



تلاش نابرابر: سلطه دولت بر بانک‌ها و بن‌بست تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی

بودجه دولت، به عنوان سند مالی و سیاستی اصلی کشور، نقش تعیین‌کننده‌ای در جهت‌دهی به فعالیت‌های اقتصادی و تحقق اهداف توسعه‌ای دارد. یکی از ابعاد مهم این نقش، تأثیر بودجه بر تشکیل سرمایه ثابت ناخالص است. در اقتصاد ایران، که با چالش‌هایی مانند نوسانات درآمدهای نفتی، کسری‌های مزمن بودجه‌ای و وابستگی بالای دولت به منابع بانکی مواجه است، بررسی پیوند میان ساختار و محتوای بودجه با روند سرمایه‌گذاری از اهمیت بالایی برخوردار است.

تشکیل سرمایه ثابت شامل انباشت دارایی‌های فیزیکی مانند زیرساخت‌ها، ماشین‌آلات و ساختمان‌ها، زیربنای اصلی رشد اقتصادی بلندمدت را تشکیل می‌دهد. دولت‌ها از طریق هزینه کرد در بخش‌های عمرانی و فراهم سازی محیطی با ثبات برای بخش خصوصی، می‌توانند نقش تسهیل‌گر و محرک در روند سرمایه‌گذاری ایفا کنند. در ایران، ساختار بودجه‌ای طی دهه‌های اخیر به گونه‌ای بوده است که به تدریج سهم هزینه‌های عمرانی کاهش یافته و هزینه‌های جاری از جمله پرداخت یارانه، حقوق و دستمزد افزایش یافته‌اند. این تغییر ساختاری موجب شده است که اثر مثبت مستقیم بودجه بر سرمایه‌گذاری تضعیف شود.

بالا بودن نسبت بدهی دولت به سیستم بانکی (نسبت به نقدینگی) در بازه زمانی 1369-1384 نشان‌دهنده انباشت بدهی‌های گذشته است، اما کاهش آن می‌تواند به معنای بازپرداخت بدهی‌ها یا کاهش وابستگی به استقراض جدید باشد. در این بازه، دولت احتمالاً از مازاد بودجه برای تسویه بخشی از بدهی‌های قدیمی استفاده کرده است. به عبارتی، در این دوره، دولت به جای افزایش بدهی، از منابع خود برای مدیریت مالی و کاهش بدهی استفاده کرده است. این نشان‌دهنده عدم استفاده مستقیم از منابع بانکی برای پوشش کسری است، زیرا کسری وجود نداشته، اما بدهی‌های قبلی همچنان فشار بر سیستم بانکی وارد می‌کرده است.

در مقابل، در بازه زمانی 1384-1401 که تراز بودجه منفی است، هزینه‌ها از درآمدها بیشتر بوده و دولت نیاز به تأمین مالی برای جبران کسری داشته است. با توجه به اینکه تراز شدن بودجه دولت در دوره قبلی وجود داشته است و مقدار بدهی دولت به سیستم بانکی کاهش یافته است ولی افزایش تدریجی آن نشان‌دهنده استقراض جدید از سیستم بانکی برای پوشش کسری بودجه است. در این دوره، دولت به دلیل کسری بودجه، به منابع بانکی روی آورده و بدهی به سیستم بانکی (نسبت به نقدینگی) افزایش یافته است. این الگو به وضوح نشان‌دهنده استفاده از منابع بانکی برای پوشش کسری بودجه است، زیرا دولت با کمبود منابع مالی مواجه بوده و از استقراض برای تأمین مالی استفاده کرده است. در مقابل بدهی دولت به بخش بانکی، مقدار تسهیلات ارائه شده به بخش غیر دولتی قرار دارد. با کاهش بدهی دولت به سیستم بانکی منجر به افزایش تسهیلات دهی به بخش غیر دولتی می‌شود و همین امر منجر به کاهش دسترسی بخش خصوصی به اعتبار می‌شود. این الگو با اثر ازدحام مالی (crowding-out) مرتبط است، جایی که منابع مالی به سمت دولت هدایت می‌شوند و بخش خصوصی از اعتبار محروم می‌شود. به عبارتی، دولت می‌تواند بدون داشتن کسری بودجه، منابع بانکی را برای بازپرداخت بدهی‌های گذشته (کاهش g) تخصیص داده و از اعطای وام جدید به بخش خصوصی خودداری کند. این می‌تواند به معنای اولویت بندی مالی دولت بر ثبات خود به جای حمایت از بخش خصوصی باشد. در مقابل، از سال 1385 تا سال 1401 با کاهش بدهی دولت به بانک می‌شود؛ می‌تواند فرآیند اعتبار دهی به بخش غیر دولتی تسهیل شود. سال 1389 سالی است که نقطه اوج واکنش مثبت بدهی بخش غیر دولتی به تراز بودجه دولت مشاهده می‌شود. با تراز شدن بودجه دولت و کاهش شدید در بدهی دولت به سیستم بانکی، شرایط برای تسهیلات دهی به بخش غیر دولتی فراهم شده است و به همین جهت واکنش مثبتی به بودجه نشان داده است.

از سال 1390، کسری بودجه نشان‌دهنده عدم تعادل بین درآمدها و هزینه‌های دولت است. در تئوری ازدحام مالی، این کسری دولت را وادار می‌کند، برای تأمین مالی به استقراض روی بیاورد، که عمدتاً از طریق سیستم بانکی انجام می‌شود. افزایش بدهی بخش دولتی (g) از 1390 به بعد این موضوع را تأیید می‌کند، زیرا دولت برای جبران کسری، منابع بانکی را جذب کرده است. این رفتار با شرایط اقتصادی ایران در این بازه، از جمله تشدید تحریم‌ها، کاهش درآمدهای نفتی و فشارهای مالی، همخوانی دارد و مستقیماً با مکانیزم ازدحام مالی سازگار است، جایی که تقاضای دولت برای منابع مالی، عرضه اعتبار برای بخش خصوصی را محدود می‌کند. کاهش بدهی بخش غیر دولتی (p) در این بازه نتیجه مستقیم این فشار است. با افزایش (g)، منابع بانکی به سمت دولت هدایت شده و بخش خصوصی از دسترسی به وام محروم شده است. این الگو در تئوری ازدحام مالی به عنوان رقابت دولت با بخش خصوصی برای منابع مالی تعریف می‌شود، که منجر به کاهش سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی بخش غیر دولتی می‌شود. نمودارهای توابع واکنش آتی (IRF) این را تأیید می‌کنند، جایی که 1390 تا 1396 مثبت بوده اما به تدریج نزولی شده و از 1397 به بعد منفی می‌شود. این روند نزولی نشان‌دهنده تشدید اثر ازدحام مالی است. دلیل این امر همانطور که گفته شد با افزایش کسری بودجه ابتدا فشاری به بدهی دولت به بخش بانکی وارد نمی‌شود؛ ولی به مرور زمان و با انباشت بدهی، سهم بخش غیر دولتی کاهش یافته و به مرور زمان واکنش منفی نسبت به کسری بودجه نشان می‌دهد. در ابتدا (1390-1396)، واکنش مثبت (p) به بودجه ممکن است به دلیل سیاست‌های موقت تسهیل‌کننده یا تزریق نقدینگی باشد که دسترسی بخش خصوصی را به طور نسبی حفظ کرده است. با این حال، با افزایش کسری بودجه و (g)، این اثر مثبت کاهش یافته و به روند نزولی تبدیل شده است. از 1397 به بعد، منفی شدن واکنش (p) نشان‌دهنده غالب شدن کامل ازدحام مالی است، زیرا منابع بانکی به طور کامل در خدمت تأمین مالی کسری دولت قرار گرفته و بخش خصوصی به شدت از اعتبار محروم شده است.

با توجه به چارچوب تئوری ازدحام مالی (financial crowding-out)، می‌توان تحلیل کرد که تراز شدن بودجه دولت و عدم وجود بدهی قابل توجه دولت به سیستم بانکی می‌تواند احتمال افزایش سهم بخش غیر دولتی از منابع بانکی را نسبت به شرایطی که کسری بودجه و بدهی بالای دولت وجود دارد، به طور قابل توجهی افزایش دهد. این تحلیل بر پایه مکانیزم‌های پویای عرضه و تقاضای منابع مالی در سیستم بانکی استوار است. تراز شدن بودجه، به معنای برابری درآمدها و هزینه‌های دولت یا وجود مازاد، فشار مالی دولت بر سیستم بانکی را کاهش می‌دهد. در چنین حالتی، دولت نیازی به استقراض برای جبران کسری ندارد، که همین امر به آزادسازی منابع بانکی منجر می‌شود. از سوی دیگر، عدم وجود بدهی قابل توجه دولت به سیستم بانکی، رقابت دولت با بخش غیر دولتی برای دسترسی به این منابع را به حداقل می‌رساند. این شرایط امکان تخصیص بیشتر منابع بانکی به بخش غیر دولتی را فراهم می‌کند، که می‌تواند به افزایش بدهی بخش غیر دولتی و در نتیجه تقویت فعالیت‌های اقتصادی آن منجر شود.

در مقابل، در شرایطی که کسری بودجه و بدهی بالای دولت وجود دارد، با مکانیزم ازدحام مالی سازگار است. کسری بودجه دولت را وادار به جذب منابع بانکی برای تأمین مالی می‌کند، که منجر به افزایش بدهی دولت می‌شود. این افزایش تقاضا، عرضه اعتبار برای بخش غیر دولتی را محدود کرده و دسترسی آن به وام را کاهش می‌دهد، که به نوبه خود فعالیت اقتصادی بخش غیر دولتی را تضعیف می‌کند. این الگو با پویایی‌هایی که در آن افزایش بدهی دولت با کاهش بدهی بخش غیر دولتی همراه است، همخوانی دارد و نشان‌دهنده غالب شدن اثر ازدحام مالی است.

شواهد تجربی از این تحلیل پشتیبانی می‌کنند، جایی که بهبود تراز بودجه و کاهش بدهی دولت با افزایش دسترسی بخش غیر دولتی به منابع بانکی همراه بوده است. این

نشان می دهد که در غیاب فشار مالی دولت، سیستم بانکی می تواند نقش بیشتری در حمایت از بخش غیر دولتی ایفا کند. با این حال، این تأثیر به عوامل مکمل، از جمله سیاست های پولی و شرایط کلان اقتصادی، بستگی دارد، زیرا حتی با تراز بودجه و بدهی اندک، محدودیت های ساختاری یا اولویت های سیاستی می توانند مانع افزایش سهم بخش غیر دولتی شوند. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که تراز شدن بودجه دولت و عدم وجود بدهی قابل توجه به سیستم بانکی، احتمال افزایش سهم بخش غیر دولتی از منابع بانکی را نسبت به شرایطی که کسری بودجه و بدهی بالای دولت وجود دارد، به طور قابل توجهی افزایش می دهد. این شرایط، اثر ازدحام مالی را کاهش داده و منابع را برای بخش غیر دولتی آزاد می کند، اما موفقیت آن به اجرای سیاست های مکمل و مدیریت صحیح منابع بستگی دارد. با توجه به موارد اشاره شده، در این بخش به بررسی واکنش سرمایه گذاری به کسری بودجه، بدهی دولت به سیستم بانکی و بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی اشاره می شود.

در بازه 1369-1384 که بودجه دولت تراز است و کسری قابل توجهی وجود ندارد، شاهد عدم نیاز دولت به استقراض برای جبران کسری هستیم. در این شرایط، افزایش بدهی دولت به سیستم بانکی (g) که در تحلیل های قبلی نیز به آن اشاره شد (با روند کاهشی کلی اما مقطعی افزایشی)، می تواند به سرمایه گذاری های دولتی (مثل پروژه های زیرساختی) اختصاص یافته باشد. این موضوع با واکنش مثبت اولیه k به g در نمودار (حدود 4 واحد در فصول ابتدایی) همخوانی دارد، که نشان می دهد افزایش g در این بازه به طور غیرمستقیم سرمایه گذاری را تحریک کرده است، احتمالاً از طریق تزریق نقدینگی یا پروژه های دولتی که تقاضا را افزایش داده اند. به همین ترتیب، افزایش بدهی بخش غیر دولتی (p) نیز در این بازه، همان طور که در نمودار با واکنش مثبت k به p (حدود 3 واحد) دیده می شود، مستقیماً به فعالیت های سرمایه گذاری کمک کرده است، زیرا بخش خصوصی از این منابع برای تولید و سرمایه گذاری استفاده می کند. بنابراین، در این بازه، هر دو بخش دولتی و غیر دولتی با افزایش بدهی خود به تقویت تشکیل سرمایه گذاری کمک کرده اند، که با نبود کسری بودجه و فشار مالی دولت سازگار است. اما در بازه 1384-1401، شرایط تغییر می کند. بودجه دولت منفی می شود و کسری مداوم ایجاد می گردد، که با تحلیل های قبلی (مثلاً از 1390 به بعد) همخوانی دارد. این کسری بودجه، دولت را وادار به افزایش استقراض از سیستم بانکی می کند، که منجر به افزایش g می شود. نمودار نشان می دهد که واکنش k به g در فصول میانی و انتهایی (که معادل بازه 1384-1401 است) کاهش می یابد (از 4 واحد به حدود 2-1 واحد) و به صفر همگرا می شود. این کاهش واکنش مثبت بیانگر این است که منابع مالی دولت، به دلیل کسری بودجه، به سمت سرمایه گذاری هدایت نشده اند، بلکه صرف تأمین مالی کسری شده اند. در این شرایط، اثر ازدحام مالی غالب می شود، زیرا افزایش g منابع بانکی را به سمت دولت جذب کرده و دسترسی بخش غیر دولتی (p) را محدود می کند. این موضوع با کاهش p در این بازه (طبق تحلیل های قبلی) و تضعیف سرمایه گذاری (k) همخوانی دارد. همزمان، واکنش k به p نیز در این بازه کاهش می یابد (از 3 واحد به حدود 2 واحد و همگرایی به صفر)، که نشان دهنده تضعیف اثر مثبت بخش غیر دولتی بر سرمایه گذاری است. این کاهش به دلیل محدودیت منابع بانکی است که با افزایش g و کسری بودجه ایجاد شده و ازدحام مالی را تشدید کرده است. در نتیجه، در بازه 1384-1401، واکنش مثبت اولیه k به هر دو بخش کاهش یافته و سرمایه گذاری تضعیف شده است، زیرا منابع به جای هدایت به سرمایه گذاری، صرف جبران کسری بودجه شده اند. در غیاب تراز بودجه یا وجود بدهی بالای دولت، تأمین مالی بخش غیر دولتی و در نتیجه سرمایه گذاری با مشکل مواجه می شود. در بازه 1369-1384، تراز بودجه این امکان را فراهم کرد که افزایش g به سرمایه گذاری منجر شود، اما در بازه 1384-1401، کسری بودجه و افزایش g منابع را از بخش غیر دولتی سلب کرد و ازدحام مالی مانع سرمایه گذاری شد. این الگو با نمودار و تئوری ازدحام مالی سازگار است، که نشان می دهد کسری بودجه و بدهی بالا اثر منفی بر سرمایه گذاری دارد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در بازه 1369-1384، تراز بودجه به دولت اجازه داد با افزایش بدهی از سیستم بانکی به سرمایه گذاری بپردازد، و هر دو بخش دولتی و غیر دولتی به تقویت سرمایه گذاری کمک کردند. اما در بازه 1384-1401، منفی شدن تراز بودجه باعث شد منابع مالی به جای سرمایه گذاری، صرف جبران کسری شود، که با ازدحام مالی مانع سرمایه گذاری شد و واکنش مثبت k به هر دو بخش کاهش یافت. برای افزایش پایدار سرمایه گذاری، تراز بودجه و بدهی اندک دولت ضروری است، زیرا در غیر این صورت، تأمین مالی بخش غیر دولتی مختل شده و تشکیل سرمایه تضعیف می شود.

بررسی پویایی های سرمایه گذاری در اقتصاد ایران با استفاده از مدل TVP-VAR و در چارچوب تئوری ازدحام مالی [1] نشان می دهد که نحوه مدیریت تراز بودجه دولت، بدهی بخش دولتی و بدهی بخش غیردولتی تأثیر تعیین کننده ای بر تشکیل سرمایه (k) دارد. در این راستا، تحلیل دوره های $ndash;1384\&1369$ و $ndash;1384\&1369$ نشان می دهد که اثرگذاری این متغیرها بر k از الگوی ثابتی تبعیت نمی کند و بسته به شرایط ساختاری و سیاستی کشور، ممکن است این اثر مثبت، منفی یا خنثی باشد. از این رو، ارائه راهکارهایی علمی، منسجم و عملیاتی برای ارتقای سطح سرمایه گذاری در کشور، مستلزم درک عمیق از روابط علی میان متغیرهای یادشده است. نخستین و بنیادی ترین اقدام برای تقویت سرمایه گذاری، تلاش برای تراز کردن بودجه دولت است. تراز بودن بودجه به معنای برابری درآمدها و هزینه ها (یا وجود مازاد) است که در چنین حالتی، فشار دولت برای تأمین مالی از سیستم بانکی کاهش یافته و اثر ازدحام مالی به حداقل می رسد. همان گونه که در بازه زمانی 1369 تا 1384 مشاهده شد، دولت توانست هم زمان با تراز کردن نسبی بودجه و کاهش فشار بر بانک ها، سطح بدهی به سیستم بانکی (g) را کاهش داده و از ظرفیت های موجود برای سرمایه گذاری استفاده کند. در مقابل، در بازه 1384 تا 1401، با تشدید کسری بودجه، نه تنها منابع به سمت تأمین هزینه های جاری دولت سوق یافت، بلکه زمینه برای تزامم مالی و کاهش سرمایه گذاری مهیا شد. بنابراین، افزایش درآمدهای پایدار دولت به ویژه از محل پایه های مالیاتی کارآمد، اصلاح ساختار هزینه ها با تأکید بر حذف مصارف غیرضرور، و هذفمند کردن مخارج عمرانی و سرمایه ای از مهم ترین راهکارهای کاهش کسری بودجه هستند. دومین راهبرد، مدیریت فعال بدهی دولت به سیستم بانکی (g) است. در شرایطی که دولت برای جبران کسری بودجه به طور فزاینده ای از منابع بانکی بهره می گیرد، رقابت بر سر منابع محدود بانکی تشدید شده و بخش خصوصی با کمبود اعتبار مواجه می شود. در بازه 1384 تا 1401، و مخصوصاً از سال 1397 به بعد، افزایش نسبت g به نقدینگی، به کاهش سرمایه گذاری (k) منجر شد، در حالی که در دوره پیشین، کاهش g هم راستا با تراز بودجه، به تحریک سرمایه گذاری کمک کرده بود. راهکار مناسب در این زمینه، استفاده از مازادهای بودجه ای برای بازپرداخت تدریجی بدهی های گذشته، فروش یا واگذاری دارایی های مازاد دولت، و هدایت استقراض جدید صرفاً به پروژه های زیرساختی با بازده اقتصادی بلندمدت است. به بیان دیگر، بدهی دولتی در صورتی توجیه پذیر است که منجر به افزایش ظرفیت های تولیدی اقتصاد شود و نه صرفاً ابزاری برای تأمین هزینه های جاری و غیرمولد. در گام سوم، حمایت از بدهی بخش غیردولتی (p) به عنوان محرک اصلی سرمایه گذاری باید در دستور کار قرار گیرد. یافته های مدل نشان می دهد افزایش p تأثیر مثبتی بر k داشته است، چرا که بخش خصوصی با دسترسی به اعتبار، اقدام به سرمایه گذاری مولد کرده است. از این رو، لازم است هدایت نظام بانکی به سمت تخصیص هدفمند منابع به بنگاه های خصوصی در دستور کار قرار گیرد. اجرای این سیاست ها نیز مستلزم کاهش فشار دولت بر منابع بانکی است تا سهم بیشتری از اعتبار در اختیار بخش خصوصی قرار گیرد. چهارمین راهبرد کلیدی، هماهنگی میان سیاست های پولی و مالی است. در بسیاری از موارد، ناهماهنگی میان این دو حوزه منجر به بروز آثار متناقض در اقتصاد می شود؛ برای مثال، در حالی که سیاست های پولی انقباضی با هدف کنترل تورم اجرا می شود، سیاست مالی انبساطی با افزایش کسری بودجه، آثار خنثی کننده بر سیاست پولی ایجاد می کند. بررسی بازه $ndash;1384\&1369$ نیز نشان می دهد که این ناهماهنگی، ازدحام مالی را تشدید و فضا را برای سرمایه گذاری بخش غیردولتی تنگ کرده است. از این رو، ضروری است که شورای هماهنگی اقتصادی دولت و بانک مرکزی، با هدف گذاری مشترک و تعریف قواعد مالی-پولی پایدار (مانند سقف مجاز برای رشد بدهی یا نرخ رشد پایه پولی) به همگرایی سیاستی دست یابند. پنجمین راهکار، سرمایه گذاری در زیرساخت ها و بهبود محیط کسب و کار است. در تحلیل واکنش k به g مشاهده شد که در مراحل اولیه، سرمایه گذاری دولت اثر محرکی بر k داشت؛ اما در بلندمدت، به دلیل محدودیت منابع و رقابت با بخش

خصوصی، این اثر تعدیل یا خنثی شد. از این رو، سرمایه گذاری دولتی باید به سمت پروژه هایی هدایت شود که نقش مکمل سرمایه گذاری بخش خصوصی دارند، نه جانشین آن. یکی از ابزارهای مؤثر در این زمینه، استفاده از مشارکت عمومی-خصوصی (PPP) است. چنین مشارکت هایی ضمن کاهش بار مالی دولت، انگیزه های بخش خصوصی را برای سرمایه گذاری تقویت می کنند. بهبود محیط نهادی، کاهش بوروکراسی، شفاف سازی قوانین و ثبات مقررات نیز از الزامات جذب سرمایه گذاری خصوصی است. در نهایت، لازم است دولت مدیریت منابع را با رویکرد بلندمدت دنبال کند. تحلیل های انجام شده نشان می دهد که در فصول انتهایی دوره مورد بررسی، واکنش k به g و p به سمت صفر میل کرده است، که نشان از کاهش اثربخشی سیاست های مالی و پولی در تحریک سرمایه گذاری دارد. این امر ناشی از خواب منابع، نبود ذخایر احتیاطی و عدم وجود نهادهای تثبیت گر مالی در اقتصاد ایران است.

برای حل این مشکل، پیشنهاد می شود صندوق های توسعه و تثبیت اقتصادی با سازوکارهای شفاف ایجاد و تقویت شوند. منابع این صندوق ها می تواند از مازاد درآمدهای نفتی، مالیات های تورمی، یا واگذاری دارایی های مازاد دولت تأمین شود. در دوره های رونق، منابع ذخیره و در زمان رکود یا کسری بودجه، برای تداوم سرمایه گذاری عمومی یا تسهیل اعتباردهی به بخش خصوصی استفاده شوند. به طور کلی، تحلیل مبتنی بر تئوری ازدحام مالی و شواهد تجربی نشان می دهد که برای افزایش سرمایه گذاری، باید تعامل و توازن بین سه محور اصلی برقرار شود: (۱) انضباط مالی دولت از طریق تراز بودجه و کاهش بدهی غیرمولد، (۲) تقویت نقش بخش خصوصی از طریق تسهیل دسترسی به منابع، و (۳) طراحی سیاست های منسجم و هماهنگ بین نهادهای اقتصادی. غفلت از هر یک از این اجزا، به ویژه در شرایط ناپایداری مالی، منجر به تشدید تزاخم مالی، کاهش انگیزه و توان سرمایه گذاری و در نهایت تضعیف رشد اقتصادی خواهد شد. در مقابل، اجرای هوشمندانه و تدریجی این سیاست ها می تواند با کاهش اثر ازدحام مالی، منابع را به سمت استفاده کارآمد و پایدار سوق دهد و مسیر رشد سرمایه گذاری را هموار کند. در ادامه مقاله مضامینی از عدم حمایت از بخش خصوصی و تسهیلات دهی که منجر به عدم تشکیل سرمایه گذاری شده است، ارائه می­شود.

منبع: نشریه اتاق بازرگانی تبریز- شماره 23

صادق رضایی؛ استاد اقتصاد دانشکده کارآفرینی دانشگاه تهران

منصور حیدری؛ کارشناس اقتصادی مرکز پژوهش های اتاق بازرگانی تبریز