار)	نیروی کار (تعداد)
پالایش نفت	۱۱	۱,۸۴۶	۱۱۳	۱,۸۸۴	۱,۸۸۱,۳۱۶
معدن، تولید نفت خام	۱۳	۱,۵۷۱	۲۰۴	۲,۰۸۷	۲,۰۸۱,۹۴۱
آب و برق	۹	۱,۱۷۷	-۲۵	۲,۰۳۰	۱,۵۵۶,۰۹۷
مهندسی و ساخت‌وساز	۱۰	۱,۰۷۶	۱۲	۱,۸۸۸	۱,۷۲۸,۴۳۳
خدمات مالی و بازرگانی	۸	۹۶۹	۱۹۲	۲۱,۸۴۱	۲,۱۸۳,۱۴۰
انرژی	۹	۸۷۱	۲۴	۱,۴۱۸	۱,۰۵۹,۳۳۲
فلزات	۱۱	۷۴۷	۹	۷۴۷	۱,۰۴۵,۵۹۱
سایر	۵۵	۴,۰۴۵	۲۰۰	۲۱,۶۵۰	۹,۶۶۸,۰۰۴
مجموع	۱۲۶	۱۲,۳۰۳	۷۳۰	۵۳,۵۴۵	۲۱,۲۰۲,۸۵۴

Source: Ibid.

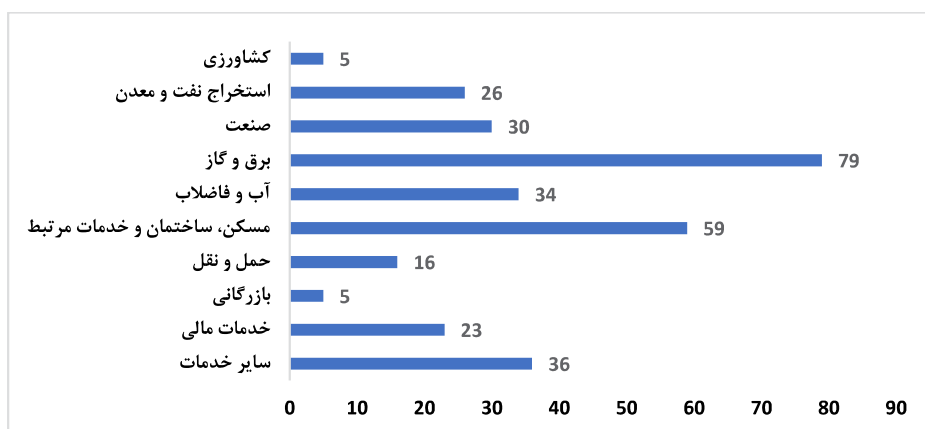
۲-۱. شرکت‌های دولتی در ایران

شرکت‌های دولتی در ایران به‌مثابه بازوی نظام اجرایی، نقشی مؤثر در فعالیت‌های اقتصادی دارند. این شرکت‌ها به‌طور مستقیم سهمی حدود ۹ درصد از تولید ناخالص داخلی را به خود اختصاص داده‌اند و سهم آنها از اشتغال کشور ۱ درصد برآورد می‌شود.

تعداد شرکت‌های دولتی ۳۴۳ شرکت است که از این تعداد، ۱۵۰ شرکت زیان‌ده و ۱۹۳ شرکت نیز سربه‌سر و سودده بوده‌اند (مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۴۰۳).

حدود ۸۳ درصد ارزش افزوده شرکت‌های دولتی به بخش استخراج نفت، گاز و سایر معادن تعلق دارد، پس از آن بخش‌های برق و گاز و خدمات مالی قرار دارد. از نظر تعداد کارکنان، چهار بخش خدمات مالی، برق و گاز، معادن و حمل‌ونقل سهم نزدیک به ۹۰ درصدی کل اشتغال شرکت‌های دولتی را تشکیل می‌دهند. همچنین بخش برق و گاز، حمل‌ونقل و آب و فاضلاب با تملک بخش چشمگیری از زیرساخت‌های انرژی، حمل‌ونقل و آب کشور به‌ترتیب سهم ۴۷، ۲۰ و ۱۲ درصدی در موجودی سرمایه کل شرکت‌های دولتی دارند (سازمان ملی بهره‌وری ایران، ۱۴۰۳). بیشترین تمرکز فعالیت شرکت‌های دولتی از نظر تعداد شرکت دولتی فعال، به‌ترتیب در فعالیت‌های برق و گاز، فعالیت‌های مرتبط با ساختمان، مسکن و خدمات مرتبط و پس از آن آب و فاضلاب و سایر خدمات (شامل خدمات ارتباطات و فناوری اطلاعات، خدمات عمومی، خدمات پژوهشی و آموزشی) مربوط است (نمودار ۱).

نمودار ۱. فراوانی شرکت‌های دولتی به تفکیک حوزه فعالیت



مأخذ: سازمان ملی بهره‌وری ایران، ۱۴۰۳.

۳-۱. مسائل شرکت‌های دولتی

- یکی از موضوع‌ها، مسئله مالکیت و مدیریت است. تبیین مرسوم در ادبیات ناکارایی مالکیت دولتی، دیدگاه نمایندگی،^۱ این است که مدیران شرکت‌های دولتی فاقد انگیزه‌های قوی بوده و با مشکل نمایندگی مواجه هستند (Lin et al., 2020). هم‌راستا نبودن انگیزه مدیران شرکت‌های دولتی با انگیزه‌ها و نیازهای ذی‌نفعان این شرکت‌ها که عموم شهروندان هستند؛ مانعی برای تلاش این شرکت‌ها جهت ارتقای بهره‌وری است (سازمان ملی بهره‌وری ایران، ۱۴۰۳).

- دولت‌ها اغلب برای تعقیب اهداف سیاسی، از شرکت‌های دولتی حمایت می‌کنند (مانند حمایت‌های بودجه‌ای و دسترسی به تأمین منابع مالی ارزان). برآوردهای کارکنان صندوق بین‌المللی پول براساس نمونه‌ای از شرکت‌های دولتی در ۶۵ کشور نشان داد، این شرکت‌ها به‌طور متوسط از هزینه‌های تأمین مالی بدهی پایین‌تری نسبت به شرکت‌های خصوصی بهره‌مند می‌شوند (IMF, 2020).

- شرکت‌های دولتی به‌دلیل مسئله «محدودیت ملایم بودجه»^۲ که ناشی از مالکیت دولت است، به بهبود شرایط خود نیازی نمی‌بینند؛ چراکه دولت در صورت بروز مشکل مالی، شرکت‌های دولتی را نجات خواهد داد (Ibid., 2020). امتیاز شرکت‌های دولتی در بهره‌برداری از منابع طبیعی، اعتبارات بانکی و سایر اعتبارات دولتی از عوامل بروز محدودیت‌های آسان بودجه‌ای در شرکت‌های دولتی است (چشمی و کشاورز، ۱۴۰۰).

- مقایسه عملکرد شرکت‌های دولتی و خصوصی^۳ بیانگر آن است که سود و بهره‌وری در شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های خصوصی کمتر است (IMF, 2020).

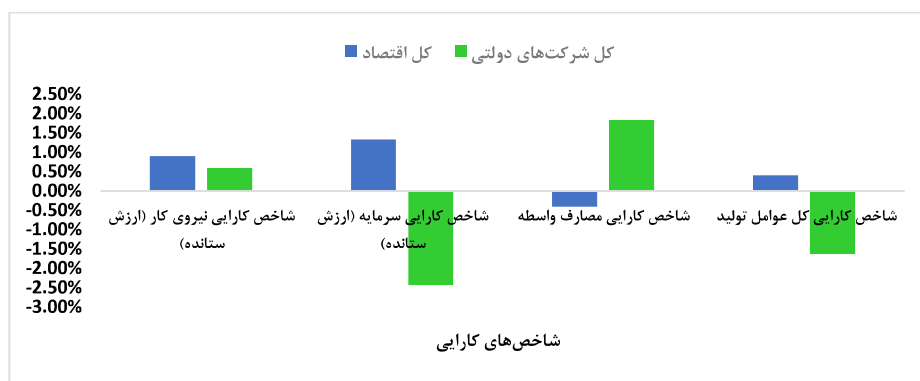
1. Agency View

2. Soft Budget Constraint

۳. در این مطالعه از ۹۶۹ هزار شرکت در ۱۰۹ کشور نمونه، ۹۴۹ هزار شرکت خصوصی هستند، ۱۵ هزار شرکت اکثریت سهام دولتی و ۴ هزار شرکت اقلیت سهام دولتی دارند. پایگاه داده این مطالعه، عمدتاً شامل شرکت‌هایی از اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور با نمونه کوچک‌تری از کشورهای کم‌درآمد است. نتایج زمانی قوی است که تجزیه و تحلیل به کشورهایی محدود شود که پوشش شرکت‌ها در آنها بالا است.

- در نمودار ۲، متوسط رشد شاخص کارایی عوامل تولید، طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ در شرکت‌های دولتی با رشد این شاخص در سطح کل فعالیت‌های اقتصادی کشور مقایسه شده است. بر این اساس، در تمام شاخص‌های کارایی به‌استثنای شاخص کارایی مصارف واسطه، شرکت‌های دولتی عملکرد ضعیف‌تری در مقایسه با سایر فعالان اقتصادی داشته‌اند. این امر بیانگر آن است که بخشی از ضعف کارایی شرکت‌های دولتی مرتبط با شرایط اقتصاد کلان کشور نیست و ناشی از عملکرد شرکت‌ها یا شرایط محیطی حاکم بر شرکت‌های دولتی است (سازمان ملی بهره‌وری ایران، ۱۴۰۳).

نمودار ۲. مقایسه رشد متوسط شاخص کارایی شرکت‌های دولتی با کل اقتصاد ۱۳۹۶-۱۴۰۱



مأخذ: همان.

۱-۴. راهکاری برای مدیریت کارای شرکت‌های دولتی

مطابق تجربیات و مطالعات، اجرای سیاست مالکیت دولتی حرفه‌ای با ایجاد نهاد واحد و متمرکز صندوق ثروت حاکمیتی با پایبندی به اصول حاکمیت شرکتی^۱ تضمین می‌کند شرکت‌های دولتی ارزش بلندمدتی برای دولت ایجاد می‌کنند و منابع

عمومی به شیوه‌ای کارآمد و پایدار، استفاده می‌شود (OECD, 2024). مدیریت کارای دارایی‌های عمومی تجاری از جمله شرکت‌های دولتی، مدیریت با رویکرد خلق ارزش و سودآوری، از طریق اجرای استراتژی‌های کلان و بهبود عملکرد و بهره‌وری شرکت‌ها است (Ibid., 2022).

۱-۴-۱. صندوق ثروت حاکمیتی

اندیشکده مستقر در بریتانیا،^۱ به صندوق‌های ثروت حاکمیتی به‌عنوان صندوق سرمایه‌گذاری اشاره می‌کند که برای دولت در تحقق برخی اهداف خاص ایجاد می‌شود (Akyol and Yildiz, 2017). از این صندوق‌ها می‌توان برای رسیدگی به مشکلات مالی، مدیریت دارایی‌ها و درآمدهای حاصل از خصوصی‌سازی و سایر معاملات مالی استفاده کرد (Ander and Teplý, 2014). این صندوق‌ها، حضور خود را به‌عنوان سرمایه‌گذاران جهانی و داخلی افزایش داده و به دولت و شرکت‌های دولتی برای بهتر شدن مدیریت و عملکرد شرکت‌ها، کمک می‌کنند (Nguyen and Nguyen, 2021). در یک دسته‌بندی دیگر، صندوق‌ها منشأ کالایی یا غیرکالایی دارند. تفاوت بین این دو دسته در نحوه تأمین مالی صندوق است به این معنا که منابع آنها یا از طریق صادرات کالا (کالایی)، یا مازاد حساب جاری یا از محل مازاد درآمدهای دولت (غیرکالایی) تأمین می‌شود (Khalil, 2020).

در سال ۲۰۲۴ بیش از ۱۰۰ صندوق ثروت حاکمیتی با بیش از ۱۲ هزار میلیارد دلار دارایی تحت مدیریت، در کشورهای مختلف دنیا فعالیت می‌کنند (SWFI, 2024).^۲ مناطق آسیا و جنوب صحرای آفریقا به‌ترتیب با ۳۳ و ۳۲ صندوق دارای بیشترین صندوق بوده‌اند.

1. Think Tank UK

2. Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI)

۲-۴-۱. صندوق ثروت حاکمیتی با ساختار شرکتی

امروزه سیاست‌های مالکیت و حکمرانی شفاف کمک می‌کند تا شرکت‌های دولتی به‌صورت کارآمد مدیریت شوند. در سال‌های اخیر توجه به نهاد مالکیت،^۱ مدیریت شرکت‌های دولتی و حرکت به سمت مدل مطلوب حکمرانی، افزایش یافته است. الگوهای مختلفی برای سازمان‌دهی مدیریت و حکمرانی شرکت‌های دولتی وجود دارد، الگوی مالکیت متمرکز،^۲ کاراترین الگوی حکمرانی شرکت‌های دولتی است. دو نوع نهاد واحد متمرکز که حقوق مالکیت را در شرکت‌های دولتی اعمال می‌کنند، عبارتند از (مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۴۰۱):

۱. سازمان یا آژانس‌های مالکیت دولت تحت اختیار مستقیم دولت که به‌صورت زیر طبقه‌بندی می‌شود:

- وزارتخانه مستقل: مسئولیت اعمال حقوق مالکیت در شرکت‌های دولتی را دارد.
- مؤسسه یا آژانس مستقل مالکیت ذیل قوه مجریه: مانند کمیسیون نظارت و اداره دارایی‌های دولت^۳ در چین تحت کنترل هیئت وزیران.
- دپارتمان یا واحد مالکیت: در این روش، یک واحد مستقل در ذیل یک وزارتخانه، مسئولیت اعمال حقوق مالکیت را در شرکت‌های دولتی دارد.

۲. واحدهایی با ماهیت شرکتی، مانند هلدینگ یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری که استقلال بیشتری دارند.

در میان الگوهای فوق، واحدهای با ساختار شرکتی، مستقل‌ترین نوع مدیریت تلقی می‌شوند؛ زیرا از لحاظ نظری این شرکت‌ها به اجرای عملکرد با بیشترین استقلال از قدرت سیاسی قادرند.

صندوق ثروت با ساختار شرکتی، یک مدیر دارایی است که دغدغه مدیریت فعال دارایی‌های عملیاتی به‌مثابه پرتفوی را دارد؛ در اینجا هدف بهینه‌سازی ارزش پرتفوی

1. Ownership Entity

2. Centralized Model

3. State-Owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC)

از طریق مدیریت فعال شامل توسعه، تحدید ساختار و پولی‌سازی یکایک دارایی‌ها است. این صندوق‌ها با مدیریت متمرکز شرکت‌های زیرمجموعه با رویکرد خلق ارزش و سودآوری، مزایایی مانند «کاهش مداخلات سیاسی در اداره شرکت‌ها»، «تفکیک کارکردهای مالکیت دولت از سیاستگذاری و وظایف نظارتی آن» و «مدیریت بهینه دارایی‌های دولت از طریق اجرای استراتژی‌های کلان و بهبود عملکرد و بهره‌وری شرکت‌ها، تجدید ساختار و بازسازی شرکت‌ها از طریق تغییرات مدیریتی و بهبود فرایندها» ایجاد می‌کنند (OECD, 2022).

ارزش صندوق‌های ثروت با رویکرد شرکتی، بیش از ۱,۱ تریلیون دلار برآورد شده است. جدول ۳ براساس آخرین اطلاعات در دسترس تهیه شده است. برخی از کشورها مانند، شیلی، فرانسه، سوئد، اتریش، اسپانیا، مجارستان، یونان و اسلونی، نهاد مالکیت متمرکز به شکل یک آژانس تخصصی یا یک وزارتخانه دارند. برخی مانند سنگاپور مدل نهاد متمرکز با ساختار شرکتی به نام Temasek اتخاذ کرده‌اند و کشورهای قزاقستان و مالزی نیز بیش از یک نهاد متمرکز تأسیس کرده‌اند (Ibid.).

جدول ۳. صندوق ثروت حاکمیتی (از نوع ساختار شرکتی)

کشور	نام صندوق	تعداد شرکت‌های زیرمجموعه	بخش‌های تحت پوشش	ارزش دارایی‌های تحت مدیریت	تعداد SOEs
اتریش	Österreichische Beteiligungs AG	۱۱	برق، نفت و گاز، ارتباطات، پست، املاک و صندوق بازنشستگی	۳۳ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	۲۸
فنلاند	Solidium	۱۲	ارتباطات، فولاد، زیرساخت، استخراج و پالایش فلزات، مواد شیمیایی، فناوری اطلاعات و بسته‌بندی	۸ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	۴۲
یونان	Hellenic Corporation of Assets and Participations SA	۱۵	انرژی، آب و فاضلاب، زیرساخت و خدمات حمل‌ونقل	۶ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	۳۹
مجارستان	Hungarian National Asset Management Inc.	۳۳۲	املاک، حمل‌ونقل، معدن، کشاورزی، تأمین آب و برق و فاضلاب	۳۹۶ میلیارد یورو (۲۰۲۱)	۳۵۰
قزاقستان	Samruk Kazyna	۶۹	ارتباطات، خطوط هوایی، ساختمان، پست، انرژی، معدن و امور مالی	۸۱ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	
مالزی	Khazanah	۳۱	حمل‌ونقل، انرژی، سلامت، مخابرات، فناوری اطلاعات، خدمات ارتباطی، املاک و فاینانس	۳۰ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	۸۷

کشور	نام صندوق	تعداد شرکت‌های زیرمجموعه	بخش‌های تحت پوشش	ارزش دارایی‌های تحت مدیریت	تعداد SOEs
پرو	Fondo Nacional de Financiamiento de la actividad Empresarial del Estado	۳۵	فاینانس، انرژی، آب، فاضلاب، امور مالی، زیرساخت و حمل‌ونقل	۲۴ میلیارد دلار (۲۰۱۵)	۳۶
سنگاپور	Temasek Holdings	۱۰۰	خدمات مالی، مخابرات، حمل‌ونقل، صنایع، ارتباطات، رسانه، فناوری، علوم زیستی، املاک، انرژی و منابع	۲۸۸ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	۱۱۷
اسلوونی	Slovenian Sovereign Holding	۵۲	انرژی، امور مالی، حمل‌ونقل، زیرساخت و گردشگری	۱۲ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	
اسپانیا	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales	۱۲۴	خدمات پستی، تجارت، کشاورزی، ارتباطات، کشتی‌سازی، امور مالی، انرژی و معدن	۱۴۸ میلیارد یورو (۲۰۲۲)	
ویتنام	State Capital Investment Corporation		خدمات مالی، انرژی، تولیدات کارخانه‌ای، مخابرات، حمل‌ونقل، مراقبت درمانی و فناوری اطلاعات	۲ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	
امارات	Mubadala		انرژی، هوافضا، املاک، مراقبت درمانی و فناوری	۳۳۰ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	
بحرین	Mumtalakat		امور مالی، مخابرات، املاک، گردشگری، حمل‌ونقل، هواپیمایی و غیره	۱۸ میلیارد دلار (۲۰۲۴)	

توضیح: ستون مربوط به دارایی‌های تحت مدیریت، به‌روزرسانی شده در فوریه ۲۰۲۵.

Source: OECD, 2022.

۱-۴-۲-۱. مطالعه موردی از صندوق‌های ثروت با ساختار شرکتی

الف) در سنگاپور Temasek Holdings

صندوق ثروت حاکمیتی سنگاپور به‌دلیل تاریخچه طولانی و موفقیت خود، یک مدل مرجع برای بسیاری از دولت‌های جهان بوده است. دولت سنگاپور پس از استقلال در سال ۱۹۶۵، به‌عنوان بخشی از برنامه‌های صنعتی شدن خود برای جهش اقتصاد کشور به تأسیس شرکت‌های دولتی در بخش‌های کلیدی مانند تولیدات کارخانه‌ای؛ فاینانس، تجارت، حمل‌ونقل، کشتی‌سازی و خدمات اقدام کرد. دولت از زمان استقلال، به دنبال این موضوع بود که حاکمیت را از اداره کسب‌وکارها جدا کند.

در سال ۱۹۷۲، گوه کنگ سوی^۱ معاون نخست‌وزیر وقت و شهرت یافته به بنیان‌گذار تماسک^۲ اغلب «معمار اقتصادی» سنگاپور نامیده می‌شود، در مقاله‌ای با این موضوع نوشت: «یکی از توهّمات تأسفبار که ذهن بیشتر کشورهای جهان سوم را به خود مشغول کرده است، این تصور است که سیاست‌مداران و کارکنان اداری می‌توانند وظایف کارآفرینانه را با موفقیت انجام دهند. جای شگفتی است که با وجود شواهدی قاطع که خلاف آن را نشان می‌دهد این باور همچنان پابرجاست».

در سال ۱۹۷۴ شرکتی به نام «تماسک» به ثبت رسید تا مالکیت دولت در صنایع راهبردی را مدیریت کند که تا پیش از آن زیر نظر مستقیم وزارت مالیه بود. تماسک وظیفه سرمایه‌گذاری و مدیریت بخشی از دارایی‌های دولت سنگاپور را برعهده دارد و به‌صورت مستقل از دولت عمل کرده و همانند یک شرکت تجاری سود سهام و مالیات پرداخت می‌کند. این شرکت مسئولیت نظارت بر مجموعه متنوعی از سرمایه‌گذاری‌های دولتی را در ۳۵ شرکت داشت، در حال حاضر بیش از ۱۰۰ شرکت را تحت مدیریت دارد. دولت، تنها سهامدار شرکت تماسک است. دارایی‌های تحت مدیریت این شرکت، بالغ بر ۲۸۸ میلیارد دلار برآورد می‌شود (Global SWF, 2025).

سرمایه اولیه صندوق با انتقال مالکیت از دولت ایجاد شد. منابع صندوق عبارت است از درآمدهای سرمایه‌گذاری در طول سال مالی، ازجمله سود سهام شرکت‌هایی که مالک یا دارای سهام آنها است. صندوق فقط می‌تواند نیمی از درآمد سالیانه ناشی از سرمایه‌گذاری را برای ایجاد ذخایر پس‌انداز کند (Bogoev, 2018).

در سال ۲۰۰۲، شرکت شروع به سرمایه‌گذاری در آسیا کرد و از آن زمان تاکنون فعالیت‌های خود را خارج از آسیا برای به‌دست آوردن فرصت‌های بازدهی در سطح جهانی و همگام شدن با نوآوری‌ها افزایش داده است. ۵۳ درصد از پرتفوی تماسک در ۳۱ مارس ۲۰۲۴ شرکت‌هایی تشکیل می‌دهند که مقر آنها در سنگاپور است. ارزش خالص پرتفوی شرکت معادل با ۳۸۹ میلیارد دلار سنگاپور است که

1. Goh Keng Swee

2. Temasek

نسبت به دهه گذشته به میزان ۱۶۶ میلیارد دلار سنگاپور افزایش یافته است
(<https://www.temasek.com.sg>).

ب) صندوق توسعه ملی ایران

صندوق توسعه ملی ایران^۱ هرچند با توجه به اساسنامه، در حیطه صندوق‌های مورد بحث این پژوهش نیست، اما به‌صورت گذرا به سابقه شکل‌گیری این صندوق اشاره می‌شود. در سال‌های اجرای برنامه سوم توسعه (۱۳۸۳-۱۳۷۹)، با هدف جلوگیری از انتقال شوک‌های نفتی به اقتصاد و حفظ ثبات بودجه عمومی در زمان کاهش قیمت نفت، «حساب ذخیره ارزی» ایجاد شد که در گذر زمان و با برداشت‌های مکرر از این حساب نتوانست عملکرد مطلوبی را ارائه دهد.

از ابتدای اجرای قانون برنامه پنجم توسعه و طبق ماده (۱۶) این قانون، صندوق توسعه ملی با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت، گاز، میعانات گازی و فراورده‌های نفتی به ثروت‌های ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و حفظ سهم نسل‌های آینده از منابع نفت، گاز و فراورده‌های نفتی تشکیل شد. طبق قانون، دولت به واریز ۲۰ درصد از منابع حاصل از صادرات منابع فوق به صندوق توسعه ملی و افزایش سالیانه ۳ درصدی این سهم و صندوق نیز به ارائه تسهیلات از منابع صندوق به بخش‌های خصوصی، تعاونی و عمومی غیردولتی با هدف تولید و توسعه سرمایه‌گذاری در داخل و خارج از کشور موظف است.

به موجب اساسنامه صندوق، استفاده از منابع آن در راستای احکام بودجه‌ای و تأمین کسری بودجه ممنوع است. با این حال، در سال‌های گذشته براساس برخی قوانین، مصوبات شوراهای عالی و مجوزهای خاص دولت‌ها از مقام معظم رهبری برای جبران کسری بودجه و موارد اضطراری، برداشت‌هایی از منابع صندوق انجام شده است. مجموع مطالبات صندوق از دولت‌ها (ناشی از برداشت‌های دولت‌ها تا پایان سال ۱۴۰۱) بالغ بر ۱۰۰ میلیارد دلار است. عدم پیش‌بینی سازوکاری برای تثبیت منابع

نفتی در بودجه دولت، عدم تناسب شیوه‌های سرمایه‌گذاری و مأموریت‌های صندوق و عدم استقلال صندوق، ازجمله آسیب‌های عملکرد صندوق توسعه ملی عنوان می‌شود (صدیقی و جلالی موسوی، ۱۴۰۲).

۲. پیشینه پژوهش

بررسی سوابق پژوهشی پیرامون امکان‌سنجی ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی نشان داد در مطالعات گذشته، علاوه بر اینکه مطالعات آماری که دارای تحلیل‌های اقتصادسنجی باشد، اندک است، همین مطالعات محدود، در زمینه تبیین عوامل ایجادکننده صندوق‌هایی انجام شده که منشأ آنها از نوع کالا (نفت، گاز و غیره) است و مطالعه‌ای کمی در زمینه صندوق‌های با ساختار شرکتی انجام نگرفته است. بنابراین در این بخش، به برخی از پژوهش‌ها پیرامون عوامل مؤثر بر احتمال ایجاد صندوق‌های ثروت حاکمیتی اشاره شده است.

کاپاپه^۱ (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان «صندوق‌های ثروت حاکمیتی: چرا آنها ایجاد شدند؟» عوامل مؤثر بر احتمال ایجاد صندوق‌ها را با استفاده از مدل رگرسیون لاجیت و داده‌های سال ۲۰۰۷ برآورد کرد. نتایج نشان داد منابع طبیعی مهم‌ترین عامل در احتمال ایجاد این صندوق‌ها است که به‌طور متوسط افزایش ۱ درصد ذخایر نفت و گاز، احتمال ایجاد صندوق را ۴۲ درصد افزایش می‌دهد. در مجموع، کشورهای با منابع طبیعی، دارای مازاد ذخایر، تولید ناخالص داخلی سرانه بالاتر، حکمرانی خوب و استقلال پایین بانک مرکزی، احتمال ایجاد صندوق ثروت بیشتر است.

آیزنمن و گلیک^۲ (۲۰۰۹) در تحقیقی با عنوان «صندوق‌های ثروت حاکمیتی: حقایق تلطیف شده درباره عوامل تعیین‌کننده و حکمرانی آنها» عوامل مؤثر در تأسیس صندوق‌های ثروت را با استفاده از داده‌های سال ۲۰۰۶ و تحلیل رگرسیون پروبیت بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد صادرات سوخت، مازاد ذخایر ارزی و مازاد حساب

1. Capapé

2. Aizenman and Glick

جاری از عوامل اصلی مؤثر بر تصمیم هر کشور در تأسیس این صندوق‌ها است. شیس و موکرجی^۱ (۲۰۱۱) در تحقیق «صندوق‌های ثروت حاکمیتی در حال ظهور: ارزیابی امکان‌سنجی اقتصادی و استراتژی‌های نظارتی»، عوامل مؤثر بر تأسیس صندوق‌ها را بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد هر کشور زمانی می‌تواند صندوق ثروت ایجاد کند که مازاد ذخایر خارجی و مازاد حساب جاری داشته باشد. همچنین، ایجاد صندوق ثروت تنها مشروط به وجود منابع انرژی نیست، بلکه مازاد تراز پرداخت‌ها^۲ ممکن است نقشی به همان اندازه در این زمینه ایفا کند.

البدای، سوتو و یوسف^۳ (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «صندوق‌های ثروت حاکمیتی و ثبات اقتصاد کلان در اقتصاد داخلی»، عوامل مؤثر بر ایجاد صندوق ثروت را با استفاده از مدل رگرسیون پروبیت برای سال‌های ۲۰۱۵-۱۹۸۴ بررسی کردند. براساس نتایج، کشورهای بازتر که از سطوح بالاتری از رانت منابع برخوردار بوده و صادرات متمرکزتری دارند، احتمال بیشتری برای راه‌اندازی صندوق دارند. اقتصادهای توسعه‌یافته‌تر که معمولاً سطوح پایین‌تری از بی‌ثباتی قیمت‌ها دارند و کشورهای نفت‌خیز شورای همکاری خلیج فارس که با بی‌ثباتی در درآمدها مواجه‌اند، به احتمال زیاد صندوق‌های ثروت حاکمیتی تأسیس می‌کنند.

آمار، لیکورت و کینون^۴ (۲۰۱۸) در پژوهش «آیا ظهور صندوق‌های ثروت حاکمیتی، یک پدیده جدید است؟» عوامل اقتصادی، سیاسی و نهادی مؤثر بر تأسیس صندوق ثروت حاکمیتی را بررسی کردند. در این مطالعه اثر عواملی نظیر مازاد ذخایر ارزی یا مازاد حساب جاری، نوسان‌های قیمت کالاها، افزایش نرخ واقعی ارز و نوع حاکمیت در احتمال ایجاد صندوق ثروت را با استفاده از مدل رگرسیونی پانل لاجیت با اثرات تصادفی و نمونه‌ای از ۳۷ کشور که طی دوره ۲۰۱۴-۲۰۰۰ صندوق ثروت ایجاد کردند و مقایسه آنها با کشورهایی که صندوق ثروت ندارند، بررسی شده است. نتایج

-
1. Chaisse and Mukherjee
 2. Balance of Payments
 3. Elbadawi, Soto and Youssef
 4. Amar, Lecourt and Kinon

نشان داد کشورهای دارای ذخایر ارزی مازاد، کشورهای وابسته به کالاهای بی‌ثبات (از افزایش نرخ واقعی ارز رنج می‌برند)، احتمال بیشتری برای ایجاد صندوق دارند. کارپانتیه و ورمولن^۱ (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان «پیدایش صندوق‌های ثروت حاکمیتی» دلایل ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی را با استفاده از مدل رگرسیونی لاجیت و مقایسه کشورهایی که در بازه زمانی ۲۰۰۸-۱۹۹۸ صندوق ثروت ایجاد کرده با کشورهایی بررسی می‌کنند که در همان دوره صندوقی راه‌اندازی نکرده‌اند. نتایج نشان داد رانت منابع طبیعی، نوسان‌های اجاره‌بهای قیمت کالا/منبع و درجه خودکامگی دولت‌ها با احتمال ایجاد صندوق ثروت ارتباط مثبتی دارد و صندوق‌های ثروت در کشورهایی ایجاد می‌شود که در یافتن فرصت‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری داخلی مشکل دارند.

الدرج^۲ (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان «قابلیت و نیاز: چارچوبی برای درک اینکه چرا دولت‌ها صندوق‌های ثروت حاکمیتی ایجاد می‌کنند» عوامل مؤثر در ایجاد صندوق‌های ثروت حاکمیتی را بررسی کرد. طبق یافته‌ها، ایجاد صندوق مستلزم رعایت دو شرط است، یکی توانایی کشورها و دوم، احساس نیاز به آن. بر این اساس، قدرت‌های اقتصادی متوسط، دولت‌هایی هستند که به احتمال زیاد صندوق ثروت ایجاد می‌کنند. نویسندگان این فرضیه را با استفاده از رگرسیون مخاطرات متناسب کاکس^۳ و مدل رگرسیون لاجیت شرطی و تحلیل روی داده‌های ۱۸۳ کشور طی سال‌های ۱۹۵۰ تا ۲۰۱۲ و ۴۸ صندوق ثروت حاکمیتی بررسی کرد. نتایج نشان داد احتمال راه‌اندازی صندوق ثروت در کشورهایی بیشتر است که قدرت متوسط دارند و از کشورهای آسیب‌پذیرند.

گوئت^۴ (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان «ثروت جدید، خرد جدید: به‌روزرسانی روایت ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی» عوامل اقتصادی مؤثر در ایجاد صندوق‌های

1. Carpentier and Vermeulen

2. Eldredge

3. Cox Proportional Hazards Regression

4. Gouett

ثروت حاکمیتی را در ۲۱۴ کشور (۴۶ کشور دارای صندوق و ۱۶۸ کشور فاقد صندوق) در بازه زمانی ۱۹۷۰ تا ۲۰۱۷ با استفاده از مدل پروبیت پانل با اثرات تصادفی بررسی کرد. نتایج نشان داد کشورهای وابسته به صادرات منابع استخراجی، بیشترین احتمال را برای ایجاد صندوق ثروت دارند، همچنین کشورهایی با نرخ رشد تولید ناخالص داخلی بالاتر و مازاد حساب جاری مدام مستعد ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی هستند.

بالاسوندهارام و خادان^۱ (۲۰۲۴) در پژوهش «عوامل حمایت‌کننده از پذیرش صندوق‌های ثروت حاکمیتی» عوامل مؤثر بر پذیرش این صندوق‌ها را با استفاده از مدل رگرسیونی پانل لاجیت با اثرات تصادفی و نمونه‌ای از ۸۹ کشور طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۲۱ بررسی کردند. نتایج نشان داد تعامل نزدیک با مؤسسه‌های مالی بین‌المللی، وجود قوانین مالی به‌رغم حکمرانی ضعیف کشورها، کیفیت سرمایه انسانی و توانایی داخلی کشورها در پذیرش این صندوق‌ها اثرگذارند.

با وجود اینکه در زمینه امکان‌سنجی ایجاد صندوق‌های مورد بررسی این تحقیق، پژوهشی مشاهده نشد، اما با توجه به وجود صندوق توسعه ملی ایران با رویکرد مدیریت درآمدهای نفتی و حفظ ثروت و عدالت بین‌نسلی، به برخی از پژوهش‌های انجام شده درباره این صندوق اشاره می‌شود:

کریمی‌فرد (۱۳۹۰)، عوامل مؤثر بر موفقیت عملکرد صندوق توسعه ملی را در تحقیقی با عنوان «ارزیابی صندوق درآمدهای ملی ناشی از فروش منابع طبیعی تجدیدپذیر؛ با تأکید بر صندوق توسعه جمهوری اسلامی ایران» بررسی کرد. یافته‌ها نشان داد در سطح ترتیبات نهادی کلان، زمانی عملکرد صندوق با موفقیت همراه است که با کاهش نقش دولت، شبکه‌ای از روابط میان دولت، نهادهای اجتماعی و صنعت شکل گیرد. در سطح خرد نیز بر عواملی مانند شفافیت، پاسخگویی، معیارهای شفاف و واضح برای پس‌انداز و خرج کردن، حسابرسی دقیق و ارائه گزارش‌های منظم و برگزاری جلسات علنی با حضور رسانه‌ها تأکید شده است.

مهری متعلق (۱۳۹۶)، رابطه دوسویه میان صندوق‌های ذخیره ارزی و شاخص‌های حکمرانی را در پایان‌نامه خود با عنوان «بررسی رابطه صندوق ذخیره ارزی و وضعیت حکمرانی در کشورهای منتخب صاحب منابع طبیعی» با استفاده از رهیافت داده‌های تابلویی و مدل‌های لاجیت و پروبیت بررسی کرد. نتایج نشان داد، وجود صندوق در این کشورها به بهبود وضعیت شاخص‌های حکمرانی خوب منجر می‌شود؛ از طرفی بهبود شاخص اثربخشی دولت، ثبات سیاسی، کیفیت تنظیم مقررات و حق اظهارنظر، احتمال شکل‌گیری صندوق در کشورها را افزایش می‌دهد.

ربیع‌زاده و حاجیلو (۱۳۹۷)، عوامل سیاسی اثرگذار بر کارآمدی و تحقق مأموریت‌های صندوق توسعه ملی ایران و مقایسه آن با صندوق‌های ثروت حاکمیتی کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس را در تحقیقی با عنوان «بررسی عوامل سیاسی اثرگذار بر کارآمدی صندوق توسعه ملی ایران» بررسی کردند. یافته‌های تحقیق نشان‌دهنده ضعف در کارآمدی و تحقق مأموریت صندوق توسعه ملی است که بخشی از آن متأثر از عدم اجماع حاکمیتی، عدم رعایت اصول سانتیاگو، شفافیت ضعیف، عدم استقلال، ضعف در حاکمیت شرکتی، عدم ثبات در قوانین است.

نبی‌زاده، فرزین و خاندوزی (۱۳۹۷)، الگوی مناسب برای صندوق توسعه ملی با توجه به سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی را در تحقیقی با عنوان «ارائه الگوی مناسب صندوق ثروت ملی ایران با تأکید بر مقاوم‌سازی اقتصاد» بررسی کردند. در این تحقیق طبق تجارب حساب ذخیره ارزی، صندوق توسعه ملی و تجارب سایر کشورها، یک چارچوب برای ساختار صندوق ثروت ایران تدوین شده که هم‌زمان سه کارکرد توسعه و پیشرفت، حفظ سهم نسل‌های آینده و کمک به کشور در مواقع بحران‌های اقتصادی ناشی از منشأ داخلی یا خارجی را دارا باشد.

محمودی و همکاران (۱۳۹۸)، راهکارها و الزامات اصلاح وضعیت، ساختار و عملکرد صندوق توسعه ملی را در تحقیقی با عنوان «الگوی حکمرانی و تخصیص منابع در صندوق توسعه ملی ایران» بررسی کردند. این تحقیق با استفاده از مطالعه تطبیقی و مصاحبه با خبرگان، کارشناسان و مدیران حوزه‌های مالی و اقتصادی، در چهار حوزه

مربوط به چارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی، قوانین مالی مرتبط با منابع و مصارف، ساختار سرمایه‌گذاری و نظارت مستقل، شفافیت و پاسخگویی انجام شده است. این تحقیق، بر ضرورت ارائه اطلاعات به مردم و نهادهای نظارتی، الزام صندوق به ارائه گزارش‌های مالی طبق استانداردهای بین‌المللی حسابداری بخش عمومی و استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، تدوین قوانین برداشت و واریز به‌نحوی که امکان دست‌اندازی به منابع غیرممکن یا حداقل بسیار سخت باشد، استقلال صندوق از دولت، نظارت بر آن توسط هیئت امنایی متشکل از قوای مختلف کشور و بخش خصوصی (با حق رأی)، داشتن گروه مشاوره حرفه‌ای به‌عنوان راهکارهای اصلاح چارچوب قانونی و ساختار حاکمیت شرکتی صندوق، تأکید دارد.

مؤذنی (۱۴۰۲)، نقش صندوق‌های منابع و تأثیر آنها بر کنترل فساد را در ۳۱ کشور منتخب با وفور منابع طبیعی در پژوهشی با عنوان «بررسی نقش صندوق‌های منابع در کنترل فساد در منتخبی از کشورهای دارای منابع طبیعی فراوان» با استفاده از رهیافت داده‌های تابلویی و سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۲۱ بررسی کرد. یافته‌ها نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین وجود صندوق‌های منابع و کنترل فساد وجود دارد.

۳. روش‌شناسی تحقیق

۳-۱. الگوی تحقیق و متغیرهای مدل

به‌منظور تبیین عوامل مؤثر بر احتمال ایجاد صندوق‌های ثروت حاکمیتی با رویکرد شرکتی، از الگوی اقتصادسنجی انتخاب دوتایی (متغیر وابسته صفر و یک) استفاده شده است. جهت بررسی این الگوها پیشنهاد می‌شود از مدل‌هایی با توزیع تجمعی نظیر مدل احتمال خطی^۱، لاجیت یا پروبیت استفاده شود. وجود مشکل ناهمسانی واریانس، نرمال نبودن توزیع جمله اخلاص، احتمال پیش‌بینی مقادیر خارج از محدوده صفر و یک برای متغیر وابسته، استفاده از مدل احتمال خطی را محدود

کرده است (قربانی، ۱۳۹۸).

این مطالعه تأسیس صندوق ثروت و عدم تأسیس آن را یک متغیر وابسته دوتایی در نظر گرفته و تلاش شده است با استفاده از الگوی لاجیت اثر متغیرهای مستقل بر احتمال ایجاد صندوق ثروت در ۳۲ کشور منتخب بررسی شود. با توجه به ماهیت داده‌ها که برای سال‌های ۲۰۲۱-۱۹۹۱ است، الگوی مورد نظر پس از بررسی ایستایی، انجام آزمون هم‌خطی بین متغیرها و آزمون‌های F لیمر و هاسمن و تعیین نوع روش داده‌های تابلویی (اثرات ثابت و تصادفی)، مدل پانل لاجیت با اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

متغیر وابسته در تحقیق حاضر، ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی است. این متغیر عدد ۱ را زمانی که کشور i در سال t صندوق ثروت حاکمیتی راه‌اندازی کرده است و عدد صفر را برای بقیه سال‌ها (سال‌هایی که صندوقی ایجاد نشده)، به خود اختصاص می‌دهد.

براساس مطالعاتی که در بخش پیشینه پژوهش اشاره شد، متغیرهای توضیحی مدل به شرح زیر است:

- **دارایی‌های شرکت‌های دولتی:** انباشت دارایی‌ها، انگیزه کسب بازدهی بیشتر از این دارایی‌ها را با اتخاذ استراتژی‌هایی مانند راه‌اندازی صندوق‌ها ایجاد می‌کند (Das et al., 2009; Gouett, 2020).

- **کسری بودجه دولت و مخارج سرمایه‌ای (مخارج دولتی در زیرساخت‌ها و ...):** با کاهش سرمایه‌گذاری و کمبود منابع درآمدی، انگیزه اتخاذ استراتژی‌هایی مانند ایجاد صندوق و سپردن بخشی از این امور (برای افزایش توان سرمایه‌گذاری و کاستن بار مالی) بیشتر می‌شود (Elbadawim, Soto and Youssef, 2017; Clark and Monk, 2015).

- **باز بودن تجارت (نسبت مجموع واردات و صادرات کالاها و خدمات به تولید ناخالص داخلی):** با توجه به نقش صندوق‌ها در بحث سرمایه‌گذاری‌ها (داخلی و خارجی)، از این متغیر نیز به‌عنوان متغیر توضیحی در مدل استفاده شده است.

- **تولید ناخالص داخلی سرانه کشورها:** با الهام از مطالعات و نتایج حاصل

از آنها، در اقتصادهای توسعه‌یافته‌تر، احتمال ایجاد صندوق‌های ثروت بیشتر است (Elbadawim, Soto and Youssef, 2017).

- **کیفیت نهادی و اراده سیاسی کشورها:** از دیگر عوامل در ایجاد صندوق‌های ثروت است. برای کمی‌سازی این عوامل، از شاخص‌های دموکراسی،^۱ اثربخشی دولت،^۲ حاکمیت قانون^۳ و کنترل فساد^۴ (از شاخص‌های کیفیت نهادی^۵ و حکمرانی خوب^۶) استفاده شده است.

بر این اساس؛ شاخص اثربخشی دولت، برای سنجش کیفیت خدمات عمومی، کیفیت خدمات مدنی و درجه استقلال آنها از فشارهای سیاسی، کیفیت تدوین و اجرای سیاست‌ها و باورپذیری مجموعه حکومت به چنین سیاست‌هایی به کار می‌رود. شاخص حاکمیت قانون، حوزه‌ای را می‌سنجد که در آن، عاملان به قوانین جامعه اعتماد دارند و از آنها اطاعت می‌کنند. همچنین این شاخص بیانگر کیفیت قراردادهای، کار پلیس، دادگاه‌ها و نیز احتمال خشونت و جنایت است. شاخص کنترل فساد، حوزه‌ای را می‌سنجد که در آن قدرت عمومی به سود منافع شخصی چه به شکل عمده و چه جزئی فساد، اعمال می‌شود. همچنین، بیانگر این است که آیا دولت تحت سیطره نخبگان و منافع عده‌ای خاص است یا خیر؟

مطابق مطالعات، در کشورهای با رژیم سیاسی دموکراتیک، احتمال تأسیس صندوق بیشتر است، منابع در این نوع کشورها با مسئولیت‌پذیری بیشتری مدیریت می‌شوند (Carpantier and Vermeulen, 2018). برای نشان دادن شاخص دموکراسی، از میانگین دو شاخص آزادی‌های مدنی^۷ و حقوق سیاسی^۸ استفاده شده

1. Democracy

2. Government Effectiveness

3. Rule of Law

4. Control of Corruption

5. Quality Institutional

6. Good Governance

7. Civil Liberties

8. Political Rights

است^۱ (کازرونی، اصغرپور و نفیسی‌مقدم، ۱۳۹۹).

۳-۲. روش برآورد

در مدل‌های اقتصادسنجی اگر متغیر وابسته کیفی و حالت گسسته داشته باشد برای تخمین ضرایب از مدل‌های گسسته مانند لاجیت و پروبیت استفاده می‌شود، در صورت استفاده از رگرسیون‌های معمولی، ضرایب تخمینی نه‌تنها تورش‌دار بلکه ناسازگار هم خواهد بود. در مدل احتمال خطی، وقوع پدیده y (متغیر وابسته صفر و یک) تابعی خطی از متغیرهای توضیحی است (Hill, Griffiths and Lim, 2008).

$$Pr(y = 1|x) = E(y = 1|x) = x\beta = (\beta_0 + \beta_1x_1 + \dots + \beta_kx_k) \quad (۱)$$

اما در مدل لاجیت احتمال وقوع تابعی از متغیرهای توضیحی، یعنی نیست بلکه این احتمال تابع توزیع لجستیک^۲ است (Ibid.).

$$Pr(y = 1|x) = \Lambda(x\beta) = \frac{1}{1 + e^{-x\beta}} \quad (۲)$$

در این مدل از تخمین‌زننده حداکثر راست‌نمایی^۳ برای تخمین پارامترها استفاده می‌شود. مدل پروبیت مانند مدل لاجیت است با این تفاوت که وقوع متغیر وابسته دارای تابع توزیع تجمعی نرمال استاندارد^۴ است (Train, 2003).

$$Pr(y = 1|x) = \Phi(x\beta) = \int_{-\infty}^{x\beta} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{1}{2}u^2} du \quad (۳)$$

۱. اطلاعات این شاخص از Quality of Government - Basic Dataset استخراج شده است.

2. Logistic Cumulative Distribution Function

3. Maximum Likelihood

4. Standard Normal Cumulative Distribution Function

فرم اقتصادسنجی شامل یک مدل پانل لاجیت و پروبیت در فرم زیر است:

$$Pr(y_{it} = 1|x) = (\beta_0 + \beta_1 x_{1t} + \dots + \beta_k x_{kt} + \varepsilon_{it}) \quad (۴)$$

در این الگوها برخلاف الگوهای OLS، ضرایب به‌طور مستقیم تفسیر نمی‌شود و علامت ضرایب فقط جهت تأثیرگذاری متغیر مستقل را بر احتمال رخداد متغیر وابسته نشان می‌دهد (قربانی، ۱۳۹۸). در این مدل‌ها تفسیر ضرایب با محاسبه اثرات نهایی^۱ مقدور می‌شود (Greene, 2012).

۴. جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی

براساس برداشت حاصل از مطالعات و بررسی‌های انجام شده در چارچوب این تحقیق، می‌توان صندوق ثروت را یک سیستم با حقوق مالکیت روشن، حقوق و مسئولیت‌های مشخص، استقلال مالی و پاسخگویی، جدایی دولت از مدیریت شرکت و مدیریت تجاری‌محور، تعریف کرد. درواقع چرایی و ضرورت ادغام شرکت‌های دولتی و ایجاد یک نهاد متمرکز شرکتی، قبل از خصوصی‌سازی، در همین ویژگی‌های نهاد شرکتی متمرکز نهفته است. مهم‌ترین تأثیر و کارکرد این اقدام را می‌توان روشن شدن حقوق مالکیت شرکت بر دارایی‌ها و بدهی‌های آن دانست که با بهبود سازمان‌دهی در مدیریت مالی و عملیاتی، زمینه بهبود کارایی شرکت فراهم خواهد شد.

– جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از برازش مدل و اثرات نهایی در جداول زیر ارائه شده است. در رگرسیون لاجیت از چندین معیار برای بررسی نکویی برازش استفاده می‌شود که مهم‌ترین آنها LR (آزمون معناداری کل مدل) است. این معیار همانند آماره F

1. Marginal Effects

در رگرسیون معمولی است. مقدار مربوط به این آماره برابر با $312/83$ و احتمال مربوط به آن صفر است؛ بنابراین فرض عدم معناداری مدل رد و مدل معنادار است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود، Log Likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هرچه قدر مطلق آن بزرگ‌تر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار به‌دست آمده برای این مدل عدد منفی $77/47$ است؛ بر این اساس مدل معنادار و قابل اتکا است. بررسی جزئیات مدل، از طریق آزمون Z معناداری متغیرها را تأیید می‌کند.

معیارهای درصد صحت پیش‌بینی (نرخ تحقق)^۱ و معیار R^2 مک فادن^۲ از دیگر معیارهای خوبی برازش مدل است. هرچه درصد صحت پیش‌بینی و معیار مک فادن بیشتر باشد، توان تبیین مدل بالاتر خواهد بود. بر این اساس، حدود ۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. درصد پیش‌بینی صحیح مدل برابر با ۷۶ درصد است.

خلاصه نتایج حاصل از برآورد عوامل تأثیرگذار بر احتمال شکل‌گیری صندوق‌های ثروت با ساختار شرکتی به شرح زیر است:

۱. اثر مثبتی میان احتمال شکل‌گیری صندوق ثروت و میزان دارایی‌های شرکت‌های دولتی وجود دارد. با افزایش یک درصد در دارایی‌های شرکت‌های دولتی، احتمال ایجاد صندوق ۱۶ درصد افزایش می‌یابد. این نتیجه با مبانی نظری و مطالعات گوئت (۲۰۲۰) و داس و همکاران^۳ (۲۰۰۹) سازگار است.

۲. کسری بودجه دولت‌ها اثر مثبت و میزان سرمایه‌گذاری دولت اثر منفی در احتمال ایجاد صندوق‌ها دارد. اثر نهایی این متغیرها نشان می‌دهد به‌ازای ۱ درصد افزایش در کسری بودجه دولت، احتمال ایجاد صندوق ثروت با ساختار شرکتی، ۰/۴۶ درصد افزایش می‌یابد و به‌ازای ۱ درصد افزایش در میزان سرمایه‌گذاری

1. Hit Rate
2. McFadden
3. Das et al.

دولتی، احتمال راه‌اندازی صندوق ۰/۴۲ درصد کاهش می‌یابد. این نتایج با مطالعات گوئت (۲۰۲۰)، داس و همکاران (۲۰۰۹) و کلارک و مانک^۱ (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

۳. احتمال ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی با ساختار شرکتی در کشورهای با رژیم سیاسی دموکراسی و کشورهای توسعه‌یافته، بیشتر است.

جدول ۴. نتایج برآورد مدل

نام متغیرهای توضیحی	نام اختصاری	ضریب برآورد شده	احتمال	اثر نهایی - درصد
دارایی‌های شرکت‌های دولتی (میلیارد دلار-لگاریتم)	LTA	۶.۵۵	۰.۰۰۰	۱۶
تولید ناخالص داخلی سرانه (۲۰۰۵- لگاریتم)	GDPCL	۳.۶	۰.۰۰۰	۸.۵
باز بودن تجارت	OT	۰.۱۰۰	۰.۰۰۰	۰.۲۴
تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت (درصدی از GDP)	DGI	-۰.۱۷	۰.۰۰۹	-۰.۴۲
کسری بودجه (درصدی از GDP)	DB	۰/۱۹	۰.۰۰۴	۰/۴۶
شاخص دموکراسی	CLRG	۲.۸۲	۰.۰۰۰	۶/۷۳
ضریب ثابت (عرض از مبدأ)	C	-۸۹.۵۸	۰.۰۰۰	-
Log likelihood= -۷۷/۴۷				
LR statistic= ۳۱۲/۸۳ Prob (LR statistic) = ۰/۰۰				
McFadden R-squared= ۰/۶۰ صحت پیش‌بینی ۷۶ درصد				

مأخذ: یافته‌های تحقیق با استفاده از نرم‌افزار ۱۷ Stata.

۴. جهت بررسی اثرات شاخص‌های کیفیت نهادی و حکمرانی خوب، با توجه به همخطی بالای شاخص‌های حکمرانی خوب و نیز رابطه این شاخص‌ها با سایر متغیرهای مدل، با الهام گرفتن از مطالعات کینون^۲ (۲۰۲۱) برای رفع این مشکل از چند مدل جداگانه، به شرح جداول زیر استفاده شده است. بر این اساس، بررسی

1. Clark and Monk

2. Kinon

امکان‌سنجی ایجاد صندوق ثروت حاکمیتی با ساختار شرکتی با استفاده از مدل رگرسیون پانل — ۳۳

ارتباط بین احتمال ایجاد صندوق با برخی شاخص‌های حکمرانی نشان داد؛ احتمال ایجاد صندوق ثروت با ساختار شرکتی در کشورهایی با فساد کمتر، حاکمیت قانون بیشتر و دولت اثربخش‌تر، بیشتر است. اثر نهایی شاخص‌های اثربخشی دولت (۱۲)، حاکمیت قانون (۱۱/۵) و کنترل فساد (۱۳/۸) بر احتمال ایجاد صندوق، به‌طور متوسط (میانگین اثرات سه شاخص)، ۱۲/۴۳ درصد^۱ است. به‌ازای ۱ درصد افزایش در شاخص‌های فوق، به‌طور متوسط احتمال شکل‌گیری صندوق، ۱۲/۴۳ درصد افزایش می‌یابد. این نتیجه با مطالعات در این زمینه نگ^۲ (۲۰۱۸) سازگار است.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل، با اضافه کردن شاخص اثربخشی دولت

نام متغیرهای توضیحی	نام اختصاری	ضریب برآورد شده	احتمال	اثر نهایی - درصد
دارایی‌های شرکت‌های دولتی (میلیارد دلار-لگاریتم)	LTA	۴/۳۸	۰/۰۰	۱۳
شاخص اثربخشی دولت	GE	۴/۱۶	۰/۰۳۲	۱۲
باز بودن تجارت	OT	۰/۱	۰/۰۰	۰/۲۷
تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت (درصدی از GDP)	DGI	-۰/۱۳	۰/۰۳۸	-۰/۴۰
کسری بودجه (درصدی از GDP)	DB	۰/۱۵	۰/۰۰۶	۰/۴۵
شاخص دمکراسی	CLRG	۲/۱۳	۰/۰۰	۶/۳۳
ضریب ثابت (عرض از مبدأ)	C	-۴۰/۴۲	۰/۰۰	-
Log likelihood= -۷۸/۹۱				
LR statistic= ۳۰۳/۵۴ Prob (LR statistic) = ۰.۰۰۰				
McFadden R-squared=۰/۶۰ صحت پیش‌بینی ۸۳ درصد				

مأخذ: همان.

۱. با توجه به وجود همبستگی بالای بین متغیرهای مدل، ابتدا نسبت به نرمال‌سازی/استانداردسازی شاخص‌های ثبات دولت‌ها، حاکمیت قانون و کنترل فساد به روش Min-Max Normalization و سپس نسبت به رفع این موضوع به روش لگاریتم‌گیری اقدام شده است.

جدول ۶. نتایج برآورد مدل، با اضافه کردن شاخص حاکمیت قانون

نام متغیرهای توضیحی	نام اختصاری	ضریب برآورد شده	احتمال	اثر نهایی-درصد
دارایی‌های شرکت‌های دولتی (میلیارد دلار-لگاریتم)	LTA	۴/۳۶	۰/۰۰۰	۱۴
شاخص حاکمیت قانون	RL	۳/۶۴	۰/۰۱۲	۱۱/۵
باز بودن تجارت	OT	۰/۱	۰/۰۰۰	۰/۲۹
تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت (درصدی از GDP)	DGI	-۰/۱۱	۰/۰۵۰	-۰/۳۶
کسری بودجه (درصدی از GDP)	DB	۰/۱۲	۰/۰۲۸	۰/۳۸
شاخص دموکراسی	CLRG	۱/۹۹	۰/۰۰۰	۶/۲۷
ضریب ثابت (عرض از مبدأ)	C	-۳۹/۶۰	۰/۰۰۰	-
Log likelihood= - ۸۱/۵۳				
LR statistic=۳۱۶/۱۳ Prob (LR statistic) = ۰/۰۰				
McFadden R-squared=۰/۵۵ ۸۳ درصد: صحت پیش‌بینی				

مأخذ: همان.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل، با اضافه کردن شاخص کنترل فساد

نام متغیرهای توضیحی	نام اختصاری	ضریب برآورد شده	احتمال	اثر نهایی-درصد
دارایی‌های شرکت‌های دولتی (میلیارد دلار-لگاریتم)	LTA	۷/۶۶	۰/۰۰۰	۱۹
شاخص کنترل فساد	CC	۵/۵۸	۰/۰۳۴	۱۳/۸
باز بودن تجارت	OT	۰/۱۱	۰/۰۰۰	۰/۲۹
تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت (درصدی از GDP)	DGI	-۰/۱۶	۰/۰۲۴	-۰/۴۰
کسری بودجه (درصدی از GDP)	DB	۰/۲۱	۰/۰۰۵	۰/۵۳
شاخص دموکراسی	CLRG	۲/۵۹	۰/۰۰۰	۶/۴
ضریب ثابت (عرض از مبدأ)	C	-۵۷/۶۰	۰/۰۰۰	-
Log likelihood= -۷۷/۵۹				
LR statistic= ۳۲۰/۵۵ Prob (LR statistic) = ۰/۰۰۰				
McFadden R-squared= ۰/۵۷ ۷۵ درصد: صحت پیش‌بینی				

مأخذ: همان.

- توصیه‌های سیاستی

ثروت‌های عمومی همانند منابع طبیعی چنانچه به‌درستی مدیریت نشود، می‌تواند تأثیرات جانبی منفی داشته باشد. امروزه یکی از روش‌های مدیریت کارای ثروت‌های عمومی تجاری (شرکت‌های دولتی)، استفاده از صندوق ثروت با ساختار شرکتی است. کشورهای که به تأسیس چنین صندوق‌هایی اقدام کرده‌اند و البته در به‌کارگیری این صندوق‌ها، اصول و قواعد حکمرانی مناسب، نظم و انضباط، شفافیت و استقلال داشته‌اند، به لحاظ اقتصادی و سیاسی، نتایج بهتری در کارنامه خود ثبت کرده‌اند. نمونه بارز این موضوع، سنگاپور با صندوق ثروت با عنوان شرکت هلدینگ تماسک است.

با عنایت به ضرورت اصلاح ساختار و نحوه مدیریت شرکت‌های دولتی و با توجه به نتایج حاصل از تحقیق حاضر به‌ویژه آثار مثبت میزان دارایی‌ها و نیز شاخص‌های کیفیت نهادی (اثربخشی دولت‌ها، حاکمیت قانون و کنترل فساد) بر احتمال ایجاد صندوق ثروت با ساختار شرکتی، پیشنهادهایی به‌منظور پیاده‌سازی این سیاست ارائه می‌شود:

- در کشور ایران مجموعه متنوعی از دارایی به شکل یک پرتفوی منسجم درک نشده است و اغلب به‌طور حرفه‌ای ارزش‌گذاری نشده، البته طی چند سال اخیر با مطرح شدن موضوع‌هایی نظیر مولدسازی دارایی‌های دولت، اقدام‌هایی برای شناسایی دارایی‌ها و ارزش‌گذاری آنها آغاز شده است، با وجود این در گام نخست برای پیاده‌سازی این سیاست در کشور، باید در شناسایی کامل و ارزش‌گذاری دارایی‌های تجاری به‌ویژه شرکت‌های دولتی برای منسجم‌سازی آنها تسریع شود.
- در گام دوم، با توجه به بروز احتمال مقاومت‌های برخی وزارتخانه‌ها در زمینه ورود نهادی هم رده وزارتخانه به حوزه کارکردهای مالکیتی شرکت‌های زیرمجموعه خود، باید پیرامون موضوع یکپارچه‌سازی همه شرکت‌ها یا بخشی از آنها تحت یک فرمانده واحد تصمیم‌گیری شود. شروع از تعداد محدودی از شرکت‌ها به‌عنوان پایلوت و سپس تعمیم تدریجی آن، مناسب ارزیابی می‌شود.

- و از همه مهم‌تر اینکه، اتخاذ راهکار تأسیس صندوق/نهادی متمرکز برای مدیریت و حرکت به سمت بهبود بهره‌وری شرکت‌های دولتی، نیازمند تصمیم‌گیری سیاسی است. وقوع این مهم بدون همگرایی ملی و ایجاد اراده فراجناحی بر اجتناب از مصلحت‌گرایی مقطعی و اهتمام به اثربخشی صندوق در اقتصاد ملی، ممکن نخواهد بود.

منابع و مآخذ

۱. چشمی، علی و سیما کشاورز (۱۴۰۰). «بررسی محدودیت‌های آسان بودجه‌ای در شرکت‌های دولتی ایران»، فصلنامه مجلس و راهبرد، ۲۸ (۱۰۸).
۲. ربیع‌زاده، محمد و محمدحسین حاجیلو (۱۳۹۷). «بررسی عوامل سیاسی اثرگذار بر کارآمدی صندوق توسعه ملی ایران»، اولین کنفرانس ملی اقتصاد، حسابداری و امور بانکی، آستارا.
<https://civilica.com/doc/905008>
۳. سازمان ملی بهره‌وری ایران (۱۴۰۳). گزارش وضعیت بهره‌وری در شرکت‌های دولتی، نشر سازمان ملی بهره‌وری ایران.
۴. صدیقی، علیرضا و عاطفه جلالی موسوی (۱۴۰۲). «بررسی گزارش عملکرد صندوق توسعه ملی»، ماهنامه گزارش‌های کارشناسی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۳۱ (۵)، ۱۹۲۰۸.
۵. قراخانلو، مهتاب (۱۴۰۳). «بررسی بخش دوم لایحه بودجه سال ۱۴۰۳ کل کشور (۹): بودجه شرکت‌های دولتی»، ماهنامه گزارش‌های کارشناسی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۳۲ (۲)، ۱۹۷۳۰.
۶. قراخانلو، مهتاب و سیدمحمد حسین فاطمی (۱۴۰۱). «شرکت‌های دولتی ۲، مدل‌های مالکیت»، ماهنامه گزارش‌های کارشناسی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۳۰ (۵)، ۱۸۳۴۵.
۷. قربانی، محمد (۱۳۹۸). اقتصادسنجی خرد کاربردی: متغیرهای وابسته محدود شده با استفاده از Stata، دانشگاه فردوسی مشهد.
۸. کارزونی، علیرضا، حسین اصغرپور و مریم نفیسی مقدم (۱۳۹۹). «بررسی اثر ثبات سیاسی و دموکراسی بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب عضو سازمان همکاری اسلامی: رویکرد پانل پویا (SYS-GMM)»، پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، ۱۰ (۳۹).
- <https://sid.ir/paper/369747/fa>
۹. کریمی‌فرد، حسن (۱۳۹۰). «ارزیابی صندوق درآمدهای ملی ناشی از فروش منابع طبیعی تجدیدپذیر؛ با تأکید بر صندوق توسعه جمهوری اسلامی ایران»، فصلنامه مجلس و راهبرد، ۱۸ (۶۸).
۱۰. محمودی، وحید، حسین عبده تبریزی، سعید شیرکوند و رضا قهرمانی (۱۳۹۸). «الگوی حکمرانی و تخصیص منابع در صندوق توسعه ملی ایران»، فصلنامه اقتصاد مالی، ۱۳ (۴۹).
۱۱. مؤذنی، سپه‌اسادات (۱۴۰۲). «بررسی نقش صندوق‌های منابع در کنترل فساد در منتخبی از کشورهای دارای منابع طبیعی فراوان»، ماهنامه اکتشاف و تولید نفت و گاز، ش ۲۰۷.
۱۲. مه‌ری متعلق، رامین (۱۳۹۶). «بررسی رابطه صندوق ذخیره ارزی و وضعیت حکمرانی در کشورهای منتخب صاحب منابع طبیعی»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
۱۳. نبی‌زاده، علی‌حسین، محمدرضا فرزین و احسان خاندوزی (۱۳۹۷). «ارائه الگوی مناسب صندوق ثروت

ملی ایران با تأکید بر مقاوم‌سازی اقتصاد»، *مطالعات مدیریت راهبردی دفاع ملی*، ۲ (۸).
 ۱۴. نصیری‌ا قدم، علی، علی جعفری شهرستانی، الهام غلامی و زینب پیروز راهی (۱۴۰۳). «درس‌هایی از خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در ایران مطالعه موردی شرکت‌های قطارهای مسافربری رجا، ایران ایرتور، کشت و صنعت هفت تپه و آلومینیوم المهدی»، *فصلنامه مجلس و راهبرد*، ۳۱ (۱۱۸).

15. Aizenman, J. and R. Glick (2009). "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance", *International Finance*, 12(3).
16. Akyol, M. and B. Yildiz (2017). "Impact of Size of the National Asset Funds on Economic Development: Panel Data Analysis on Select Nations", *Journal of Economics Library*, 4(2).
17. Amar, J., C. Lecourt and V. Kinon (2018). "Is the Emergence of New Sovereign Wealth Funds a Fashion Phenomenon?", *Review of World Economics*, 154.
18. Ander, J. and P. Teplý (2014). *Sovereign Wealth Funds in Theory and Practice*, Charles University in Prague, Karolinum Press.
19. Balasundharam, V. and J. Khadan (2025). "Factors Supporting Sovereign Wealth Fund Adoption", *Applied Economics Letters*, 32 (16).
20. Bogoev, J. (2018). *Note on Stabilization/Wealth Funds: A Case Study Analysis*, Washington, D.C.: World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/908941526042996775>
21. Capapé, J. (2009). "Sovereign Wealth Funds: Why Were They Born", Available at SSRN 1522908.
22. Carpentier, J.F. and W.N. Vermeulen (2018). "Emergence of Sovereign Wealth Funds", *Journal of Commodity Markets*, 11.
23. Chaisse, J. and J. Mukherjee (2011). "Emerging Sovereign Wealth Funds in the Making: Assessing the Economic Feasibility and Regulatory Strategies", *Journal of World Trade*, 45(4). <https://doi.org/10.54648/trad2011029>.
24. Clark, P. and A. Monk (2015). "Sovereign Development Funds: Designing High-performance, Strategic Investment Institutions", *Strategic Investment Institutions*.
25. Das, U., Y. Lu, C. Mulder and A.N.R. Sy (2009). "Setting Up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations", *IMF Working Paper No. 09/179*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1474587>
26. Detter, D. and S. Fölster (2016). *The Public Wealth of Nations: How Management of Public Assets Can Boost or Bust Economic Growth*, Springer.
27. Elbadawi, I., R. Soto and H. Youssef (2017). "Sovereign Wealth Funds and

- Macroeconomic Stabilization in the Home Economy”, *In Economic Research Forum Working Paper* (No. 1175).
28. Eldredge, C.D. (2016). *The Political Determinants of Sovereign Wealth Funds* (Doctoral Dissertation, Department of Political Science, University of Colorado).
https://scholar.colorado.edu/concern/graduate_thesis_or_dissertations/t435gd06n.
 29. ----- (2019). “Capability and Need: A Framework for Understanding Why States Create Sovereign Wealth Funds”, *The World Economy*, 42(5).
 30. Gangi, F., A. Meles, M. Mustilli, D. Graziano and N. Varrone (2019). “Do Investment Determinants and Effects Vary Across Sovereign Wealth Fund Categories? A firm-level Analysis”, *Emerging Markets Review*, 38.
 31. Global SWF (2025). <https://globalswf.com>
 32. Gouett, M. (2020). “New Wealth, New Wisdom: Updating the Narrative of Sovereign Wealth Fund Creation”, *Resources Policy*, 65, 101534. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2019.101534>.
 33. Greene, W. (2012). *Econometric Analysis* (7th Edition), Prentice Hall, Upper Saddle River.
 34. Hill, R., W. Griffiths and G. Lim (2008). *Principles of Econometrics (Third Ed.)*, New York, John Wiley & Sons, Inc.
 35. <https://www.temasek.com.sg>
 36. IMF (2020). “State-Owned Enterprises: The Other Government” Fiscal Monitor: Policies to Support People During The Covid- Pandemic19, Washington, DC.
 37. Khalil, S. (2020). *Sovereign Funds to Manage the Wealth of Countries*, “Who Manages the Wealth of Iraq?!” , Retrieved from: <https://rawabetcenter.com/en/?p=7400>.
 38. Kinon, V. (2021). *Three Essays on the Rise and Governance of Sovereign Wealth Funds*, Doctoral Dissertation, Aix-Marseille.
 39. Lin, K.J., X. Lu, J. Zhang and Y. Zheng (2020). “State-Owned Enterprises in China: A Review of 40 Years of Research and Practice”, *China Journal of Accounting Research*, 13(1).
 40. Maire, J., A. Mazarei and E.M. Truman (2021). “Sovereign Wealth Funds are Growing More Slowly, and Governance Issues Remain”, *Policy Brief, PIIE*.
 41. Ng, W.J.N. (2018). “Comparative Corporate Governance: Why Singapore’s Temasek Model is not Replicable in China”, *New York University Journal of International Law and Politics*, 51(1), 211.
 42. Nguyen, H.C. and D.T. Nguyen (2021). “The Impact of Non-commodity Sovereign

- Wealth Funds' Ownership on the Domestic Target Firm Performance", *Cogent Economics and Finance*, 9 (1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1878620>
43. Nguyen, T.T. and H.T. Nguyen (2020). "State Ownership and Firm Performance in Vietnam: the Role of State-owned Holding Company", *Asian Journal of Business and Accounting*, 13(2).
44. OCED (2022). "State-owned Holding Companies: Background note for the Asia-Pacific Network Meeting on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (December 2022)", <https://www.oecd.org/corporate/state-owned-holding-companies-background-note.pdf>.
45. -----, (2024). *Ownership and Governance of State-owned Enterprises 2024*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/395c9956-en>.
46. Stiefel, D. (2000). "Fifty Years of State-owned Industry in Austria, 1946–1996." In: P.A. Toninelli (ed.), *The Rise and Fall of State-owned Enterprise in the Western World*, Cambridge, Cambridge University Press.
47. SWF (2024). <https://www.swfinstitute.org>
48. Toninelli, A.P. (Ed.) (2008). *The Rise and Fall of State-owned Enterprise in the Western World*, Cambridge, Cambridge University Press.
49. Train, K. (2003). *Discrete Choice Methods With Simulation*, Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.