



ارزیابی تعامل پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی در اقتصاد ایران

ژاله زارعی^۱

چکیده

در ادبیات علمی روی این موضوع توافق وجود دارد که ارتباط بین پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی دارای ماهیتی دو سویه است. بدین ترتیب که، پایداری بودجه‌ای دارای پیامدهایی برای کارکرد منظم و با ثبات بخش مالی است و آشفتگی‌های بخش مالی می‌تواند تاثیر معنی‌داری بر موقعیت‌های مالی بودجه داشته باشد. بر این اساس، شاخص‌های پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی در اقتصاد ایران استخراج گردید و با توجه شاخص شرایط مالی مورد ارزیابی قرار گرفت. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که اقتصاد ایران حتی با وجود استفاده از درآمدهای نفتی به ترتیب در ۸۸ و ۵۶ درصد از سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۹۵ با ناپایداری بودجه‌ای و بی‌ثباتی مالی مواجه بوده است. بررسی تعامل این دو وضعیت با استفاده از آزمون علیت-گرنجر، گویای ارتباط دوسویه ناپایداری بودجه‌ای و بی‌ثباتی مالی در اقتصاد ایران است. همچنین ارزیابی همبستگی ثبات مالی و شاخص شرایط مالی دولت گویای این است که سلامت مالی دولت به عنوان متغیری پیش‌ران با دو وقفه بر ثبات مالی اثرگذار است. لذا، انتظار می‌رود، نظارت و تحلیل بخش‌های اصلی سیستم مالی بخش عمومی همراه با پایش شرایط اقتصاد کلان، تحلیل پایداری بدهی دولت، پیاده‌سازی مقررات احتیاطی کلان اقتصادی و درنهایت هماهنگی کامل سیاست مالی و پولی مورد توجه سیاستگذاران قرار گیرد.

۱. مقدمه

شرایط بحران مالی و اقتصادی در سال‌های اخیر نشان داد روابط متقابل پیچیده‌ای بین ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای^۲ وجود دارد. ثبات مالی به نحو فزاینده‌ای وابسته به تعامل دو سویه بین بخش مالی و بخش حاکمیت است. به طوری که، اعتبار حاکمیت، حکم منبع موثق و مطمئن برای تضمین بخش مالی را دارد (از طریق تزریق مستقیم منابع مالی) و به عنوان مبنایی برای قیمت‌گذاری سایر دارایی‌ها از طریق عرضه اوراق قرضه دولتی بدون ریسک عمل می‌نمایند. در عین حال، بخش مالی تضمین‌کننده ورود جریان اعتبار به بخش واقعی اقتصاد و همچنین یکی از منابع تأمین مالی دولتی محسوب می‌شود.

^۱ - مدیر انجمن علمی پول و بانک ایران و پژوهشگر پژوهشکده پولی و بانکی

^۲ - Fiscal sustainability



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

بحران مالی سال‌های اخیر بر این موضوع تأکید نمود که مکانیسم انتقال ریسک از بخش مالی به سمت بخش حاکمیت از طریق دو کانال می‌باشد: (الف) حمایت دولت از بخش مالی (افزایش مستقیم سرمایه، تضمین‌های دولتی و غیره) که باعث افزایش بدهی حاکمیت می‌شود؛ (ب) اهرم زدایی^۱ از بخش مالی با تشدید رکود در فعالیت‌های اقتصادی که در نهایت منجر به کاهش درآمد و افزایش مخارج در بودجه می‌شود. از سوی دیگر، مهمترین کانال‌هایی که به واسطه آن ریسک حاکمیت وارد بخش مالی می‌شود به شرح زیر هستند:

۱. تغییر در سطح ریسک دارایی‌ها

۲. زیان در اثر قیمت‌گذاری مجدد اوراق قرضه دولتی

کانال‌های فوق می‌توانند به گونه‌ای مستقل از هم و یا همزمان عمل نمایند و یا حتی می‌توانند به صورت متقابل یکدیگر را تقویت نمایند. وقوع این امر می‌تواند در هر دو بخش منجر به افزایش زیان و رشد هزینه‌ها گردد که تأثیرات منفی بر بخش واقعی اقتصاد خواهد داشت. لذا، جهت ممانعت از بی‌ثباتی مالی، لازم است هر دو بخش از ثبات بالایی برخوردار باشد.

درخصوص چگونگی اثرگذاری تغییرات بودجه‌ای و پایداری آن به ثبات مالی تاکنون هیچ تحلیل تفصیلی در ادبیات علمی ایران انجام نگرفته و ارتباط بین پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی، به طور صریح تبیین نشده است.

با توجه به آنچه گفته شد، هدف این مطالعه، بررسی تعامل پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی است. بر این اساس، این مقاله در نظر دارد اثرات دوسویه پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی در اقتصاد ایران را ارزیابی نماید. برای دستیابی به این هدف، در بخش دوم به ادبیات نظری پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی اشاره و سپس نحوه تعامل بین آنها بیان خواهد شد. در بخش چهارم به این پرسش‌ها پاسخ داده می‌شود که چگونه می‌توان از ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای حفاظت نمود و منبع افزایش بدهی‌های بخش دولتی در دوران پس از بحران چیست؟ در بخش‌های پایانی، با ساخت شاخص‌های ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای در اقتصاد ایران، وضعیت آنها نسبت به یکدیگر و ارتباط بین آنها بررسی می‌گردد و بر این اساس توصیه‌های سیاستی نیز بیان می‌گردد.

۲. پایداری بودجه‌ای

وقوع بحران مالی اخیر و نسبت بالای بدهی به GDP^۲ در بسیاری از کشورها از جمله آمریکا، سبب گردید تا سازمان‌های بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول و مؤسسات اعتباری بین‌المللی در جهت متعادل کردن توازن بودجه و پایداری

^۱ - Deleveraging

^۲ - همچنان که دولت تلاش می‌نماید تا فشار درآمدی و هزینه‌ای مرتبط با کاهش شدید در GDP و بازسازی مالی را از بین ببرد، کسری مالی افزایش می‌یابد و این موضوع منجر به افزایش نسبت بدهی عمومی به GDP می‌گردد.



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

بودجه‌ای^۱ در بلندمدت تأکید ورزند. بر این اساس، حفظ انضباط مالی و کنترل افزایش بدهی‌های دولت در کشورها باعث گردید «ارزیابی پایداری بودجه‌ای» به یکی از رایج‌ترین اصطلاحات در بررسی‌های سیاست مالی تبدیل گردد. به باور آنها، دولت مانند هر نهاد و بنگاه اقتصادی دیگر با محدودیت بودجه‌ای مواجه بوده و نمی‌تواند در همه دوره‌ها قرض‌گیرنده باشد، به عبارتی باید مجموع بدهی‌های دولت در افق بلندمدت، صفر باشد.

پایداری بودجه‌ای در بعد زمان، مفهومی بلندمدت است و به الزامات آتی سیاست‌های مالی جاری دولت اشاره دارد و این سؤال را پاسخ می‌دهد که آیا دولت می‌تواند بدون آسیب زدن به توان بازپرداخت بدهی‌ها، سیاست‌های بودجه‌ای خود را ادامه دهد (کراک و رامون^۲، ۲۰۰۳). از دیدگاه بلانچارد^۳، سیاست مالی دولت زمانی پایدار است که هر کسری، با یک مازاد در آینده تأمین مالی شود. یعنی اگر در چندین سال دولت با کسری بودجه مواجه باشد، انتظار می‌رود که در آینده دارای مازاد بودجه باشد. در مجموع، از منظر سیاستگذار مالی، پایداری بودجه‌ای زمانی برقرار است که دولت مجبور به نکول، مذاکره مجدد، تغییر ساختار بدهی‌ها و یا تعدیلات بزرگ مالی یا پولی ناشی از فشار بدهی‌ها نشود. با این حال، قدرت پرداخت بدهی بخش حاکمیت تا میزان بالایی وابسته به اعتبار بودجه^۴ و اعتماد بستانکاران به پایداری بودجه‌ای دولت می‌باشد. اعتماد به پایداری بودجه‌ای تحت تاثیر عوامل مختلفی نظیر میزان درآمد و مخارج پیش‌بینی شده در بودجه، نرخ سود و رشد اقتصادی قرار دارد.

۳. ثبات مالی

وقوع بحران‌های مالی و ضربه بزرگ آنها به تولید حقیقی در کشورهای مختلف، اهمیت رابطه بین آسیب‌پذیری سیستم مالی و ثبات اقتصاد کلان را در دهه‌های اخیر پررنگ‌تر کرد. این سؤال که «چگونه ثبات مالی تضمین گردد» در صدر دستور کار مقام‌های پولی و مالی قرار گرفت و باعث شد مفهوم ثبات مالی همانند ثبات پولی در بین بانکداران مرکزی به موضوعی غالب تبدیل گردد. از نظر مفهوم شناسی، ثبات مالی به وضعیتی اطلاق می‌گردد که بحران‌های سیستماتیک ثبات اقتصاد کلان را تهدید نمایند و اجزای سیستم مالی اعم از بانک‌ها، بازار سرمایه، شرکت‌های بیمه و بازار دارایی‌ها از

۱- Fiscal sustainability

۲- Enzo Croce & V. Hugo Juan-Ramon

۳- Blanchard

۴ - بر اساس چارچوب PEFA، اعتبار بودجه در گام نخست، بستگی به میزان انحراف مخارج دولت از هزینه کلی برآورده شده در بودجه و همچنین مقدار انحراف منابع درآمدی دولت از پیش‌بینی‌های آن دارد. در گام بعدی، درجه انطباق وعده‌های سیاستی دولت با عملکرد آن مورد ارزیابی قرار گرفته و تعهدات نقدی دولت بررسی می‌شود. در نهایت با سنجش موجودی کل تعهدات معوقه پرداختی، این مسأله را مورد بررسی قرار می‌دهد که آیا مخارج ثبت شده انعکاس صحیحی از مخارج واقعی هستند و همچنین اینکه این معوقات به اندازه‌ای خوب ثبت شده‌اند که بتوان از روی آنها در خصوص پرداخت معوق‌ها اطلاعاتی کسب کرد؟



استحکام و عملکرد مناسب برخوردار باشند. بر اساس دیدگاه شیناسی^۱ (۲۰۰۴) به عنوان یکی از اقتصاددانان برجسته در حوزه مالی، ثبات مالی به معنای ممانعت از ورود عناصر اصلی سیستم مالی در یک سری عدم تعادل‌هایی است که به صورت دوره‌ای کارایی اقتصاد را تهدید می‌نمایند. شیناسی ثبات مالی را شرط لازم برای ارزیابی، شناسایی و مدیریت درست ریسک مالی (اعتباری، نقدینگی و بازار)، جهت حداکثر نمودن کارایی اقتصاد می‌داند. میشکین^۲ (۲۰۰۶) ثبات مالی را وضعیتی می‌داند که بحران‌های مالی سیستماتیک، ثبات اقتصاد کلان را تهدید نکنند. البته، باید توجه داشت بر اساس دیدگاه هوبن و شیناسی^۳ در سال (۲۰۰۴)، ثبات مالی صرفاً به معنای عدم وجود بحران‌های مالی نیست؛ بلکه به توانایی سیستم مالی برای واکنش و مدیریت با عدم تعادل‌های مالی است که می‌تواند تهدیدی بالقوه برای فرایندهای اقتصادی سیستم مالی باشد

۳. تعامل ثبات مالی و ثبات بودجه‌ای

شرایط بحران مالی و اقتصادی در سال‌های اخیر نشان داد روابط متقابل پیچیده‌ای بین ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای وجود دارد. بر این اساس، کارشناسان استدلال می‌کنند که بحران مالی، اقتصادی و بودجه، از جمله مواردی هستند که بی‌ثباتی در یکی از آنها می‌تواند عدم ثبات دیگری را موجب گردد.

آشفته‌گی‌های بخش مالی نشان داد پایداری بودجه‌ای پیامدهایی برای کارکرد منظم و با ثبات بخش مالی دارد و از سوی دیگر، وقوع بحران‌های مالی می‌تواند تاثیر معنی‌داری بر تأمین مالی بودجه و میزان توانایی دولت برای استقراض داشته باشد. بر این اساس و نتایج مطالعات تجربی می‌توان نتیجه گرفت که ارتباط بین پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی دارای ماهیتی دو سویه بوده و در ادبیات علمی نیز روی این موضوع توافق وجود دارد. برای ارزیابی این ارتباط، در این بخش، ابتدا اثرات ناپایداری بودجه‌ای بر ثبات مالی مورد بررسی قرار گرفته و در بخش دوم، چگونگی اثرگذاری عدم وجود ثبات مالی بر پایداری مالی دولت ارزیابی می‌گردد.

۱-۳. اثرات ناپایداری بودجه‌ای بر ثبات مالی

راتکاسکاس^۴ (۲۰۱۵) بر این موضوع تأکید دارد که افزایش در بدهی به تنهایی نمی‌تواند به عنوان یک معیار ارزیابی پایداری بودجه‌ای تلقی گردد. زیرا، این بدهی‌ها ریسک‌هایی را به همراه دارند که با کاهش توان بازپرداخت مطالبات

۱- Schinasi

۲- Mishkin

۳- Houben & Schinasi

۴- Rutkauskas



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

طلبکاران، بیشتر نمایان می‌شوند. این شرایط زمانی وخیم‌تر می‌شود که هیچ دارایی مناسبی وجود نداشته باشد که بتواند به منظور برآوردن تعهدات استفاده شود. بدین ترتیب، کاهش پایداری بودجه‌ای دولت به عنوان بدهکار می‌تواند به صورت مستقیم و غیرمستقیم، ثبات مالی بستانکاران را به دلیل وارد آوردن زیان‌های احتمالی بدتر کند. پیامدهای نکول بدهکاران در قبال تعهداتشان، بر بازیگران کل اقتصاد اثر گذاشته و بدین ترتیب هم ثبات مالی و هم پایداری بودجه را کاهش دهد.

کارشناسان بر این موضوع تأکید دارند که ثبات مالی ارتباط قوی با پایداری بودجه‌ای دارد و افزایش بدهی‌های دولت یکی از منابع اصلی وقوع بحران‌های مالی قلمداد می‌شود. برای تشریح این ارتباط اینگونه توضیح می‌دهند که دولت یکی از بزرگترین بازیگران اقتصاد کلان است. درآمد، هزینه، کسری و بدهی انباشته شده دولت، چهار شاخص عمده فعالیت‌های آن است که ارتباطات قوی با یکدیگر دارند. سیاست مالی تأثیر مستقیم بر مازاد و یا کسری بخش مالی دولتی دارد و این به نوبه خود، می‌تواند در تغییرات بدهی عمومی دیده شود.

از این منظر، رشد بدهی عمومی موجب می‌شود که دولت به هر گونه شوک غیرمنتظره (مثلاً رکود اقتصادی) آسیب پذیر باشد؛ زیرا این امر می‌تواند به طور مستقیم منجر به عدم توان پرداخت بدهی دولت شود (اثر مستقیم). یا اینکه، بدهی بالاتر باعث کاهش توانایی‌های دولت برای مدیریت هزینه‌ها یا افزایش سرمایه‌گذاری شده و به دنبال آن توانایی حمایت از رشد اقتصادی را نداشته باشد (اثر غیر مستقیم)؛ که وجود این شرایط، به نوبه خود منجر به ایجاد عدم تعادل در عملکرد اقتصادی در آینده گردد.

حتی بررسی‌های اقتصادی در دوران پس از بحران مالی نیز نشان داد در این دوره ریسک‌پذیری مؤسسات مالی کاهش می‌یابد و این امر موجب می‌شود ارتباط متقابل آنها با بخش دولتی بیشتر شود. به طوری که، به دلیل عدم تقاضا و عرضه در این دوران، بخش مالی اعم از نهادهای مالی و مؤسسات، مواجهه با بخش خصوصی را کاهش و تعامل با بخش دولتی را افزایش می‌دهد. بنابراین، تغییرات در ساختار دارایی، واسطه‌های مالی را نسبت به تغییرات ناگهانی در پایداری مالی (به رغم تنوع بخشیدن به سهام خود) آسیب پذیرتر می‌نماید. در نهایت، مشخص گردید یکی از منابع اصلی بی‌ثباتی اقتصادی، شکنندگی مالی است. بدین گونه که، عدم توانایی بازپرداخت بدهی توسط دولت ممکن است زمینه‌ساز پرداخت نکردن بدهی مؤسسات و نهادهای مالی و شرکت‌های دولتی به طلبکاران گردیده و این امر زمینه فقدان سرمایه برای جبران زیان‌ها را فراهم آورد در نتیجه، اقدامات متقابل دولت‌ها (برای حفظ ثبات در بخش بانکی و تقویت تقاضای کل) می‌تواند پایداری مالی را با ریسک مواجه کرده و بحران مالی را به وجود آورد.



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

مشاهدات تجربی در بخش بانکی نیز نشان داد عدم پایداری بودجه‌ای دولت، بازارهای اوراق قرضه دولتی و سیستم بانکی را در برخی کشورها بی‌ثبات کرده است. به بیان ساده، پایداری بودجه‌ای ارتباط نزدیکی با ریسک نکول دولتی و ارزش اعتباری دولتی دارد و افزایش ریسک حاکمیتی می‌تواند اثر منفی بر سیستم بانکداری داشته باشد.

مطالعات تجربی نیز مؤید این موضوع هستند که بحران مالی متأثر از آسیب‌پذیری‌های مرتبط با تغییرات در سطح و ساختار بدهی دولت است. برای مثال، هوگدین و همکاران^۱ (۲۰۱۰)، نشان دادند که افزایش سهم بدهی کوتاه مدت، منجر به خطر بیشتر تأمین مالی مجدد شده و مدیریت بدهی، ثبات مالی را تضعیف می‌کند. آنها ادعا می‌کنند که سیاست مالی می‌تواند به عنوان ریسک اصلی ثبات مالی و پولی در نظر گرفته شود. داس و همکاران (۲۰۱۰) ثابت می‌کنند که ثبات مالی تابعی از سطح بدهی عمومی (اوراق بهادار)، پرتفوی (ترکیب)، مبنای سرمایه‌گذاری، توسعه بازار سرمایه و بدهی و عوامل سازمانی است.

هونوهان^۲ (۲۰۰۷)، جسیک^۳ (۲۰۱۳) بر این باورند که وضعیت ناپایداری بودجه‌ای می‌تواند بی‌ثباتی مالی را در پی داشته باشد. کاهش اعتبار بودجه، محدود شدن پشتوانه سرمایه‌گذار، افزایش هزینه‌های انتشار اوراق بدهی و فرصت‌های محدود استقرار عمومی می‌تواند زمینه افزایش فشار بر مؤسسات مالی را فراهم آورد. ادامه روند مارپیچ بدهی - کسری بودجه می‌تواند بدبینی بازار، محدودیت در سرمایه‌گذاری را به وجود آورد و با تأثیر منفی بر بخش مالی، به عنوان منبعی برای بی‌ثباتی اقتصادی تلقی گردد. همه نتایج بر این موضوع تأکید دارند که، این تأثیر روی ثبات مالی، عمدتاً به سطح بدهی عمومی، سررسید و ساختار مالکیت بستگی دارد (هوگدیون و همکاران، ۲۰۱۰).

در مجموع، بر اساس گزارش‌های صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۱۴ می‌توان گفت پایداری بودجه‌ای با اثرگذاری بر متغیرهای ذیل می‌تواند بر ثبات مالی اثرگذار باشد.

- متغیرهای اقتصاد کلان: (۱) نسبت تراز مالی و بدهی‌های دولت به تولید ناخالص داخلی؛ (۲) حساب جاری، سطح و نوسانات جریان سرمایه؛ (۳) سهم پس اندازهای خانوار از تولید ناخالص داخلی و (۴) رشد تولید ناخالص داخلی و تورم.

۱- Hoogduin & et.al.

۲-Honohan

۳-Jesic



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

- ساختار بازار: (۱) میزان اوراق بدهی و بازده آنها؛ (۲) موجودی خارجی اوراق قرضه محلی؛ (۳) ترکیب و تنوع پایگاه سرمایه گذار؛ (۴) انواع اوراق با سود ثابت و (۵) بازار مشتقات و انواع اوراق حمایتی.
- نقدینگی بازار: (۱) حجم اوراق معوق مینا؛ (۲) اندازه معاملات و نسبت گردش مالی؛ (۳) اختلاف قیمت خرید و فروش.

بر اساس موارد مذکور، چنانچه در (جدول ۱) مشاهده می‌شود کانال‌های اثرگذاری ناپایداری بودجه‌ای بر ثبات مالی در بسیاری از کشورها از طریق انباشت بدهی، وضعیت بدهی جاری، منابع سرمایه‌گذاری، ساختار بازار بدهی و جنبه‌های نهادی بوده است.

جدول ۱. کانال‌های اثرگذاری پایداری بودجه‌ای بر ثبات مالی

سیاست کاهش ریسک	سیاست پیشگیرانه	کانالها
بیع متقابل بدهی؛ راه‌اندازی بازار بدهی	کاهش هزینه و استفاده از ابزارهای کاهش ریسک	انباشت بدهی
مزایده مبادله‌ای؛ استفاده از مشتقات مالی	کاهش هزینه و استفاده از ابزارهای کاهش ریسک	وضعیت بدهی جاری
بیع متقابل بدهی؛ مزایده مبادله‌ای؛ پیاده‌سازی برنامه‌های ارتباطات سرمایه‌گذارها	متنوع ساختن منابع سرمایه‌گذار، نظارت بر شاخص‌های ریسک منابع سرمایه‌گذاری و اتخاذ استراتژی مناسب	منابع سرمایه‌گذاری
تغییرات در چارچوب قانونی و استراتژی بدهی	انتشار اوراق مینا؛ ایجاد ساختار مناسب اولیه برای معامله‌گران و بازارگردان‌ها؛ هماهنگی با نهادهای نظارتی؛ ایجاد چارچوب حقیقی مناسب؛ تدوین استراتژی توسعه بازار بدهی	ساختار بازار بدهی
تغییرات در چارچوب حاکمیت قانونی و استراتژی بدهی	هماهنگی با سیاست پولی و مدیریت وجوه نقد؛ حفظ چارچوب ارتباطی مناسب؛ تطبیق استراتژی‌ها و قوانین بر اساس قواعد بین‌المللی	جنبه‌های نهادی

منبع: دس و همکاران، ۲۰۱۰

- ۱ - تعدادی از خریداران اصلی و حرفه‌ای هستند که بر کار مزایده نظارت می‌کنند تا کسی تخلف نکند.
- ۲ - افراد یا شرکت‌هایی هستند، که با هدف کسب سود، اقدام به خرید و فروش دارایی مالی (اوراق بهادار) یا کالاهای اقتصادی کرده و بنا به ماهیت عملکرد، از نوسانات ناخواسته قیمت دارایی می‌کاهند



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

در این جدول سیاست‌های پیشگیرانه و کاهش ریسک اثرات بدهی دولتی نیز بیان شده است که به طور مختصر در ذیل توضیح داده می‌شود.

- مدیران بدهی، معمولاً شناخت صحیحی از انتقال ریسک به گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران دارند. بنابراین، پایش قوی و مستمر بر مدیریت بدهی، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های بازیگران کلیدی و ارزیابی ساختار دارایی آنها از جمله موارد مهمی است که این مدیران باید همواره در نظر داشته باشند. انجام این کار می‌تواند اطلاعات مهمی را به منظور ارزیابی تمایل به سرمایه‌گذاری در بخش اوراق بهادار دولتی جدید، در اختیار آنها قرار دهد.
- مدیران بدهی باید هنگام برخورد با نکول بدهی یا کاهش ارزش بدهی، احتیاط را رعایت کرده و تأثیر تصمیمات و سیاست‌های خود را بر ثبات مالی در نظر بگیرند. مدیریت نامناسب بدهی می‌تواند اعتبار دولت را کاهش داده و توانایی دولت برای مدیریت نقدینگی در بخش‌های مختلف اقتصادی و بازارهای مالی را به طور مؤثر تضعیف کند. در موارد تجدید ساختار بدهی، مدیران بدهی باید ارزیابی‌های وسیعی از مواردی همچون مزایده مبادله‌ای، استفاده از مشتقات مالی، سطح و میزان تعدیل و زمان‌بندی برای عملیاتی کردن آنها را ارائه دهند.

۲-۳. اثرات عدم ثبات مالی بر پایداری بودجه‌ای

در بحران مالی سال ۲۰۰۷، مقامات ملی مجبور به مداخله در بازارهای مالی و بانک‌های همه قاره‌ها شدند. حجم حمایت‌های دولتی که ابتدا در ایالات متحده و سپس در اروپا و آسیا صورت گرفت، گسترده‌ترین مداخلات دولتی در بخش‌های مالی پس از دهه ۱۹۲۰ بوده است. در نتیجه این اقدامات، اغلب مؤسسات بزرگ مالی من جمله بخش بانکداری در جهان یا تحت حمایت کامل دولت و یا در اختیار دولت قرار گرفتند.

البته، مطالعات تجربی نشان می‌دهند که اقدامات مداخله‌ای دولت در حل بحران‌های مالی، هزینه‌های مالی بالایی دارد. به‌طوری‌که، ارزیابی ۶۸ بحران بانکی رخ داده در دوره زمانی ۱۹۸۰-۲۰۱۳ بیانگر این است که وقوع این بحران‌ها، هزینه‌های مالی قابل توجهی را بر دولت‌ها تحمیل کرده است.

باید به این نکته اشاره داشت که هزینه‌های مستقیم، به طور کامل نشان‌دهنده تأثیر بحران‌های مالی بر تأمین مالی دولتی نیستند. زیرا این بخش از هزینه‌ها فقط بر اساس مداخلات مستقیم دولتی به‌ویژه در بخش بانکی در یک دوره بحرانی ناشی می‌شوند. این مداخلات معمولاً پس از مرحله پیشگیری از بحران بروز می‌کنند که بانک‌های مرکزی سعی در تثبیت مالی دارند. دولت‌ها به واسطه اثرات بحران‌ها بر بخش واقعی اقتصاد، هزینه‌های مالی غیرمستقیمی را نیز متحمل می‌شوند. به‌طوری‌که، به عنوان نمونه، بحران‌های بانکی معمولاً صرف ریسک را بالا برده و ذخیره اعتباری برای وام‌گیرندگان بانکی



را دچار اختلال می‌کنند. این وضعیت زمینه کاهش مصرف و سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورد که نتیجه آن اثرات منفی بر رقم کلی تقاضا، رشد و ارزش‌داری‌ها است. ترکیب این اثرات باعث کاهش درآمد دولت و به‌دنبال آن اتخاذ سیاست مالی انقباضی دولت خواهد شد که رکود اقتصادی را به‌دنبال دارد. بنابراین می‌توان اینگونه استنباط نمود که بحران‌های ناشی از رکود و افزایش هزینه‌های استقراض، از جمله عوامل دیگری هستند که به‌طور غیرمستقیم بر تأمین مالی دولتی تأثیر می‌گذارند.

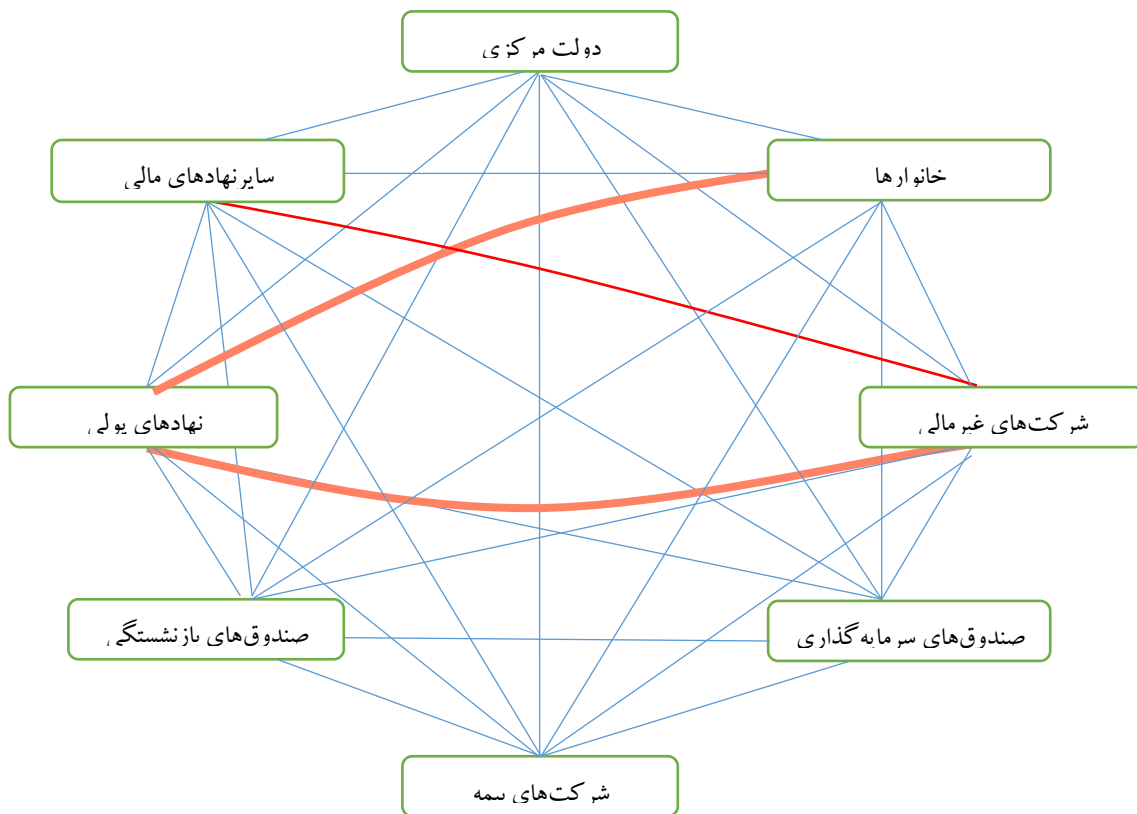
بر این اساس، مخارج کلی خروج از بحران می‌تواند شامل هزینه‌های بودجه‌ای مستقیم، هزینه‌های مالی غیرمستقیم و هرگونه هزینه‌بازی باشد. به‌طوری‌که، بسیاری بر این باورند که تغییرات در بدهی بخش دولتی می‌تواند نشانگر رقم واقعی هزینه بحران‌های بانکی باشد؛ چرا که این افزایش، اثرات مربوط به سایر رویدادهای احتمالی در محدوده زمانی بحران را نیز در نظر می‌گیرد. اگر با این رویکرد به مسئله نگاه شود، مطالعات تجربی نشان می‌دهند کل هزینه‌های بحران مالی متحمل شده در بازه زمانی ۱۹۸۰-۲۰۱۱ بیش از ۱۴ درصد از تولید ناخالص داخلی را شامل می‌شود که در مورد ۱۱ بحران پر هزینه، افزایشی بیش از ۴۰ درصد GDP را نشان می‌دهد. جدیدترین موج از این بحران‌ها نیز از این قاعده مستثنی نیست به طوری‌که، میانگین افزایش در بدهی بخش دولتی، ۲۴ درصد از GDP را تشکیل می‌دهد. بررسی‌های بانک دویچه در سال ۲۰۱۳ نشان داده است که این افزایش در برخی از کشورها حتی بیش از دو برابر این مقدار بوده است.

واضح است که دولت‌ها برای انجام این سیاست‌ها و تأمین مالی هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم بی‌ثباتی مالی، کسری بودجه بالایی خواهند داشت که برای تأمین مالی آن می‌بایست از مردم، بانک مرکزی و یا سایر نهادهای بین‌المللی استقراض نمایند. این شرایط، افزایش میزان بدهی دولت و سپس ناپایداری را به دنبال خواهد داشت. به‌عبارتی، بی‌ثباتی مالی و وجود بحران مالی، ناپایداری بودجه‌ای را سبب می‌گردد.

بررسی اثرات پایداری بودجه‌ای بر ثبات مالی و بالعکس، در مباحث فوق بر این موضوع تأکید داشتند که بین ارتباط بین این دو دارای ماهیتی دو سویه است. به‌عبارتی، موارد مذکور در این بخش نشان داد که چگونه بی‌ثباتی مالی در یک بخش می‌تواند شرایط بخش‌های دیگر اقتصادی را به مخاطره اندازد و چگونه این اثرات دومینویی به آسانی می‌تواند توسط عاملین اقتصادی به بخش‌های مختلف انتقال و تسری یابد (شکل (۱)).



شکل ۱- وابستگی‌های مالی عاملین اقتصادی



ع. منبع: راتکاسکاس (۲۰۱۵)

فرآیند حفاظت از ثبات و پایداری با ریسک‌هایی مواجه است که می‌تواند عملکرد مناسب سیستم مالی، بخش عمومی و اقتصاد را تهدید کند. برای ارزیابی و کاهش این ریسک‌ها می‌توان گام‌هایی را برداشت.

- با توجه به ماهیت در حال تغییر ریسک‌ها، پایش جامع و مستمر اطلاعات بخش عمومی و سیستم مالی ضروری است. بر این اساس، کارشناسان، استفاده از حساب‌های مالی و غیرمالی دوره‌ای برای نظارت بر ثبات مالی را به عنوان یک گام مهم در جهت بهبود کلی چارچوب ارزیابی ثبات و پایداری توصیه می‌کنند. اطلاعات حساب‌های مالی به‌ویژه برای ارزیابی مشکلات در داخل سیستم و نتایج احتمالی آن در صورت تحقق ریسک از اهمیت بسیاری برخوردار است. البته باید به این نکته اشاره داشت که از یک طرف، تضمین کیفیت مناسب این اطلاعات که از نهادهای مالی یا بخش‌های مختلف اقتصادی به دست آیند، مشکل و وقت‌گیر است. از سوی دیگر، عدم



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

وجود اطلاعات در زمان جاری می‌تواند بر ارزیابی و نظارت اثرگذار باشد. زیرا، اطلاعات پس از گردآوری معمولاً بعد از یک دوره زمانی پایش و اعلام می‌شوند.

- چارچوب جریان نقدی می‌تواند برای نظارت بر تحولات در طول زمان در الگوهای اقتصادی استفاده شود. علاوه بر این، چارچوب جریان وجوه می‌تواند برای ارزیابی آسیب‌پذیری بخش مالی به شوک‌های بزرگ استفاده شود. البته، استفاده از چارچوب جریان نقدی برای ارزیابی ثبات پولی، به اطلاعات بیشتری نیاز دارد. اما، حساب‌های «چه کسی به چه کسی» امکان ردیابی روابط بدهکار/بستانکار را در میان بخش‌های نهادی بررسی می‌کند. این شرایط می‌تواند برای تحلیل اینکه «چه کسی، چه چیزی را، و با چه ابزاری تأمین مالی می‌کند»، مورد استفاده قرار گیرد (بی داک و لی برتون^۱ ۲۰۰۹).

- توجه به تعمیق مالی بخش خصوصی در دوران قبل از بحران اقتصادی از موارد مهمی است که می‌بایست مورد توجه قرار گیرد. زیرا میزان عمق مالی این بخش از اقتصاد می‌تواند اندازه رشد بدهی بخش دولتی پس از بحران را تعیین نماید. به‌عنوان نمونه، بررسی بحران مالی در اروپا نشان می‌دهد تا زمان آغاز بحران مالی، تغییرات در تعادل عوامل مختلف اقتصادی به پیروی از الگوی مورد انتظار بود. سود خالص دارایی‌های مالی شرکت‌های مالی تا زمان آغاز بحران نسبتاً کوچک بود. از سال ۲۰۰۵، تغییرات جاری در معاملات مشاهده شد. شرکت‌های غیرانتفاعی خالص بدهی‌های خود را افزایش دادند، خانوارها به تدریج خالص پس‌انداز خود را کاهش دادند و بقیه نهادهای مالی جهان همراه با شرکت‌های مالی، وام‌دهی به اقتصاد اتحادیه اروپا را افزایش دادند. در سال‌های ۲۰۰۶ و ۲۰۰۷ دولت موفق به کاهش هزینه‌های مالی شد. با این حال، دارایی‌ها و بدهی‌ها از سال ۲۰۰۹ به شدت افزایش یافت. بخش خصوصی خالص دارایی‌های خود را مانند شرکت‌های مالی افزایش داد و این وضعیت تا سال ۲۰۱۴ ادامه یافت. پس از بحران، بخش دولتی مجبور به قبول کسری و افزایش بدهی شد و تعهدات مالی تا قبل از رکود اقتصادی توسط بخش خصوصی منجر به ایجاد تعهدات بخش دولتی شد. بنابراین، محققان بر این باورند که بدهی عمومی ایجاد شده در کشورهای عضو اتحادیه اروپا در سال‌های اخیر بیشتر یک نتیجه بود و نه به علت بحران مالی. همانطور که تیکی^۲ (۲۰۱۳) معتقد است تقاضای بخش خصوصی موجب افزایش نامطلوب بدهی‌ها بوده است و نه کسری‌های بودجه دولت. نکته دیگر اینکه، دارنده بدهی مهم نیست. زیرا، بدهی بالاتر بخش خصوصی که قبل از بحران مالی رخ داده، پس از آن باعث شد که بدهی‌های عمومی بالاتر رود؛ چرا که اقتصاد در گذشته خود را با جریان‌های مالی بالاتری تنظیم کرده است. در حالی که، دولت خالص بدهی خود

۱ - Bê Duc & Le Breton

۲ - Tichy



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

را کاهش دهد، خانوارها باید خالص پس انداز خود را کاهش دهند و شرکت‌های غیرمالی، باید خالص بدهی‌های خود را برای حمایت از عملکرد اقتصاد عمومی افزایش دهند. با این حال، روشن نیست که آیا بخش خصوصی و سایر نقاط خارج از مرزها، مطابق با تغییرات تجویز شده دولت عمل کنند و این امر بسیار بعید به نظر می‌رسد. عدم اطمینان ناشی از رکود اقتصادی شدید و طولانی مدت، به طور معمول، تمایل خانواده‌ها برای امنیت و پس انداز را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، شرکت‌های غیردولتی نیز همچنان به عنوان شریکی برای بدهی‌های دولت با اتخاذ تعهدات اضافی همسو با انتظارات عمل می‌کنند. علاوه بر این، شرکت‌های مالی یا سایر نهادهای مالی جهان از یک سو، به دلیل الزامات احتیاطی شدیدتر و از سوی دیگر، به دلیل ضعف در اقتصاد، تمایلی به ارائه وجوه به اقتصاد را ندارند. پس از بحران، بخش دولتی اقتصاد با احتیاط رفتار خواهد کرد و دولت مرکزی به طور خواسته یا ناخواسته از موضع افزایش رشد اقتصادی خود عقب نشینی کرده تا بتواند اقتصاد را حفظ کند. لذا، تمرکز اصلی سیاست‌گذاران قبل از رکود اقتصادی باید بر تغییرات (افزایش) بدهی‌های عوامل اقتصادی متمرکز باشد. بر این اساس، ارزیابی سطح بهینه بدهی اقتصاد باید بر پایه این واقعیت باشد که پس از رکود اقتصادی، بدهی‌های عمومی اعم از خانوارها و نهادهای مالی به میزان قابل توجهی تبدیل به بدهی دولت خواهد شد. بنابراین، مسائل مربوط به ثبات مالی با توجه به بدهی‌های خصوصی ارتباط بیشتری با پایداری مالی و توانایی بسیار بیشتر دولت برای بازپرداخت بدهی‌ها خواهد داشت (شکل ۱).

- تحلیل پایداری بدهی دولت^۱ نقطه آغازین پیاده‌سازی قواعد مرتبط با حفاظت از ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای است و اجرایی نمودن آن برای برقراری ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای در هر کشور ضروری به نظر می‌رسد. زیرا، از یک سو فضای بودجه‌ای^۲ و امکان تأمین مالی اصلاحات را ارزیابی می‌نماید و از سوی دیگر ضرورت‌های بودجه و لزوم تغییرات تراز اولیه و افق‌های پیش‌روی متغیرهای بودجه‌ای چه به صورت انباشت بدهی و چه به صورت جریان‌های درآمد و هزینه را به تصویر می‌کشد. این تحلیل به‌عنوان ابزاری استاندارد در چارچوب تحلیل حسابداری این امکان را ایجاد می‌کند تا با تجمیع بدهی‌ها و تعهدات دولت، تصویر وضعیت بدهی‌های دولت و دینامیک آن شناسایی شده و مسیر آتی بدهی‌های دولت تحت سناریوهای مختلف نسبت به آینده مشخص گردد. این ابزار با سناریوسازی نسبت به آینده، تصویری از بدهی‌های دولت در آینده و هم‌چنین میزان منابع مورد نیاز در هر سال برای بازپرداخت بدهی‌های دولت به تفکیک اصل و فرع را تعیین می‌کند. شناسایی افق بدهی‌های دولت این امکان را ایجاد می‌کند تا پیش از رسیدن به آستانه ناپایداری بدهی، دولت برای آن برنامه‌ریزی کرد. به علاوه، در این تحلیل می‌توان تاثیر متغیرهایی چون نوع اوراق (اعم از کوتاه‌مدت

۱- Debt Sustainability Assessment

۲- Fiscal Space



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

یا بلندمدت)، تأمین مالی خارجی، نرخ بهره، نرخ رشد اقتصادی را بر پایداری بدهی دولت سنجید و با تغییر در آنها به عنوان متغیرهای سیاستگذاری به سمت پایداری سازی بدهی دولت حرکت کرد.

- برای محدود کردن رشد بیش از حد اعتبار، پیاده‌سازی مقررات احتیاطی کلان اقتصادی به عنوان ابزاری برای ثبات مالی بیشتر مورد استفاده قرار گیرند. هدف از پیاده‌سازی این قوانین، اتخاذ تصمیمات پادچرخه‌ای، محدود کردن رشد بیش از حد اعتبار و ایجاد تعادل بیشتر در بازار اعتبار است. بدین ترتیب، بدهی بیش از حد تا حدی محدود خواهد شد. همچنین، این مقررات به عنوان یک رویکرد ترازنامه‌ای نشان می‌دهد که حتی در صورت وقوع شوک غیر قابل پیش‌بینی، بخش دولتی مجبور می‌شود بدهی خود را کاهش دهد. در این صورت، ثبات مالی و پایداری مالی در راستای تضمین رشد اقتصادی کلان اقتصادی ادامه خواهد یافت.

۵. محاسبه ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای

در این تحقیق برای ارزیابی تجربی تعامل ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای در ایران، مراحل ذیل به انجام رسیده است.

- محاسبه شاخص پایداری بودجه‌ای
- محاسبه شاخص ثبات مالی
- محاسبه شاخص شرایط مالی^۱

در این بخش ابتدا نحوه محاسبه شاخص‌ها بیان و سپس شاخص‌های مستخرج با یکدیگر مقایسه می‌گردد.

۱-۵. ارزیابی پایداری بودجه‌ای

در مطالعات تجربی، دو روش برای ارزیابی پایداری بودجه‌ای پیشنهاد شده است. رویکرد اول، بر استفاده از آزمون‌ها^۲ تأکید نموده و از روش‌های اقتصادسنجی پایداری بودجه‌ای در دوره زمانی بلندمدت استفاده می‌شود. در روش دوم با استفاده از شاخص‌ها، پایداری بودجه‌ای در بازه‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت محاسبه و استخراج می‌شود.^۳ رایج‌ترین شاخص‌های پایداری بودجه‌ای که مورد استفاده قرار می‌گیرد، شاخص شکاف کسری اولیه است. در راستای استخراج این شاخص، ابتدا سطح پایدار متغیر مورد نظر محاسبه می‌شود و در مرحله دوم شکاف بر اساس اختلاف بین سطح

۱ - Fiscal condition index

۲-Tests of Fiscal Sustainability

۳ - برای مطالعه بیشتر رجوع کنید به

Krejdil, A. (2006). *Fiscal Sustainability: Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability*. Na Příkopě: Czech National Bank, Economic Research Department.



پایدار^۱ و سطح فعلی کسری اولیه یا نسبت درآمد تعریف می‌شود. شاخص‌های پایداری مالی به این دلیل مورد توجه سیاستگذاران می‌باشند که علاوه بر پوشش تعریف پایداری مالی، بر توازن بودجه‌ای دولت تأکید می‌نمایند (کرجدل^۲، ۲۰۰۶).

از آنجایی که، در این تحقیق از شاخص شکاف کسری اولیه، استفاده شده است لذا بر این اساس صرفاً به فرمول استخراج این شاخص اشاره می‌شود.

$$pd^* - pd_t = -b_{t-1} \frac{(r_t - y_t)}{1 + y_t} - pd_t \quad (1)$$

اگر کسری اولیه فعلی از حد پایدار بالاتر باشد، نرخ بدهی بدون هیچ محدودیتی افزایش یافته و در این حالت سیاست مالی ناپایدار است. کسری اولیه پایدار (pd^*) را می‌توان به عنوان هدفی در نظر گرفت که دولت را به سمت یک مسیر کسری بودجه پایدار هدایت می‌کند، زیرا معمولاً هدف نهایی سیاستگذاران توازن بودجه‌ای است؛ لذا شاخص شکاف کسری اولیه، سنجش برای میزان تعدیلی است که به منظور دسترسی به سطح پایدار سیاست مالی مورد نیاز است.

مطالعات اندکی در خصوص ارزیابی پایداری بودجه‌ای در ایران انجام شده است که صرفاً بر اساس رویکرد اول یعنی استفاده از آزمون‌های اقتصاد سنجی بوده است. نتایج به دست آمده در این مطالعات نشان می‌دهند که پایداری بودجه‌ای در ایران برقرار نبوده است.

۲-۵. ارزیابی ثبات مالی

بانک‌ها در ایران نیز مانند سایر کشورهای در حال توسعه، به علت محدودیت فعالیت‌های سایر مؤسسات مالی از نقش حساس‌تری در خصوص تأمین مالی برخوردار هستند و بازار سرمایه ایران نقش به‌سزایی در تجهیز و تأمین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی ایفا نمی‌نماید. به‌طوری که در سال ۱۳۹۵ شاخص اندازه بازار سرمایه ۲۵/۳ درصد و شاخص اندازه نظام بانکی ۳/۶۰ بوده است، که بیانگر بانک محور بودن نظام مالی ایران است. بنابراین وقوع بحران در این بخش می‌تواند ثبات مالی را به مخاطره اندازد. بر این اساس، در این مطالعه برای ارزیابی ثبات مالی، بحران در بخش بانکی مورد بررسی قرار گرفته است.

جهت شناسایی بحران بانکی در مطالعات تجربی اغلب از دو روش وقایع و شاخص فشار بازار پول^۴ استفاده شده است.

^۱- سطح پایدار متغیر مالی، سطحی است که از همگرایی نسبت بدهی به یک مقدار متناهی، به دست می‌آید و محاسبه آن تحت شرط پایداری یعنی معادله (۲۵) انجام می‌گیرد.

۲- Kregdl

^۳- برای محاسبه شاخص اندازه نظام بانکی از نسبت بدهی بخش غیر دولتی به تولید ناخالص داخلی استفاده شده است و نیز برای محاسبه شاخص اندازه بازار سرمایه از ارزش جاری بازار سهام نسبت به تولید ناخالص داخلی استفاده شده است.

۴- Index of Money market Pressure



۱-۲-۵. روش وقایع

در بسیاری از مطالعات تجربی شناسایی بحران‌های بانکی به مشاهدات وقایع قطعی مانند: بسته شدن، ادغام، فروش بانک‌ها به نهادهای مالی دیگر یا دولت و هزینه نجات بانک‌ها از بحران، اتکاء می‌کنند. این رویکرد در شناسایی بحران بانکی معروف به روش وقایع است^۱

۲-۲-۵. روش شاخص فشار بازار پول

روش شاخص فشار بازار پول بر این فرض استوار است که تقاضای کل بخش بانکی برای ذخایر بانک مرکزی به دلیل هزینه فرصت بسیار بالای نگهداری ذخایر، با نرخ بهره کوتاه‌مدت رابطه منفی دارد. همچنین فرض می‌شود به سه دلیل، بحران بانکی با افزایش زیاد تقاضای کل سیستم بانکی برای ذخایر بانک مرکزی همراه است (هاگن و هو، ۲۰۰۷):

۱. بر اساس روش وقایع تعاریف ذیل برای بحران بانکی تعریف می‌شود:

- مشکلات بخش بانکی منجر به ملی شدن بانک‌ها در مقیاس وسیع گردد (دمیرگوک - کونت و دترایچ، ۱۹۹۸).
- گسترش هجوم بانکی منجر به مسدود شدن حساب سپرده‌ها، تعطیلات اجباری بانک‌ها در ایام هفته یا ضمانت عمومی سپرده‌ها توسط دولت، برای مقابله با بحران باشد (دمیرگوک - کونت و دترایچ، ۱۹۹۸).
- اگر هیچ هجومی به بانک‌ها، تعطیلی، ادغام، تحویل یا کمک انبوه دولت به یک موسسه مالی مهم وجود نداشته باشد روش شناختی بر رفتار ناهنجار برخی از متغیرهای پیشرو در خلال رخداد‌های بحران تاکید می‌ورزد. این متغیرها از یک سری گزینه‌های مشتق شده از ادبیات تئوریک بحرانهای مالی، برگزیده شده‌اند. زمانی که این متغیرها به سطح معینی برسند، مشکلات ممکن در سیستم مالی را هشدار می‌دهند (گایتان، جانسون، ۲۰۰۲).
- هزینه‌های تجدید ساختار مالی بخش بانکی بطور قابل توجهی از ۵ درصد تولید ناخالص داخلی فراتر رود (لیون و والنسیا، ۲۰۱۲)
- بانک حداقل ۲۰ درصد از دارایی‌های سیستم بانکی خود را از دست می‌دهد و قادر به بازپرداخت دیون و بدهی‌های خود نباشد (لیون و والنسیا، ۲۰۱۲).

اما استفاده از روش وقایع جهت شناسایی بحران بانکی با کاستی‌هایی همراه بوده است که می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

- شناسایی بحران بانکی پس از گذشت زمان طولانی پس از وقوع بحران صورت می‌گیرد. به عنوان مثال، هزینه‌های تجدید ساختار مالی بخش بانکی (معیار اول لیون و والنسیا) تنها پس از بحران و با یک وقفه زمانی در دسترس است.
- وقایعی همچون ملی شدن یا ادغام بانک‌ها، و تعطیلی اجباری بانک‌ها زمانی که بحران به کل اقتصاد گسترش پیدا کرد، رخ می‌دهند. این درحالی است که ممکن است دولت‌ها به دلایل سیاسی و اجتماعی در مراحل اولیه بحران به حمایت پنهانی از بانک‌ها بپردازند. به بیان دیگر، مداخلات سیاسی اولیه دولت در ابتدای وقوع بحران ممکن است قابل مشاهده نباشند.
- در این روش تعیین دوره زمانی بحران مشکل است، زیرا زمان دقیق مداخله‌های سیاستی اغلب نامشخص و مبهم است (کاپریو و کلینگبل، ۱۹۹۶a).
- روش وقایع تنها بحران‌هایی را شناسایی می‌کند که به اندازه کافی شدید بوده و به وقایع قابل مشاهده در بازار منجر شوند. به عبارتی در این روش از بحران‌هایی که به وسیله مداخلات صحیح دولت کنترل می‌گردند، چشم‌پوشی می‌شود.



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

- روند صعودی شدید میزان مطالبات معوق.
- خروج ناگهانی سپرده توسط سپرده‌گذاران.
- ترجیح دادن نگهداری اوراق قرضه دولتی و سایر دارایی‌های مطمئن‌تر توسط مؤسسات مالی و عدم تمایل آنها به پرداخت وام به مؤسسات دچار مشکل مالی.

در صورت وقوع شرایط فوق، بانک مرکزی به عنوان تنها عرضه‌کننده انحصاری ذخایر بانکی، می‌تواند به افزایش تقاضای ایجاد شده برای ذخایر توسط بانک‌ها واکنش نشان دهد. اگر ذخایر بانکی هدف عملیاتی سیاست پولی باشد، آنگاه سیاستگذار پولی عرضه کل ذخایر بانک‌ها را ثابت نگه داشته و از طریق افزایش نرخ بهره کوتاه مدت اهداف خود را پیاده‌سازی می‌نماید، در این صورت، بانک مرکزی بایستی ذخایر اضافی را به سیستم بانکی از طریق عملیات بازار باز یا از طریق اعطای وام ارزان قیمت، تزریق نماید. بر این اساس، بحران بانکی به وسیله افزایش شدید نرخ بهره کوتاه‌مدت، افزایش شدید ارائه تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها یا ترکیب این دو عامل تعیین می‌شود. در واقع، این عوامل نشان دهنده درجه بالای تنش در بازار پول می‌باشند.

در مطالعات تجربی، شاخص بازار پول به شکل میانگین وزنی تغییرات نسبت تسهیلات اعطاء شده توسط بانک مرکزی به بانک‌ها به کل سپرده‌های شبکه بانکی (γ) به علاوه تغییرات نرخ بهره کوتاه‌مدت واقعی تعریف شده است. وزن انحراف معیار استاندارد نمونه دو جزء است. بنابراین شاخص فشار بازار پول به صورت زیر قابل بیان است:

$$MPI_t = \frac{\Delta \gamma_t}{\sigma_{\Delta \gamma}} + \frac{\Delta r_t}{\sigma_{\Delta r}}$$

Δ : عملکرد تفاضل، $\sigma_{\Delta \gamma}$: انحراف معیار نسبت کل ذخایر سیستم بانکی به کل سپرده‌های بانکی و $\sigma_{\Delta r}$: انحراف معیار نرخ بهره واقعی کوتاه مدت.

۳-۵. شاخص شرایط مالی

شاخص شرایط مالی بیانگر توانایی دولت در پرداختن به تعهدات مالی و خدماتی است. هیئت استانداردهای حسابداری دولتی (GASB)^۱ در سال ۲۰۱۲ شرایط مالی دولت را به عنوان ترکیبی از سلامت مالی دولت و توانایی آن‌ها در انجام تعهدات مالی می‌داند. البته، در تعریف شاخص شرایط مالی باید معیارهای مختلف همچون درآمدهای دولت و نقدینگی آن، تراز بودجه‌ای، میزان اتکاء دولت به ایجاد بدهی برای تأمین مالی بودجه جاری و بلندمدت و در نهایت توانایی دولت برای ارائه خدمات ضروری در نظر گرفته شود. به عبارتی برای ارزیابی شرایط مالی باید سطح مخارج، درآمدها، تراز بین

۱ - Governmental Accounting Standards Board



درآمدها و مخارج، و بدهی‌های دولت بررسی گردد. تعهدات مالی می‌تواند شامل پرداخت حقوق کارکنان دولتی، بازنشستگی و بهره‌پرداختی برای بدهی‌ها بوده و تعهدات خدماتی شامل مخارج دولت در بخش آموزش و سلامت است. اگر دولتی قادر به انجام این تعهدات و ارائه خدمات باشد، در شرایط مالی خوبی قرار دارد. در غیراین صورت، دولت شرایط فشار مالی^۱ را تجربه می‌کند

۴-۵. محاسبه شاخص پایداری بودجه‌ای، ثبات مالی و شاخص شرایط مالی در اقتصاد ایران

در این مطالعه با استفاده از شاخص شکاف کسری اولیه، پایداری بودجه‌ای در دو حالت در دوره زمانی ۱۳۷۰-۱۳۹۵ مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت. در حالت اول، درآمدهای دولت شامل درآمدهای نفتی، درآمدهای مالیاتی و سایر درآمدها می‌باشد و در حالت دوم درآمدهای نفتی حذف می‌گردد. عبارت $pdt^* - pdt$ ، بیانگر شاخص شاخص شکاف کسری اولیه است. اگر $pdt^* - pdt < 0$ باشد در آن صورت نرخ بدهی بدون هیچ‌گونه محدودیت افزایش یافته و درآمد جاری دولت در حدی نبوده که از عهده مخارج آتی تأمین مالی و بازپرداخت بدهی برآید، لذا سیاست مالی ناپایدار است.

در حالت اول، یعنی با در نظر گرفتن درآمد نفتی، ارزیابی شاخص شکاف کسری اولیه نشان می‌دهد که فقط در سال‌های ۱۳۷۶ و ۱۳۷۹-۱۳۸۱ پایداری بودجه‌ای برقرار بوده است (نمودار ۱).

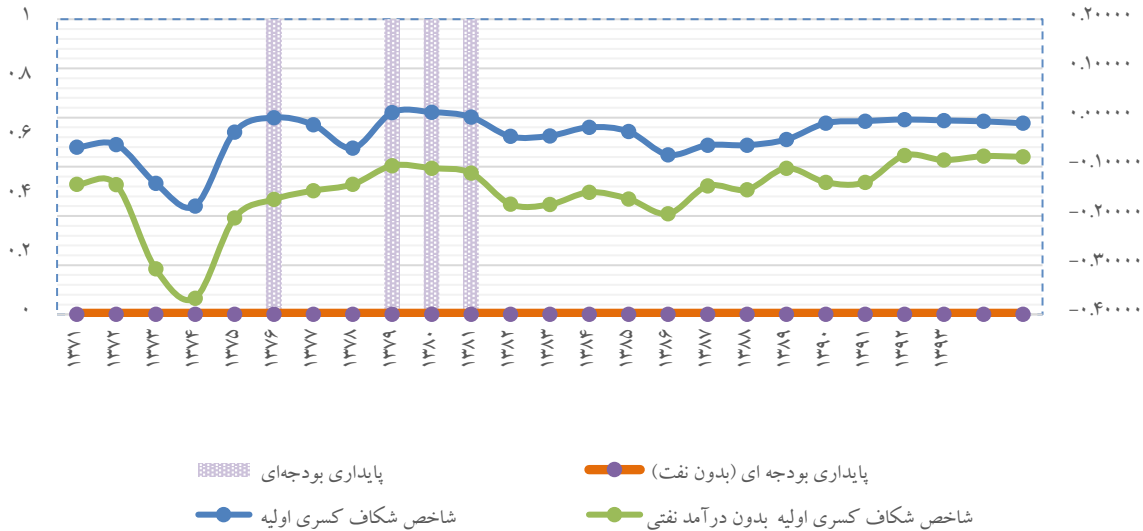
محاسبات و نمودارها نشان می‌دهند در شرایط عدم استفاده دولت از درآمدهای نفتی در منابع دولت، در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۷۱، ناپایداری مالی وجود داشته است (نمودار ۱).

بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

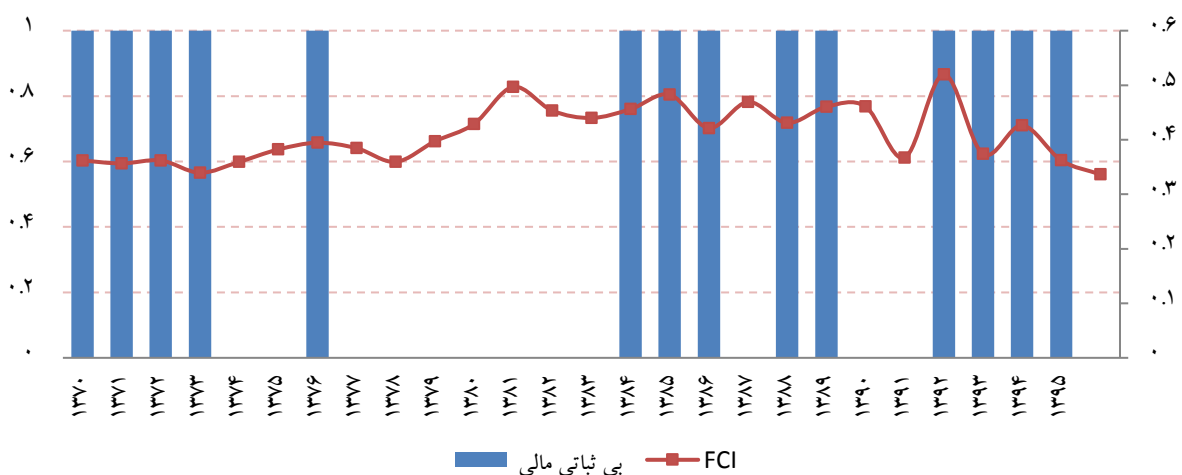
نمودار ۱. شاخص شکاف پایداری بودجه‌ای و پایداری بودجه‌ای



منبع: محاسبات تحقیق

در ادامه، برای ارزیابی ثبات مالی، با استفاده از شاخص فشار بازار پول و با بهره‌گیری از الگوریتم برای-بوشان، مشخص گردید در سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۷۳، ۱۳۷۶، ۱۳۸۴-۱۳۸۶، ۱۳۸۸-۱۳۸۹ و ۱۳۹۱-۱۳۹۵، بحران بانکی در اقتصاد ایران به وقوع پیوسته است (نمودار ۲).

نمودار ۲. شاخص بی‌ثباتی مالی و شاخص شرایط مالی در ایران



منبع: محاسبات تحقیق



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

لذا فرضیه عدم وقوع بحران بانکی در ایران رد می‌شود. این یافته‌ها بر این موضوع تأکید دارند که در سال‌های مذکور، بانک‌ها به واسطه مداخلات دولت و یا بانک مرکزی توانسته‌اند از وقوع بحران در این حوزه به دنبال آن بی‌ثباتی مالی در اقتصاد ایران ممانعت به عمل آورند.

در راستای ارزیابی تعامل پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی، بررسی ضریب همبستگی بین این دو در وقفه‌های مختلف نشان داد که ثبات مالی با یک وقفه بیشترین تأثیر را بر پایداری مالی داشته است ($\rho=0,45$) و بالعکس ($\rho=0,44$).

علاوه بر این، نتایج آزمون علیت-گرنجر نیز گویای این است که بی‌ثباتی مالی می‌تواند، زمینه ناپایداری مالی را فراهم آورد و بالعکس، ناپایداری مالی نیز می‌تواند موجب وقوع بحران‌های بانکی و یا به عبارتی بی‌ثباتی مالی در ایران گردد (وقفه اول و دوم).

برای ارزیابی شرایط مالی دولت ایران در دوره زمانی ۱۳۷۰-۱۳۹۵، شاخص چهار معیار اصلی درآمد، مخارج، تراز بودجه و بدهی بخش عمومی مورد بررسی قرار گرفته که دارای هفت زیربخش شامل نسبت درآمدهای نفتی به کل درآمدهای دولت، نسبت درآمدهای غیرنفتی به GDP، نسبت مخارج کل به GDP، نسبت مخارج عمرانی به کل مخارج، نسبت تراز بودجه به GDP، نسبت تراز غیرنفتی بودجه به GDP غیرنفتی و نسبت بدهی بخش عمومی به GDP بوده است. در گام پایانی، شاخص شرایط مالی دولت با استفاده از تحلیل مؤلفه‌های اساسی سه گروه به دست آمد.^۱

محاسبه شاخص شرایط مالی و بررسی رابطه آن با ثبات مالی نیز نشان داد که شرایط مالی دولت با دو وقفه می‌تواند بر ثبات اقتصاد ایران اثرگذار باشد. به عبارتی شرایط مالی دولت یک متغیر پیش‌ران برای ثبات مالی محسوب می‌گردد.

۶. نتیجه‌گیری

شرایط بحران مالی و اقتصادی در سال‌های اخیر نشان داد روابط متقابل پیچیده‌ای بین ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای وجود دارد. ثبات مالی به نحو فزاینده‌ای وابسته به نحوه و میزان تأمین مالی بخش حاکمیت دارد و از سوی دیگر، اعتبار بودجه‌ای دولت به عنوان مبنایی برای قیمت‌گذاری سایر دارایی‌ها از طریق عرضه اوراق قرضه دولتی است. در ادبیات علمی نیز روی این موضوع توافق وجود دارد که ارتباط بین پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی دارای ماهیتی دو سویه است. بدین ترتیب که، پایداری بودجه‌ای دارای پیامدهایی برای کارکرد منظم و با ثبات بخش مالی است و آشفتگی‌های بخش مالی می‌تواند تأثیر معنی‌داری بر موقعیت‌های مالی بودجه داشته باشد. مکانیسم انتقال ناپایداری مالی دولت بر ثبات مالی می‌تواند از

^۱ - برای مطالعه بیشتر رجوع کنید به

Zarei, Z. (2014). Assessment and Measurement of Fiscal Condition Index for Iran. *Journal of Money and Economy*, 9(3).



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

طریق بدهی انباشته شده و جاری، منابع سرمایه‌گذاری، نهادهای پولی و مالی و ساختار بازار بدهی باشد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهند اقتصاد ایران حتی با وجود استفاده درآمدهای نفتی به ترتیب در ۸۸ و ۵۶ درصد از سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۹۵ با ناپایداری بودجه‌ای و بی‌ثباتی مالی مواجه بوده است.

همچنین، بررسی تعامل ناپایداری بودجه‌ای و بی‌ثباتی مالی با استفاده از آزمون علیت- گرنجر، گویای تعامل این دو وضعیت بوده و نیز تأییدی بر وجود ارتباط دوسویه آنها در اقتصاد ایران است.

بر این اساس، انتظار می‌رود، نظارت و تحلیل بخش‌های اصلی سیستم مالی بخش عمومی همراه با پایش شرایط اقتصاد کلان، یکی از وظایف اصلی فرآیندهایی با هدف حفظ ثبات سیستم مالی باشد و پایداری بودجه‌ای به عنوان بخشی از شرایط اقتصاد کلان مورد توجه قرار گیرد. در این بین، استراتژی مدیریت بدهی، مکملی ضروری برای سیاست‌های کلان اقتصادی، سیاسی برای دستیابی به ثبات مالی است. به‌طوری‌که، تغییرات مثبت در ساختار بدهی بخش دولتی می‌تواند تضمینی برای بهبود قابل ملاحظه شرایط اقتصادی پس از بحران تلقی گردد. زیرا، نمی‌توان این موضوع را نادیده انگاشت که مؤسسات مالی عموماً، سهم قابل توجهی از بدهی‌های بخش دولتی را به خود اختصاص داده‌اند و رفتار مالی آنها و چگونگی تعامل آنها با دولت می‌تواند زمینه بی‌ثباتی مالی را فراهم آورد.

۷. توصیه‌های سیاستی

با توجه به مباحث مطرح شده و به استناد یافته‌های این تحقیق، برای برقراری پایداری بودجه‌ای و ثبات مالی، باید الزاماتی در نظر گرفته شود که به صورت ذیل پیشنهاد می‌گردد:

- با توجه به ماهیت در حال تغییر ریسک‌ها، پایش جامع و مستمر اطلاعات بخش عمومی و سیستم مالی ضروری است.
- تحلیل پایداری بدهی دولت نقطه آغازین پیاده‌سازی قواعد مرتبط با حفاظت از ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای است و اجرایی کردن آن برای برقراری ثبات مالی و پایداری بودجه‌ای در هر کشور ضرورت دارد.
- مدیران بدهی و نحوه مدیریت آنها می‌تواند نقش مهمی در کاهش ریسک ثبات مالی داشته باشند. زیرا، مدیران بدهی بخش عمومی باید این را در نظر بگیرند که اقدامات آنها می‌تواند تأثیر مهمی در ترازنامه مؤسسات مالی به ویژه بانک‌ها داشته باشد. ساختارهای نامناسب بدهی و مدیریت ضعیف آن می‌تواند توانایی حاکمیت را برای تضمین ثبات مالی دچار خدشه نماید.



- توجه به تعمیق مالی بخش خصوصی اعم از خانوارها و مؤسسات مالی، در دوران قبل از بحران اقتصادی از موارد مهمی است که می‌بایست مورد توجه قرار گیرد.
- مقررات احتیاطی کلان اقتصادی به عنوان ابزاری برای برقراری ثبات مالی و محدود کردن رشد بیش از حد اعتبار پیاده‌سازی شوند. زیرا، ساختار نظارتی موجود در نظام مالی ایران پوشش دهنده مقررات و نظارت احتیاطی کلان نبوده و نهاد یا نهادهایی نیز برای این منظور در نظر گرفته نشده‌اند.
- مدیریت بهینه بدهی دولت نیازمند هماهنگ‌سازی مؤثر سیاست‌های مالی و پولی است که باید توسط ترتیبات نهادی و عملیاتی پشتیبانی شوند.



منابع و مأخذ:

- زارعی، ژاله. جلالی نائینی، سید احمد رضا. (۱۳۹۲). آزمون پایداری مالی در ایران. *پژوهش‌های پولی و بانکی*. سال ششم، شماره ۱۷، پاییز ۱۳۹۳. صفحات ۶۳-۸۲.
- زارعی، ژاله. کمیجانی، اکبر. (۱۳۹۱). ارزیابی ثبات مالی در ایران با تأکید بر ثبات بانکی (رویکرد آزمون هشدارهای اولیه). *فصلنامه اقتصاد کاربردی*. دوره ۳، شماره ۳ (پیاپی ۱۰)، پاییز ۱۳۹۱، صفحه ۱۲۷-۱۵۲.
- فرزین‌وش، اسدالله. قربان شیران، علی. (۱۳۹۳). تبیین و ساخت شاخص ثبات مالی و بررسی آن برای کشورهای در حال توسعه. *سیاست‌های اقتصادی*. جلد ۸، شماره ۲. صفحات ۳-۲۸.
- Alińska, A. (2016). Fiscal Sustainability and Financial Stability—Challenges and Experiences during a Time of Financial Crisis. *Structural Changes in Public Sector Units*, 13.
- Arnett, S. (2014). State Fiscal Condition Ranking the 50 States. *Mercatus Center, George Mason University*, 18.
- Bê Duc, L., G. Le Breton (2009). Flow-of-funds analysis at the ECB. *Framework and applications, ECB Occasional Paper Series*, No. 105.
- Das, M. U. S., Surti, J., Ahmed, M. F., Papaioannou, M. M. G., & Pedras, M. G. (2010). *Managing public debt and its financial stability implications* (No. 10-280). International Monetary Fund.
- Duc, L. B., & Le Breton, G. (2009). *Flow-of-funds analysis at the ECB—framework and applications* (No. 105). European Central Bank.
- Edwards, S. (2003). Debt relief and fiscal sustainability. *Review of World Economics*, 139(1), 38-65.
- Eichengreen, Barry & Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Paper*, 7418.
- Eichengreen, Barry, Rose, Andrew & Wyplosz, Charles. (1996). Contagious Currency Crises: First Tests. *Scandinavian Journal of Economics*, 98, (4).
- Honohan, P. (2007). Banks and the budget: lessons from Europe. Speech delivered at SUERF Conference, Dublin, 20 September. The internet link: www.bis.org/review/r100921b.pdf?frames=0.
- Hoogduin, L., Öztürk, B., Wierds, P. (2010). Public Debt Managers' Behaviour: Interactions with Macro Policies. Banque de France conference on "New Challenges for Public Debt in Advanced Countries", Strasbourg, 16-17 September 2010. 32 p.
- Houben, A. C., Kakes, J., & Schinasi, G. J. (2004). *Toward a framework for safeguarding financial stability* (Vol. 4). International Monetary Fund.



Jesic, M. (2013). Implications of fiscal irresponsibility on financial stability. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, No. 3, pp. 111–138.

Keliuotyte-Staniuleniene, G. (2015). Fiscal sustainability and its impact on financial stability in Lithuania and other new member states of the European Union. *Ekonomika*, 94(2), 28.

Komarkova, Z., Dingová, V., & Komárek, L. (2012). Fiscal sustainability and financial stability. *Czech National Bank Financial Stability Report, 2013*, 103-112.

Krejdl, A. (2006). *Fiscal Sustainability: Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability*. Na Příkopě: Czech National Bank, Economic Research Department.

Mishkin, F. S. (2006). *Financial stability in Iceland*. Iceland Chamber of Commerce.

of European Economic Policy, Vol. 48, number 2, pp. 106–115.

Rutkauskas, V. (2015). Financial stability, fiscal sustainability and changes in debt structure after economic downturn. *Ekonomika*, 94(3), 70.

Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability. IMF Working Paper, No. WP/04/187. 19 p.

Schinasi, M. G. J. (2005). *Safeguarding financial stability: theory and practice*. International Monetary Fund.

Tagkalakis, A. O. (2014). Financial stability indicators and public debt developments. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(2), 158-179.

Tichy, G. (2013). What can sector accounts tell about the financial crisis? *Intereconomics. Review*

Von Hagen, J., & HO, T. K. (2007). Money market pressure and the determinants of banking crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(5), 1037-1066.