جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

# رویه‌های صحیح مدیریت نقدینگی

**خزانه‌داری کل کشور**

**مرکز امور خزانه و مدیریت نقدینگی**

**گروه مدیریت عرضه وجوه نقد**

**تیرماه ۱۴۰۵**

| شناسه گزارش | |
|---|---|
| عنوان | رویه‌های صحیح مدیریت نقدینگی |
| منتشر کننده | مرکز امور خزانه و مدیریت نقدینگی- خزانه داری کل کشور |
| تدوین و ترجمه | گروه مدیریت عرضه وجوه نقد |
| طبقه بندی گزارش | عادی |
| تاریخ انتشار | تیر ماه ۱۴۰۵ |
| کد گزارش | P۵۵۱۰۱۴۰۵۰۴۱۷ |
| نشانی | تهران، میدان امام خمینی، خیابان صور اسرافیل، ساختمان مرکزی وزارت امور اقتصادی و دارایی، کد پستی ۱۱۱۴۹۴۳۶۶۱ |
| مطالب مندرج در این گزارش، نظر رسمی وزارت اموراقتصادی و دارایی (خزانه‌داری کل کشور) محسوب نمی‌شود. | |
| این گزارش ترجمه‌ای از متن ذیل است:<br>**World Bank. ۲۰۲۰. "Cash Management - How do Countries Perform Sound Practices?" MTI Insight Series. World Bank, Washington, DC. License: Creative Commons Attribution CC BY ۳.۰ IGO.** | |

مدیریت نقدی مدرن:
نقشه راه کارآمدی مالی دولت
مدیریت نقدی: فراهم کردن مقدار مناسب وجه نقد، در زمان و مکان مناسب، برای ایفای تعهدات دولت به مقرون‌به‌صرفه‌ترین شکل ممکن، پیوند اصلی میان مدیریت بودجه و مدیریت بدهی.
۱. کالیبراسیون «سه R»: تعادل در مدیریت نقدی
مدیریت نقدی، هنر حفظ تعادل میان سه محور است:
کاهش هزینه‌های نگهداری نقدینگی
جلوگیری از استقراض غیرضروری
کاهش ریسک سوءمدیریت و تقلب
مقدار مناسب (Right Amount)
تعادل برای جلوگیری از نکول پرداخت‌ها
زمان مناسب (Right Time)
مکان مناسب (Right Place)
۲. بلوک‌های سازنده مدیریت نقدی مدرن
حساب واحد خزانه (TSA)
تمرکز تمامی درآمدها و پرداخت‌ها
مشاهده لحظه‌ای موقعیت نقدی
هماهنگی نهادی
ایجاد کمیته‌های نقدینگی برای تبادل اطلاعات
وزارت دارایی
بانک مرکزی
دستگاه‌های اجرایی
یکپارچگی مدیریت نقد و بدهی
استفاده از ابزارهایی مانند اسناد خزانه برای پوشش کمبودهای موقت
ویژگی کلیدی | شرح عملکرد
تمرکز نقدینگی | TSA
ابزارهای مالی | اسناد خزانه، معاملات بازخرید (Repo) و سپرده‌های بانکی
نظام پرداخت | -
۳. استراتژی‌های پیش‌بینی جریان نقدی
رویکرد پایین به بالا (Bottom-up)
مبتنی بر اطلاعات دقیق و روزانه از دستگاه‌های هزینه‌کرد و سازمان‌های وصول درآمد.
رویکرد بالا به پایین (Top-down)
بر اساس ارقام کلان. بودجه، داده‌های تاریخی TSA و تغییرات سیاست‌های مالی کلان.
افق زمانی پیش‌بینی
یک ماه آینده
سه ماه آینده
روزانه
یک ماه آینده
روزانه
۴. مدیریت شکاف‌ها و ذخیره احتیاطی (iquidity Buffer
ذخیره نقدینگی ( ذخیره احتیاطی )
نگهداری وجوه نقد اضافی برای مواجهه با شوک‌های پیش‌بینی نشده.
هزینه نگهداری نقدینگی
تعادل میان هزینه نگهداری پول (بدون بهره) و ریسک نبود نقدینگی؛ سرمایه‌گذاری مازاد در بازار پول.
چالش دقت پیش‌بینی
فقط ۲۸٪ از کشورهای در حال توسعه حداقل الزامات دقت را احراز کرده‌اند.
۲۸%
ابزارهای تأمین مالی کوتاه‌مدت
تسهیلات اضافه برداشت بانک مرکزی
معاملات بازخرید (Repo)
انتشار اسناد خزانه (T-bills)

## فهرست مطالب

**چکیده**.....۶

**مقدمه**.....۶

**بخش اول: پیش‌بینی جریان‌های نقدی**.....۹

۱-۱- حاکمیت و چارچوب نهادی پیش‌بینی جریان‌های نقدی.....۹

۱-۲- رویه های پیش بینی جریان‌های نقدی.....۱۱

۱-۳- دامنه پوشش پیش بینی جریان‌های نقدی.....۱۳

۱-۴- افق زمانی و تواتر پیش بینی‌ها.....۱۴

۱-۵- پیش‌بینی درآمدها.....۱۵

۱-۶- پیش‌بینی مخارج.....۱۶

۱-۷- ادغام داده‌های بدهی.....۱۷

۱-۸- دقت پیش بینی ها.....۱۸

**بخش دوم: تأمین کسری های جریان نقدی**.....۱۸

۲-۱- ابزارهای تأمین مالی.....۱۹

۲-۲- هماهنگی میان مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی.....۲۴

**بخش سوم: ذخیره احتیاطی نقدینگی و مدیریت مازاد مانده‌های نقدی**.....۲۷

۳-۱- پیش نیاز های سرمایه گذاری مازاد وجوه نقد.....۲۹

۳-۲- حداقل سازی هزینه نگهداری منابع.....۳۰

۳-۳- سرمایه گذاری مانده‌های نقدی در بازار.....۳۰

**بخش چهارم: نتیجه گیری و یافته‌های کلیدی**.....۳۴

**ضمیمه، ترتیب نهادی مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی در کشورهای منتخب**.....۳۶

## فهرست جداول

جدول ۱- مشخصه های کلیدی مدیریت نقدی..... ۷
جدول ۲- ابزارهای مورد استفاده برخی کشورها برای سرمایه گذاری مازاد نقدی..... ۳۲
جدول ۳- سیاست سرمایه‌گذاری در مدیریت نقد شیلی..... ۳۳

## فهرست شکل‌ها

شکل ۱- شرکت کنندگان کارگاه‌ها به تفکیک منطقه و سطح درآمد..... ۸
شکل ۲- نهادهای اصلی مسئول مدیریت نقدی درکشورهای شرکت کننده در کارگاه‌ها..... ۱۰
شکل ۳- رویکرد پیش بینی جریان نقدی..... ۱۲
شکل ۴-منبع خزانه داری ملی..... ۱۴
شکل ۵- سهم کشورهایی که در ارزیابی DEMPA حداقل الزامات را احراز کرده اند..... ۱۵
شکل ۶- ابزارهای تأمین مالی برای مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی..... ۱۹
شکل ۷- استقراض درون دولتی در آفریقای جنوبی..... ۲۳
شکل ۸- ساختار سازمانی مربوط به اداره کل اعتبار عمومی و خزانه داری ملی کلمبیا..... ۳۶
شکل ۹- نمودار سازمانی وزارت خزانه داری فرانسه..... ۳۷
شکل ۱۰- ساختار سازمانی AKK ..... ۳۸

## چکیده

مدیریت نقدی به‌طور ساده به معنای فراهم‌سازی مقدار مناسب وجه نقد، در زمان مناسب و در محل مناسب است، تا تعهدات دولت مقرون به‌صرفه‌ترین شکل ممکن ایفاء شود.

ویژگی‌های اصلی مدیریت نقدی مدرن عبارت‌اند از: تمرکز حساب‌های بانکی دولت و استقرار حساب واحد خزانه، توانایی تهیه پیش‌بینی‌های دقیق جریان‌های نقدی، استفاده از ابزارهای تأمین مالی کوتاه‌مدت و ظرفیت سرمایه‌گذاری مازاد ذخایر نقدی. ایجاد یک چارچوب منسجم برای مدیریت نقدی با برخورداری از این ویژگی‌ها، نه‌تنها برای دولت‌ها و نهادهای عمومی سودمند است، بلکه برای سایر ذی‌نفعان از جمله دریافت‌کنندگان پرداخت‌های دولتی، بانک‌ها و وام‌دهندگان نیز منافع قابل توجهی به همراه دارد.

با توجه به همه‌گیری اخیر کووید-۱۹ و اقدامات قرنطینه‌ای که در بسیاری از کشورها اعمال شد، دولت‌ها با کاهش‌های پیش‌بینی‌نشده درآمدها و افزایش قابل ملاحظه هزینه‌های عمومی ناشی از بسته‌های محرک مالی و مخارج بهداشتی مرتبط با همه‌گیری مواجه شدند. از این‌رو، وجود یک نظام مدیریت نقدی دولتیِ ساخت‌یافته و کارآمد، اکنون بیش از هر زمان دیگری اهمیت یافته است.

هدف این گزارش بررسی رویه‌های پیش‌بینی جریان‌های نقدی و مدیریت نقدی در ۲۴ کشور از مناطق مختلف جهان، با سطوح متفاوت درآمدی و ظرفیت‌های فنی گوناگون و سنجش میزان انطباق آن‌ها با رویه‌های مطلوب است. این بررسی بر مبنای اطلاعات ارائه‌شده در کارگاه‌های بانک جهانی درباره پیش‌بینی جریان نقدی و مدیریت نقدی در سال‌های ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ انجام شده و همچنین از تجربیات و رویه‌های سایر کشورهای در حال ظهور و توسعه‌یافته بهره می‌گیرد.

مطالعات موردی کشورهای مختلف نشان می‌دهد که اجرای کامل مدیریت نقدی مدرن همچنان با چالش‌هایی همراه است؛ هرچند نظام حساب واحد خزانه در اغلب کشورها رایج شده و پس از بحران مالی جهانی، ذخایر نقدینگی ایجاد یا تقویت شده‌اند. پیش‌بینی جریان‌های نقدی حوزه‌ای است که نیازمند بهبود است، زیرا دقت، افق زمانی و تواتر این پیش‌بینی‌ها اغلب محدود است. ساختار نهادی پراکنده، مدیریت نقدی را دشوارتر می‌سازد. همچنین شواهد کشورها حاکی از آن است که ظرفیت قابل توجهی برای تقویت هماهنگی میان مدیریت بدهی و مدیریت نقدی و نیز استفاده از ابزارهای کوتاه‌مدت برای پوشش کمبودهای نقدی وجود دارد. سرمایه‌گذاری مانده‌های نقدی ضعف بزرگ‌تری به نظر می‌رسد، زیرا بسیاری از کشورها ذخایر نقدینگی خود را بدون دریافت بازده، نزد بانک مرکزی نگهداری می‌کنند.

### مقدمه

مدیریت نقدی، به‌عنوان فرایند گردآوری، توزیع و سرمایه‌گذاری وجوه نقد، مستلزم پیش‌بینی جریان‌های نقدی، وجود سازوکارهای کارآمد برای انجام پرداخت‌ها و وصول درآمدها، استفاده از ابزارهای مالی کوتاه‌مدت برای تأمین فاصله زمانی میان جریان‌های ورودی و خروجی نقد، برخورداری از ظرفیت ایجاد بازده بر مانده‌های نقدی و هماهنگی مؤثر میان نهادهای مختلف است. استورکی (۲۰۰۱) مدیریت نقدی را به‌عنوان در اختیار داشتن میزان مناسب پول، در زمان مناسب و در مکان مناسب تعریف می‌کند تا تعهدات دولت به مقرون‌به‌صرفه‌ترین شکل ممکن ایفاء شود. ویلیامز (۲۰۰۴) نیز مدیریت نقدی را راهبرد و مجموعه فرایندهای مرتبط با مدیریت کارآمد و کم‌هزینه جریان‌های نقدی کوتاه‌مدت و مانده‌های نقدی دولت می‌داند؛ چه در درون بخش دولتی و چه در تعامل دولت با سایر بخش‌ها. اثربخشی مدیریت نقدی به فراهم بودن داده‌های قابل اتکا و مفروضات واقع‌بینانه در پیش‌بینی جریان‌های نقدی، تجمیع جریان‌های نقدی از طریق یک نظام متمرکز حساب‌های بانکی، وجود بازارهای ساخت‌یافته و نقدشونده اوراق بدهی و بازار پول و برخورداری از چارچوب نهادی و قانونی شفاف و تعریف‌شده وابسته است. لینرت (۲۰۰۹) و ویلیامز (۲۰۱۰) عناصر یا بلوک‌های

سازنده اصلی را که کشورها برای استقرار یک چارچوب منسجم و کارآمد مدیریت نقدی باید مدنظر قرار دهند، شناسایی‌کرده‌اند (جدول ۱). به‌گفته ویلیامز (۲۰۰۴)، مدیریت نقدی کارآمد موجب افزایش اطمینان‌پذیری پرداخت‌های دولتی شده و ریسک‌های عملیاتی، سوءمدیریت و تقلب را کاهش می‌دهد. افزون بر این، نگهداری وجوه نقد بلااستفاده توسط دولت را به حداقل می‌رساند و از طریق کاهش نیاز به استقراض برای تأمین نقدینگی که معمولاً بدون بازده نگهداری می‌شود صرفه‌جویی مستقیم ایجاد می‌کند.

پس از بحران مالی جهانی، بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و در حال ظهور یا اقدام به ایجاد (مانند ایالات متحده، کانادا، پرتغال و مجار ستان) یا تقویت ذخایر نقدینگی کرده‌اند (کروز و کوچ، ۲۰۱۸). هدف از ایجاد ذخایر وجوه نقد، فراهم سازی حا شیه اطمینان برای مواجهه با خروج‌های نقدی پیش‌بینی‌نشده و اجتناب از مراجعه به بازار برای تأمین مالی کوتاه‌مدتِ برنامه‌ریزی‌نشده ا ست. با این حال، از آنجا که اندازه ذخیره نقدینگی در کنار ســـایر عوامل به میزان خطا در پیش‌بینی جریان‌های نقدی و نوســـانات این جریان‌ها وابسته است، طراحی راهبرد انباشت ذخایر نقدی به‌خوبی اهمیت و شدت چالش‌های مرتبط با پیش‌بینی دقیق جریان‌های نقدی را بازتاب می‌دهد.

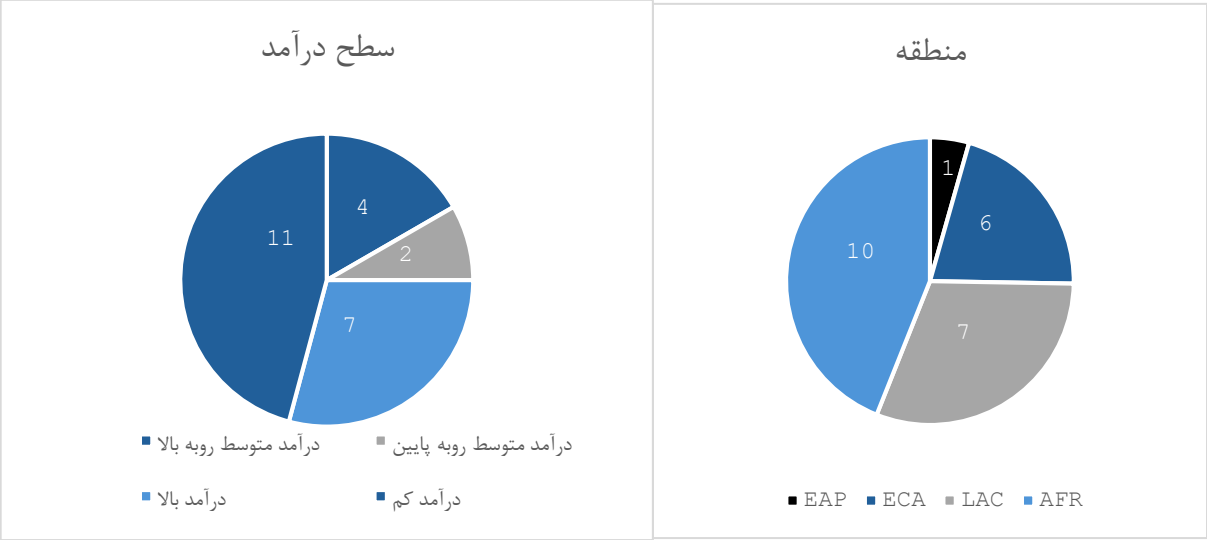
***جدول ۱مشخصه‌های کلیدی مدیریت نقدی***

| **ویژگی‌های اساسی رویه‌های مطلوب در مدیریت نقدی دولت (ویلیامز، ۲۰۱۰)** | **ویژگی‌های کلیدی مدیریت نقدی مدرن (لینرت، ۲۰۰۹)** |
|---|---|
| تمرکز مانده‌های نقدی دولت و استقرار ساختار حساب واحد خزانه (TSA) | تمرکز مانده‌های نقدی دولت و استقرار ساختار حساب واحد خزانه (TSA) |
| | وجود درک روشن از دامنه و پوشش چارچوب برنامه‌ریزی نقدی |
| توانایی انجام پیش‌بینی‌های دقیق جریان‌های نقدی کوتاه‌مدت ورودی و خروجی | توانایی انجام پیش‌بینی‌های دقیق جریان‌های نقدی کوتاه‌مدت ورودی و خروجی |
| | برخورداری از چارچوب مناسب برای پردازش معاملات و نظام حسابداری |
| تبادل اطلاعات میان مدیران نقدی، نهادهای وصول درآمد و دستگاه‌های اجرایی هزینه‌کننده (و دفاتر مرتبط) | تبادل به‌موقع اطلاعات میان خزانه مرکزی، نهادهای وصول درآمد، دستگاه‌های اجرایی هزینه‌کننده و یا دفاتر خزانه |
| وجود توافق‌نامه رسمی میان وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی درخصوص جریان‌های اطلاعاتی و حدود مسئولیت‌های متقابل | استقرار ترتیبات نهادی و تعریف شفاف مسئولیت‌ها |
| برخورداری از نظام‌های مدرن و چارچوب مناسب پردازش معاملات و حسابداری (پردازش تراکنش‌های دولتی با حداقل مراحل اجرایی و اتکا به تراکنش‌های الکترونیکی) و همچنین نظام‌های نوین بانکی، پرداخت و تسویه | بهره‌گیری از نظام‌های نوین بانکی، پرداخت و تسویه |
| استفاده از ابزارهای کوتاه‌مدت (مانند اسناد خزانه، قراردادهای بازخرید و بازخرید معکوس، سپرده‌های مدت‌دار و سایر ابزارها) برای مدیریت مانده‌ها و عدم تطابق‌های زمانی جریان‌های نقدی | استفاده از ابزارهای بازارهای مالی کوتاه‌مدت در مدیریت نقدی |
| هماهنگی قوی و یکپارچه میان مدیریت بدهی و مدیریت نقدی | یکپارچگی و هماهنگی میان مدیریت بدهی و مدیریت نقدی |

از سوی دیگر، میان اندازه ذخیره نقدینگی و هزینه نگهداری آن نوعی رابطه مبادله‌ای وجود دارد، زیرا نگهداری مانده‌های نقدی مستلزم تحمل هزینه است. ازاین‌رو، دقت در پیش‌بینی جریان‌های نقدی و اثربخشی مدیریت نقدی، از انباشت بدهی‌های معوق دولت جلوگیری کرده، به صرفه‌جویی در هزینه‌ها کمک می‌کند و ریسک‌ها را کاهش می‌دهد. در پی همه‌گیری کووید-۱۹، بسیاری از کشورها محدودیت‌های قرنطینه‌ای اعمال کردند و اقتصادها در سطح جهانی با انقباض مواجه شدند. در نتیجه، درآمدهای دولت‌ها کاهش یافت و خروج‌های نقدی به‌واسطه بسته‌های محرک مالی و مخارج بهداشتی مرتبط با همه‌گیری افزایش پیدا کرد. با توجه به افزایش عدم‌قطعیت در طول بحران کووید-۱۹، مدیریت نقدی به مؤثرترین شکل ممکن بیش از پیش به چالشی جدی تبدیل شد.

در چنین شرایطی، درس‌آموخته‌های سایر کشورها می‌تواند بسیار راهگشا باشد. مدیریت فعال نقدی به دولت‌ها امکان می‌دهد از طیف گسترده‌ای از ابزارهای تأمین مالی استفاده کنند؛ امری که به متعادل‌سازی جریان‌های نقدی دولت نزد بانک‌های مرکزی کمک کرده و عدم‌قطعیت در پیش‌بینی نقدینگی بانک‌های مرکزی را کاهش می‌دهد. مدیریت کارآمد نقدی همچنین به توسعه بازارهای کارای اوراق بهادار کوتاه‌مدت کمک می‌کند (ویلیامز، ۲۰۰۴). با این حال، در برخی موارد مدیریت نقدی برای اهدافی متفاوت به کار گرفته می‌شود؛ از جمله حفظ کنترل‌های مالی از طریق فرایندی موسوم به «سهمیه‌بندی نقدی»(هدلی و میلر، ۲۰۱۶).

هدف این گزارش بررسی رویه‌های پیش‌بینی جریان نقدی و مدیریت نقدی در کشورهایی از مناطق مختلف جهان، با سطوح متفاوت درآمدی، ظرفیت‌های فنی گوناگون و درجات مختلف انطباق با رویه‌های مطلوب است. این بررسی بر مبنای اطلاعات ارائه‌شده توسط ۲۴ کشوری انجام می‌شود که در کارگاه‌های بانک جهانی درباره پیش‌بینی جریان نقدی و مدیریت نقدی در سال‌های ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ مشارکت داشته‌اند. کشورهای شرکت‌کننده عبارت‌اند: آلبانی، آنگولا، بولیوی، برزیل، شیلی، کلمبیا، گینه استوایی، اسواتینی، گامبیا، غنا، هندوراس، کوزوو، لسوتو، نیجریه، مقدونیه شمالی، پرو، رومانی، رواندا، صربستان، سیشل[1]، اسلوونی، آفریقای جنوبی، تایلند و اروگوئه. افزون بر این، گزارش از تجربیات و رویه‌های کشورهای در حال ظهور و توسعه‌یافته‌ای همچون فرانسه، مجارستان، هند، پرتغال، سوئد، ترکیه، بریتانیا و ایالات متحده آمریکا نیز بهره می‌گیرد.




***شکل اشرکت‌کنندگان کارگاه‌ها به تفکیک منطقه و سطح درآمد***

این گزارش قصد ندارد تمامی ویژگی‌های مدیریت نقدی اثربخش را که پیش‌تر در ادبیات موجود به‌طور گسترده بررسی شده‌اند، بازخوانی کند؛ بلکه بر برخی ارکان حیاتی از جمله؛ پیش‌بینی جریان‌های نقدی، استفاده از ابزارهای کوتاه‌مدت برای پوشش شکاف‌های جریان نقدی، سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد و هماهنگی میان مدیریت نقدی و مدیریت بدهی تمرکز دارد. تجربیات عملی برگرفته از نمونه‌ای مرتبط از کشورها که بدون تفکیک بر اساس منطقه یا سطح درآمد بررسی شده‌اند نشان می‌دهد که با وجود تفاوت در رویکردها و با در نظر گرفتن ویژگی‌ها، محدودیت‌ها و نقاط قوت هر کشور، همچنان می‌توان با رویه‌های صحیح و پذیرفته‌شده همسو بود. این گزارش از چهار بخش تشکیل شده است که به شرح زیر خلاصه می‌شود؛

بخش اول، مروری کوتاه بر مبانی پیش‌بینی جریان‌های نقدی ارائه می‌دهد. بخش دوم، ابزارهای تأمین مالی برای پوشش شکاف‌های میان جریان‌های ورودی و خروجی نقد و نیز هماهنگی میان مدیریت نقدی و مدیریت بدهی را بررسی می‌کند. بخش سوم، رویه‌های

[1] مجموع جزایری است که متشکل از ۱۱۵ جزیره واقع در اقیانوس هند، نزدیک به شمال جزیره ماداگاسکار.(بهشت آفریقا)

مرتبط با ذخیره نقدینگی و سرمایه‌گذاری مانده مازاد حساب واحد خزانه TSA را مورد بررسی قرار می‌دهد. در نهایت، بخش چهارم یافته‌ها را جمع‌بندی کرده و توصیه‌های سیاستی ارائه می‌کند.

## بخش ۱: پیش‌بینی جریان‌های نقدی

مدیریت نقدی فرایندی است که هدف آن فراهم‌سازی میزان مناسب وجه نقد، در زمان مناسب و در مکان مناسب، برای اجرای تعهدات پرداختی دولت است. این تعریفِ مورد پذیرش عمومی در ظاهر ساده به نظر می‌رسد، اما اجرای عملی آن می‌تواند چالش‌برانگیز باشد. در صورتی که کل مبلغ مورد نیاز (میزان مناسب) در زمان لازم (زمان مناسب) به ذی‌نفع مربوط (مکان مناسب) منتقل نشود، دولت ممکن است با معوقات پرداخت و حتی نکول مواجه شود. این فرایند سه‌بعدی را می‌توان«کالیبراسیون سهR» نامید؛ به‌طوری که هر R نمایانگر یکی از «درست‌ها» در میزان، مکان و زمان است. مدیریت نقدی، هنر تعادل میان سه R است که در این تعادل هیچ یک از آنها در هیچ برهه زمانی نباید سقوط کند. ازاین‌رو، این امر مستلزم برخورداری از ظرفیت قوی پیش‌بینی جریان‌های نقدی و توانایی اجرای برآوردهای نقدی است.

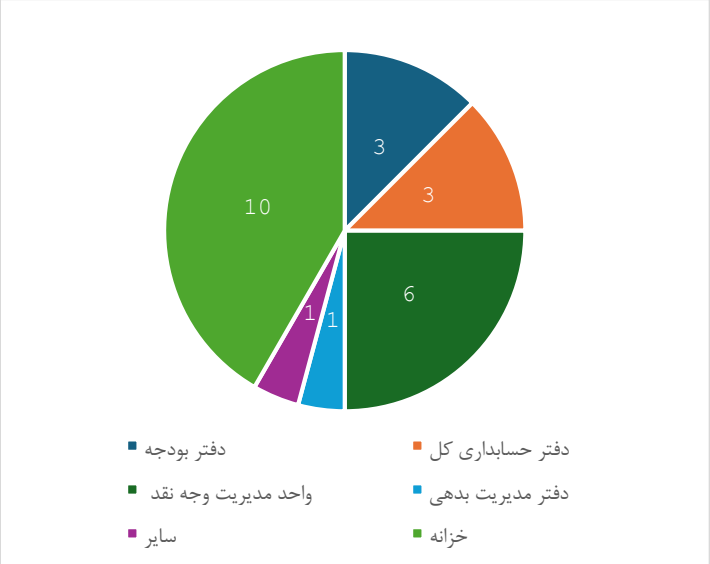
هدف اصلی مدیریت نقدی، حداقل‌سازی شکاف میان جریان‌های ورودی و خروجی نقد در هر مقطع زمانی ترجیحاً در افق سه ماهه آتی است. بدین منظور، برای تعیین «میزان مناسب» پرداخت‌های مورد نیاز، مدیران نقدی باید درآمدها و پرداخت‌های مورد انتظار را پیش‌بینی کرده و شکاف‌ها را شناسایی کنند. با توجه به اینکه دستگاه‌های اجرایی تقریباً همواره به نقدینگی فوری نیاز دارند و منابع در دسترس معمولاً محدود است، پاسخ‌گویی به تمامی درخواست‌های پرداخت در زمان ارائه آن‌ها کار ساده‌ای نیست. بنابراین، مدیران نقدی در گام نخست، پرداخت‌ها را بر اساس اولویت‌ها و سررسیدها طبقه‌بندی می‌کنند. این رویه به مدیران نقدی کمک می‌کند تا درخواست‌های پرداخت را مرتب‌سازی کرده و فرایند تأمین منابع برای ذی‌نفعان را به‌صورت منظم انجام دهند.

### ۱-۱- حاکمیت و چارچوب نهادی پیش‌بینی جریان‌های نقدی

پیش‌بینی جریان‌های نقدی نقشی کلیدی در اطمینان از ایفای کامل تعهدات پرداختی دولت و جلوگیری از انباشت معوقات ایفاء می‌کند. با این حال، چنانچه مدیریت نقدی جایگاه مناسبی در چرخه برنامه‌ریزی و مدیریت منابع دولت نداشته باشد و پیوندهای ضعیفی با مدیریت بدهی برقرار کند، مدیر نقدی قادر نخواهد بود برآوردهای دقیقی از جریان‌های نقدی ارائه دهد و اطلاعات قابل اتکاء و به موقعی را در اختیار تصمیم‌گیران، دستگاه‌های اجرایی، بانک مرکزی و بازارها قرار دهد. ازاین‌رو، همان‌گونه که رویه‌های صحیح تأیید می‌کنند، استقرار ترتیبات نهادی مناسب و تعیین شفاف مسئولیت‌ها میان نهادهای مختلف برای مدیریت اثربخش نقدی امری ضروری است.

مدیریت نقدی، به‌عنوان یکی از ارکان مدیریت مالی عمومی قوی، به حفظ پرداخت‌ها در چارچوب سقف‌های بودجه‌ای و بر اساس تخصیص‌های مصوب کمک می‌کند. این امر همچنین می‌تواند واقع‌گرایی پیش‌بینی‌های مالی را بهبود بخشد و تصمیم‌گیران را در شناسایی اقدامات اصلاحی مالی یاری دهد. با این حال، مدیریت نقدی بخشی از چرخه بودجه‌ریزی محسوب نمی‌شود و ابزاری برای اعمال کنترل مالی نیست. در مقابل، در کشورهایی که بودجه‌ها از اعتبار کافی برخوردار نیستند و مخارج در چارچوب منابع در دسترس قابل تأمین نیست، دولت‌ها ممکن است در مرحله اجرای بودجه اولویت‌ها را تغییر داده و ترکیبی از اصلاحات بودجه‌ای، کنترل تعهدات و سهمیه‌بندی نقدی را به‌کار گیرند تا اطمینان حاصل شود دستگاه‌های اجرایی در حدود سقف‌های بودجه‌ای عمل کرده و اهداف کلان مالی محقق شود(هدلی و میلر، ۲۰۱۶).

در این راستا، برخی کشورها مدیریت نقدی را بخشی از مدیریت بودجه تلقی کرده و آن را یا به‌طور کامل (مانند شیلی)یا تنها برخی از وظایف آن را (مانند غنا و سیشل[۲]) در اداره بودجه مستقر کرده‌اند. افزون بر این، در برخی کشورها مدیریت نقدی به‌طور کامل یا جزئی در دفتر حسابدار کل انجام می‌شود (مانند اسواتینی، لسوتو و نیجریه) همچنین مواردی وجود دارد که در آن‌ها پیش‌بینی جریان‌های نقدی توسط واحدهای دیگری انجام می‌شود؛ برای مثال، واحد تحلیل سیاست‌های کلان اقتصادی در گامبیا(هدلی و میلر، ۲۰۱۶).




***شکل ۲ نهادهای اصلی مسئول مدیریت نقدی در کشورهای شرکت‌کننده در کارگاه‌ها***

در محیطی که سهمیه‌بندی نقدی حاکم است، دستگاه‌های اجرایی انعطاف لازم برای برنامه‌ریزی منابع خود را ندارند؛ زیرا تخصیص نقدینگی غیرقابل پیش‌بینی بوده و مدیریت منابع مالی به‌شدت متمرکز می‌شود. این وضعیت برنامه‌ریزی فعالیت‌های بخشی را برای وزارتخانه‌ها دشوار کرده و می‌تواند پیامدهای منفی بر ارائه خدمات عمومی داشته باشد.

همان‌گونه که در شکل ۲ نشان داده شده است، در اغلب کشورهای ارزیابی‌شده، مدیریت نقدی وظیفه خزانه بوده و یا به‌صورت یک واحد تخصصی مستقل (مانند آفریقای جنوبی، کوزوو و رواندا) یا به‌صورت پراکنده در میان بخش‌ها مستقر است. همچنین به‌طور گسترده گزارش شده که وظایف مدیریت نقدی و مدیریت بدهی یکپارچه هستند (از جمله در کلمبیا، کوزوو، پرو، رومانی، اسلوونی، آفریقای جنوبی و تایلند). این وضعیت با رویه‌های کشورهای توسعه‌یافته هم‌راستاست؛ چنان‌که یک پیمایش اخیر نشان می‌دهد یکپارچگی مدیریت نقدی و بدهی در کشورهای عضو OECD امری رایج است (کروز و کوک، ۲۰۱۸).

با این حال، هیچ الگوی نهادی واحدی که برای همه کشورها مناسب باشد، وجود ندارد. بنابراین ترتیبات نهادی می‌تواند میان کشورها متفاوت باشد، مشروط بر آنکه ویژگی‌های اصلی مدیریت نقدی اثربخش تضمین شود. تعریف شفاف مسئولیت‌ها و گردش‌کارها درون و میان نهادهای مسئول مدیریت نقدی، کنترل‌های داخلی منظم و وجود ظرفیت تحلیلی، نشان‌دهنده استقرار «ترتیبات نهادی و مسئولیت‌های مناسب» به‌معنای تعریف‌شده توسط لینرت (۲۰۰۹) است.

[۲] مجموع جزایری است که متشکل از ۱۱۵ جزیره واقع در اقیانوس هند، نزدیک به شمال جزیره ماداگاسکار.(بهشت آفریقا)

صرف‌نظر از خطوط گزارش‌دهی، حساب واحد خزانه TSA که در آن تمامی درآمدهای دولت وصول و پرداخت‌ها انجام می‌شود منبع اصلی داده‌های واقعی برای مدیران نقدی به‌شمار می‌آید. TSA رویه‌ای رایج در کشورهاست و با توجه به اینکه درآمدهای مالیاتی و بخش عمده مخارج به ارز محلی است، حساب اصلی در نظام TSA همواره به ارز داخلی نگهداری می‌شود. با این حال، در بسیاری از کشورها حساب‌های ارزی نیز در چارچوب TSA وجود دارد که عمدتاً برای تراکنش‌های ارزی استفاده می‌شود (مانند آلبانی، آنگولا و کلمبیا). مطابق رویه‌های عمومی، در تمامی کشورهایی که در این گزارش بررسی شده‌اند، در صورت استقرار TSA ، این حساب نزد بانک مرکزی نگهداری می‌شود و حساب اصلی به ارز محلی است، حتی اگر زیرحساب‌های ارزی وجود داشته باشد. کشورهایی نظیر لسوتو و نیجریه نقش محوری TSA در مدیریت نقدی را به رسمیت شناخته و اخیراً نظام TSA خود را مستقر کرده‌اند.

تنها شمار اندکی از کشورها هنوز فاقد نظام حساب بانکی متمرکز هستند (برای مثال گینه استوایی) که از جمله دلایل آن می‌توان به محدودیت پراکندگی شعب بانک مرکزی و ناکافی بودن نظام‌های پرداخت و پردازش اشاره کرد. در چنین شرایطی، اجرای تدریجی نظام TSA از طریق تجمیع وجوه دولت در تعداد کمتری حساب با لحاظ محدودیت‌های موجود توصیه می‌شود.

اگرچه TSA اطلاعات قابل اتکایی از جریان‌های نقدی تحقق‌یافته فراهم می‌کند، مدیران نقدی همچنان باید برای اطمینان از سازگاری پیش‌بینی‌ها با برآوردهای درآمدی سازمان امور مالیاتی و برنامه‌های هزینه‌ای دستگاه‌های اجرایی، اطلاعات تکمیلی را از نهادهای عمومی گردآوری کنند.

به‌طور کلی، پیش‌بینی جریان‌های نقدی یک تلاش جمعی است؛ چنان‌که در غنا چهار واحد مختلف از وزارت امور مالی در این فرایند نقش دارند. در غنا، واحد مدیریت مخارج عمومیِ اداره بودجه مسئول پیش‌بینی جریان‌های نقدی است؛ واحد مالی وزارتخانه داده‌های مالی را ارائه می‌کند؛ اداره مدیریت بدهی اطلاعات مربوط به خدمت بدهی را تهیه می‌کند؛ اداره تأمین منابع مالی خارجی اطلاعات وام‌ها و کمک‌ها را فراهم می‌سازد. افزون بر این، بانک مرکزی غنا داده‌های تحقق‌یافته درآمد و مخارج را ارائه می‌دهد و سازمان درآمدهای غنا هم داده‌های وصول‌شده و هم پیش‌بینی درآمدها را تأمین می‌کند. همچنین اداره حسابرسی و حسابداری کل مانده‌های نقدی حساب‌های بانکی را برآورد می‌کند. هماهنگی میان این نهادها از طریق کمیته‌های مدیریت نقدی و مدیریت خزانه برقرار می‌شود که به‌صورت هفتگی تشکیل جلسه می‌دهند و خروجی هر یک ورودی دیگری است.

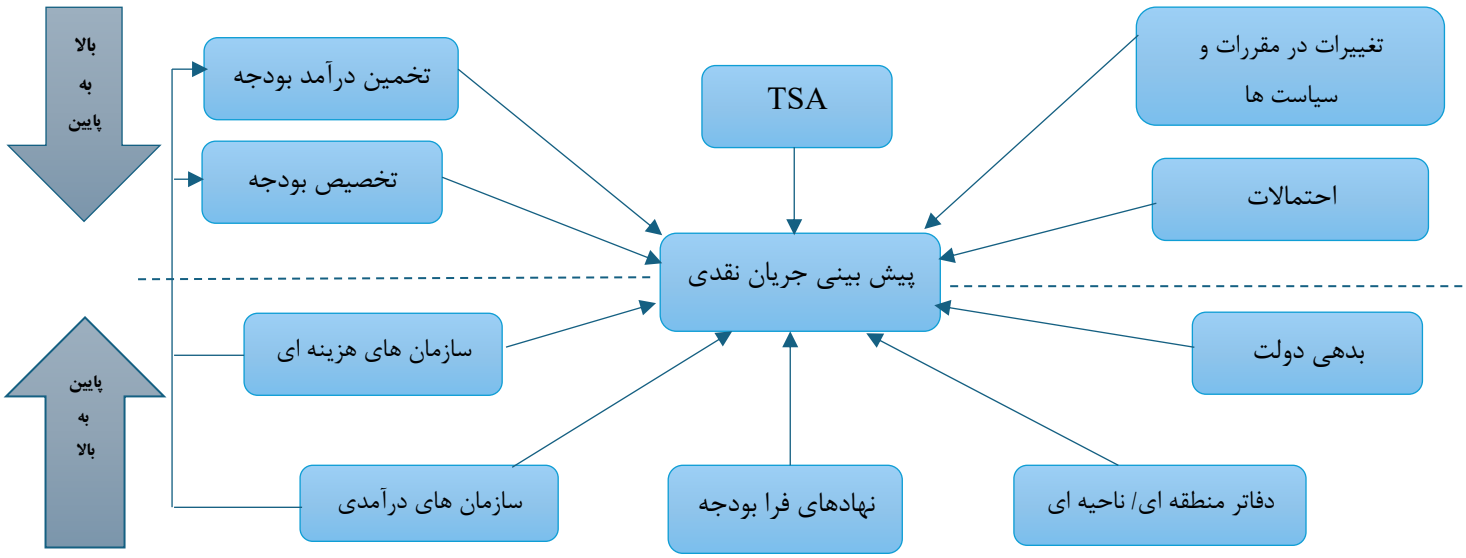
همان‌گونه که اشاره شد، تعاملاتی میان مدیریت نقدی، اجرای بودجه، مدیریت بدهی و سیاست پولی در کنار سازمان مالیاتی و دستگاه‌های اجرایی وجود دارد؛ ازاین‌رو، هماهنگی درون‌نهادی و بین‌نهادی امری ضروری است. در مقابل، هرگاه وظایف مدیریت نقدی پراکنده باشد، هماهنگی دشوارتر شده و ناکارایی‌های سازمانی می‌تواند به پیش‌بینی‌های کم‌دقت‌تر جریان‌های نقدی منجر شود. برای رفع این نارسایی‌ها، بسیاری از کشورها کمیته‌هایی در سطح عالی و یا فنی ایجاد کرده‌اند. بدین منظور، کشورهایی مانند بولیوی، شیلی، غنا، مقدونیه شمالی و رومانی، وزارت امور مالی و بانک مرکزی را به‌عنوان اعضای کمیته دارند؛ در برخی موارد، سایر نهادهای دولتی نیز مشارکت می‌کنند (مانند بولیوی و غنا). در کشورهایی نظیر آلبانی، اسواتینی، گامبیا و رواندا، کمیته‌های هماهنگی صرفاً از واحدهای وزارت امور مالی تشکیل شده‌اند. معمولاً این کمیته‌ها ماهانه تشکیل جلسه می‌دهند، هرچند در برخی کشورها تیم‌های فنی به‌صورت هفتگی جلسه دارند (مانند بولیوی، مقدونیه شمالی و غنا).

### ۲-۱- رویه‌های پیش‌بینی جریان‌های نقدی

در نبود پیش‌بینی و برنامه‌ریزی جریان نقدی، دولت‌ها در صورت ناکافی بودن مانده نقدی، پرداخت‌ها را عمدتاً براساس اولویت‌های اقتصاد سیاسی انجام می‌دهند. در چنین شرایطی، تخصیص ناکارای منابع مالی می‌تواند به استقراض بیش‌ازحد یا کمتر از نیاز بینجامد و هزینه‌ها و ریسک‌ها را افزایش دهد. فقدان سازوکار پاسخ‌گو و قابل پیش‌بینی برای تخصیص نقدینگی، شکاف‌های اعتباری ایجاد کرده و تأمین مالی دولت را دشوار می‌کند. در مقابل، هنگامی که پیش‌بینی جامع و دقیق جریان‌های نقدی وجود دارد، مدیریت نقدی تضمین می‌کند وجوه لازم در زمان مناسب به حساب ذی‌نفع واریز شود. افزون بر روش‌شناسی پیش‌بینی، دامنه پوشش، افق زمانی و تواتر پیش‌بینی‌ها نیز برای دستیابی به تعادل صحیح «سه R» اهمیت حیاتی دارند.

بودجه دولت حاصل فرایندهای سیاست‌گذاری ملی گسترده‌تر است و رهنمودها و سقف‌هایی برای وصول و تخصیص منابع عمومی تعیین می‌کند. مرحله بودجه‌ریزی راهبردی، نهادهایی مانند وزارتخانه‌های مالی و برنامه‌ریزی، وزارتخانه‌های بخشی، دستگاه‌های بزرگ هزینه‌کننده و حتی نهادهایی چون گروه‌های جامعه مدنی را درگیر می‌کند. بر پایه جهت‌گیری‌های سیاستی، مقامات بودجه، بودجه رسمی را شامل برآورد درآمدها و مخارج هر واحد بودجه‌ای تهیه می‌کنند. با توجه به اینکه بودجه اطلاعاتی درباره اندازه درآمدها و مخارج و نهادهای ذی‌حق ارائه می‌دهد، مدیر نقدی در گام نخست برنامه سالانه جریان نقدی را بر اساس بودجه تهیه می‌کند. این فرایند نمونه‌ای از رویکرد بالا به پایین (Top-down) است؛

- مرور ارقام کلان بودجه؛
- تبدیل داده‌ها از مبنای بودجه‌ای به مبنای نقدی؛
- تولید پیش‌بینی‌های ماهانه، هفتگی و روزانه با به‌کارگیری مدل‌های تحلیلی بر داده‌های تاریخی TSA؛
- لحاظ تغییرات احتمالی سیاست‌ها و مقررات دولت که بر وصول درآمدها و مصرف منابع عمومی اثر می‌گذارند؛
- افزودن اقلام احتیاطی (شکل ۳).




***شکل ۳ رویکردهای پیش‌بینی جریان نقدی: بالا به پایین در برابر پایین به بالا***

خروجی اصلی پیش‌بینی جریان نقدی، پیش‌بینی‌های روزانه دقیق برای حداقل یک ماه آینده و ترجیحاً برای سه ماه آتی است. با این حال، ریزدانگی و تواتر داده‌های بودجه‌ای غالباً اجازه تعیین زمان دقیق ورود وجوه و سررسید پرداخت‌ها را نمی‌دهد. ازاین‌رو،

برای دستیابی به تعادل مناسب سه R و تولید پیش‌بینی‌های قابل اتکاء، مدیران نقدی رویکرد بالا به پایین را با رویکرد پایین به بالا تلفیق می‌کنند. از آنجا که نهادهای وصول درآمد و دستگاه‌های هزینه‌کننده اطلاعات دست اول دارند و بهتر می‌توانند اولویت‌های تراکنش‌های فردی را تعیین کنند، مدیران نقدی می‌توانند از طریق رویکرد پایین به بالا، اطلاعات روزانه از آن‌ها دریافت کنند. افزون بر این، در برخی کشورها پوشش بودجه دولت محدود است به‌ویژه جایی که صندوق‌ها یا نهادهای خارج از بودجه سهم قابل توجهی دارند و مدیران نقدی باید اطلاعات مفقود را مستقیماً از این نهادها (در صورت قرار داشتن در چارچوب TSA یا تحت اختیار مدیریت نقدی) أخذ کنند.

کانال دیگر گردآوری اطلاعات در رویکرد پایین به بالا، دفاتر محلی یا صندوقداران هستند که می‌توانند به دقت پیش‌بینی‌ها کمک کنند. با توجه به بزرگی بدهی عمومی در بسیاری از کشورها، استقراض دولت و خدمت بدهی می‌تواند جریان‌های نقدی به ارز داخلی و خارجی را به‌طور معناداری تغییر دهد؛ بنابراین از لحاظ بدهی عمومی، فراخوان‌های مورد انتظار تضمین‌های دولتی و کارمزدهای تضمین، جزء لاینفک رویکرد پایین به بالاست.

### ۳-۱- دامنه پوشش پیش‌بینی جریان‌های نقدی

مدیریت نقدی بخشی از فرایند مدیریت مالی عمومی است و به‌طور مستقیم تحت تأثیر میزان اثربخشی برنامه‌ریزی و اجرای بودجه قرار دارد. در اصل، درآمدهای مورد انتظار و سقف‌های مخارج دستگاه‌های دولت مرکزی که در قانون بودجه تعیین می‌شوند، ورودی‌های اصلی پیش‌بینی جریان‌های نقدی به شمار می‌آیند. با این حال، در بسیاری از کشورها به‌ویژه کشورهای در حال توسعه و نوظهور، دامنه پوشش بودجه دولت محدود است؛ زیرا بخشی از منابع عمومی از طریق صندوق‌ها یا نهادهای خارج از بودجه (مانند ویتنام) و یا از طریق حساب‌های اختصاص‌یافته (مانند غنا و آفریقای جنوبی) مصرف می‌شود. با وجود این، هرگاه این نهادها یا حساب‌ها دریافت‌ها و پرداخت‌های خود را از طریق حساب‌های خزانه‌داری انجام دهند، حتی اگر به‌طور رسمی تحت پوشش بودجه نباشند، باید در پیش‌بینی جریان‌های نقدی منظور شوند.

دامنه TSA برای تعیین پوشش پیش‌بینی‌ها و مدیریت نقدی حیاتی است و در اغلب کشورها به دولت مرکزی محدود می‌شود. با این حال، بسته به میزان تمرکززدایی و انطباق نظام‌های حسابداری و کنترل، دامنه مدیریت نقدی و TSA می‌تواند از دولت مرکزی به سطح دولت عمومی گسترش یابد (مانند فرانسه). اصولاً شرکت‌های دولتی به‌ویژه بانک‌ها و نهادهای مالی عمومی پاسخ‌گوی هیئت‌مدیره‌های خود بوده و از استقلال مالی برخوردارند؛ ازاین‌رو در پیش‌بینی جریان نقدی دولت، تنها انتقالات سرمایه‌ای به آن‌ها و سود سهام پرداختی به دولت لحاظ می‌شود. اما اگر یک شرکت دولتی وظایف حاکمیتی انجام دهد یا به‌عنوان واحد دولتی تلقی و یا در بودجه درج شود، مدیر نقدی باید نیازهای تأمین مالی آن را در پیش‌بینی‌ها بگنجاند.

براساس راهنمای آمار مالی دولتِ صندوق بین‌المللی پول، پرداخت‌های بهره بدهی و کارمزدهای خدمت بدهی در زمره اقلام «بالای خط» طبقه‌بندی می‌شوند، در حالی که بازپرداخت اصل بدهی در بودجه منظور نمی شود. با این حال، در فرآیند پیش‌بینی جریان‌های نقدی، مدیران نقدی باید اطمینان حاصل کنند که کلیه اقلام مرتبط با بدهی اعم از اقلام بالای خط و پایین خط به‌طور کامل لحاظ شده‌اند.

تعهدات احتمالی، از جمله تضمین وام‌ها و تعهدات ناشی از قراردادهای مشارکت عمومی–خصوصی، در زمره اقلام خارج از بودجه قرار می‌گیرند. این تعهدات در اغلب کشورها پایش می‌شوند و در صورت تحقق (فراخوان)، پرداخت آن‌ها بر عهده دولت است. ازاین‌رو،

به‌منظور جلوگیری از بروز نکول ناشی از پرداخت‌های پیش‌بینی‌نشده، فراخوان‌های بالقوه تعهدات احتمالی باید در پیش‌بینی جریان‌های نقدی منظور شوند.

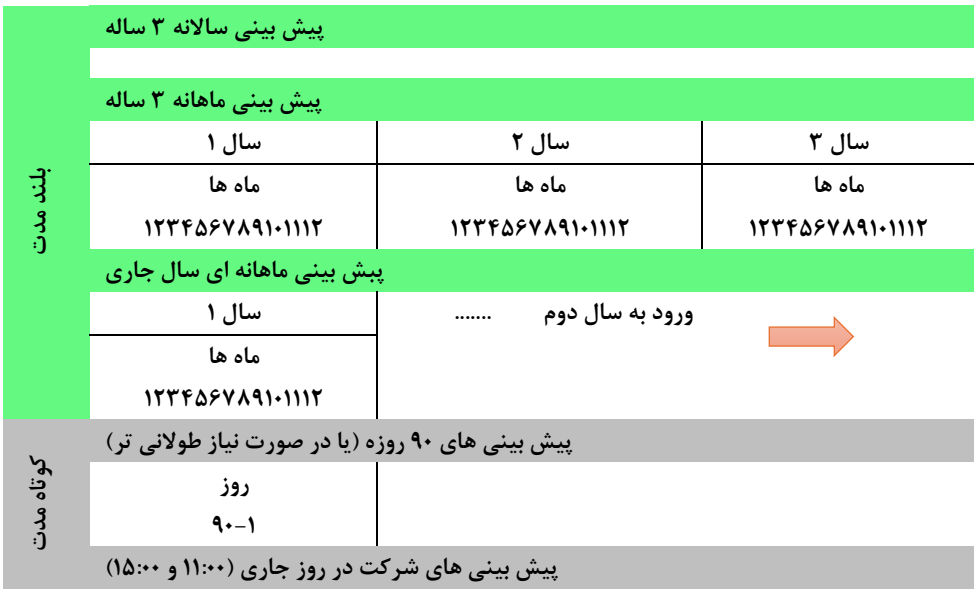
### ۴-۱- افق زمانی و تواتر پیش‌بینی‌ها

رواج بودجه‌های چندساله می‌تواند افق بلندمدت‌تری برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی فراهم سازد؛ با این حال، حتی در این کشورها نیز بودجه سالانه مصوب پارلمان همچنان سند محوری به شمار می‌آید و به‌جز در موارد استثنایی، افق پیش‌بینی جریان‌های نقدی از یک سال فراتر نمی‌رود. افزون بر برآوردهای بودجه‌ای، پیش‌بینی و مدیریت نقدی تحت تأثیر عواملی نظیر ابزارهای پرداخت (نقد، چک، پرداخت‌های الکترونیکی)، کارگزاران پرداخت (بانک مرکزی یا بانک‌های تجاری)، ظرفیت نهادی مدیریت نقدی در سطوح دولت مرکزی و محلی و نیز عمق و نقدشوندگی بازار اوراق بدهی و بازار پول قرار دارد (میلر و هاردلی، ۲۰۱۶). بنابراین، افق زمانی و تواتر پیش‌بینی‌ها به مجموعه‌ای از پارامترها وابسته بوده و در میان کشورها تفاوت‌های قابل‌توجهی دارد.

برخی کشورها (مانند آفریقای جنوبی و آلبانی) پیش‌بینی‌های جریان نقدی را در افق‌های سه‌ساله، سالانه، ماهانه، هفتگی و روزانه تهیه می‌کنند؛ در مقابل، در برخی کشورها تنها پیش‌بینی‌های ماهانه وجود دارد (مانند آنگولا و نیجریه). در اغلب کشورها، پیش‌بینی‌های سالانه با تواترهای متفاوت ماهانه (کوزوو)، هفتگی (سیشل[۳]) و روزانه (بولیوی، کلمبیا، هندوراس، مقدونیه شمالی و اروگوئه) تهیه می‌شود. در عین حال، پیش‌بینی‌ها نیز میان کشورها متفاوت است؛ به‌طوری که در بیشتر موارد بازبینی‌ها به‌صورت هفتگی یا روزانه انجام می‌شود، اما در برخی کشورها این بازبینی صرفاً ماهانه است.

**جعبه ۱: پیش‌بینی گسترده جریان‌های نقدی: آفریقای جنوبی**

پیش‌بینی گسترده جریان‌های نقدی این امکان را برای آفریقای جنوبی فراهم می‌کند که دولت بتواند جریان نقدی خود را به‌گونه‌ای مدیریت کند که همواره نقدینگی کافی برای ایفای تعهدات خود در اختیار داشته باشد، اثر جریان‌های نقدی دولت بر نقدینگی نظام مالی را خنثی کند؛ و بازدهی وجوه مازاد نقدی را حداکثر سازد.

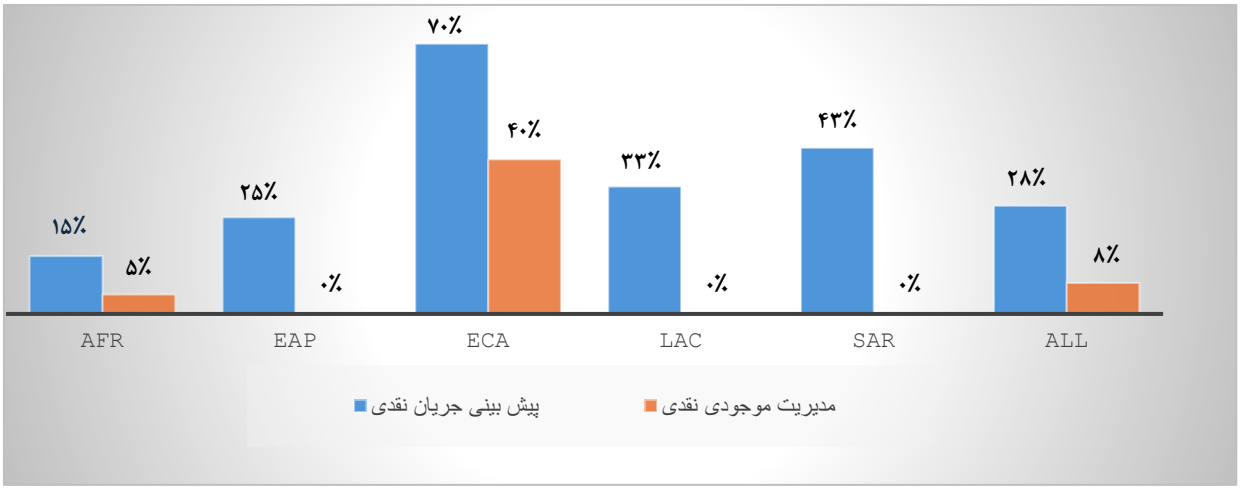



*شکل ۴ منبع خزانه‌داری ملی*

[۳] مجموع جزایری است که متشکل از ۱۱۵ جزیره واقع در اقیانوس هند، نزدیک به شمال جزیره ماداگاسکار (بهشت آفریقا).

یکی از اهداف اصلی پیش‌بینی‌های توسعه‌یافته جریان نقدی آن است که از بروز نوسانات بزرگ و غیرقابل پیش‌بینی در نقدینگی نظام بانکی جلوگیری شود و سیاست پولی تضعیف نگردد. در چارچوب این پیش‌بینی‌ها، خزانه‌داری ملی آفریقای جنوبی درآمدها، مخارج، سررسید بدهی‌های داخلی و خارجی، تأمین مالی نیازهای استقراضی و تغییرات ناشی از آن در مانده‌های نقدی را برای افق سه‌ساله و با تواترهای مختلف (مطابق شکل بالا) برآورد می‌کند.

ابزار ارزیابی عملکرد مدیریت بدهی (DEMPA) بانک جهانی، قابلیت اتکای پیش‌بینی‌ها، افق زمانی و تواتر پیش‌بینی جریان‌های نقدی را از طریق شاخص عملکرد مدیریت بدهی ۱۱،۱(DPI) ارزیابی می‌کند. بر اساس این شاخص، ارائه پیش‌بینی‌های ماهانه حداقل الزامات برای کسب امتیازC ، ارائه تفکیک هفتگی شرط کسب امتیازB و برآوردهای روزانه شرط کسب بالاترین امتیاز A است. تا پایان سال ۲۰۱۹ ارزیابی‌های DEMPA در ۸۰ کشور در حال توسعه انجام شده بود که تنها ۲۸ درصد آن‌ها حداقل الزامات یا بالاتر را احراز کرده‌اند (شکل ۵، ستون‌های آبی)




*شکل۵ سهم کشورهایی که در ارزیابی DEMPA حداقل الزامات را احراز کرده‌اند (امتیاز C یا بالاتر) منبع گزارش‌های DEMPA بانک جهانی*

مطابق روش‌شناسیDEMPA ، کشورها در حالت مطلوب باید پیش‌بینی‌های روزانه جریان نقدی تهیه کنند؛ با این حال، حتی در صورتی که تفکیک زمانی پیش‌بینی‌ها ماهانه باشد (حداقل الزام)، توصیه می‌شود کل سال بودجه‌ای پوشش داده شود. افزون بر این، از آنجا که در مقاطع نزدیک به پایان سال مالی ممکن است ارقام بودجه‌ای سال بعد هنوز در دسترس نباشد، مدیران نقدی باید توانایی برآورد جریان‌های نقدی ماه‌های ابتدایی سال بودجه‌ای آتی را نیز داشته باشند.

### ۵-۱- پیش‌بینی درآمدها

در اغلب کشورها، پیش‌بینی درآمدها عمدتاً با استفاده از رویکرد بالا به پایین انجام می‌شود؛ زیرا اولا اقلام اصلی مالیاتی (مانند مالیات بر درآمد، مالیات شرکت‌ها و مالیات بر ارزش افزوده) و مالیات‌ها و حقوق گمرکی بخش عمده‌ای از کل درآمدها را تشکیل می‌دهند و برآوردهای نسبتاً دقیقی از آن‌ها در پیش‌بینی‌های مالیاتی بودجه سالانه وجود دارد؛ ثانیا درآمدها از الگوی فصلی مشخصی برخوردارند و می‌توان با استفاده از داده‌های تاریخی، تفکیک‌های ماهانه و هفتگی را از ارقام سالانه استخراج کرد؛ ضمن اینکه، این رویکرد امکان اعمال تعدیلات ناشی از تغییرات سیاستی و مقرراتی دولت، تحولات کلان اقتصادی و شرایط مالی را فراهم می‌کند.

بر این اساس، در بیشتر کشورها مدیران نقدی به پیش‌بینی‌های ارائه‌شده توسط سازمان امور مالیاتی اتکاء می‌کنند. با این حال، در برخی کشورها پیش‌بینی درآمدها توسط واحد مدیریت نقدی (مانند پرو)، دفتر سیاست مالی (تایلند) یا واحد پیش‌بینی‌های کلان اقتصادی (سیشل[۴]) انجام می‌شود. در مورد درآمدهای غیرمالیاتی نظیر سود سهام، کمک‌ها و مطالبات ناشی از وام‌های اعطایی بهترین روش پیش‌بینی، استفاده از رویکرد پایین به بالا است؛ زیرا سطح تفکیک این جریان‌ها متفاوت بوده و امکان ردیابی تک‌تک آن‌ها وجود دارد.

**جعبه ۲. مدل پیش‌بینی جریان نقدی در پرو**

پرو برای تدوین برنامه‌ریزی مالی حساب واحد خزانه TSA از یک رویکرد کمّی مبتنی بر سناریوهای پیش‌بینی جریان نقدی استفاده می‌کند. در گام نخست، جریان‌های ورودی نقدی به پنج گروه طبقه‌بندی می‌شوند که هر یک با مدل‌های متفاوتی پیش‌بینی می‌گردند؛ منابع عادی (مانند مالیات‌ها)، منابع تعیین‌شده، کمک‌ها و انتقالات، منابع وصول‌شده مستقیم، منابع مربوط به عملیات اعتباری رسمی.

منابع عادی (درآمدهای مالیاتی) با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی سری زمانی پیش‌بینی می‌شوند، در حالی که سایر منابع درآمدی از طریق میانگین‌های متحرک و نرخ‌های رشد برآورد می‌گردند. به‌طور مشابه، مخارج نیز بر اساس ماهیت آن‌ها (مانند مخارج عمومی شامل حقوق و دستمزد، مستمری‌ها و سایر مزایای اجتماعی، کالا و خدمات، مخارج جاری و مخارج سرمایه‌ای) طبقه‌بندی می‌شوند. مخارج تأمین‌شده از منابع عادی با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی سری زمانی پیش‌بینی شده و سایر انواع مخارج از طریق میانگین‌های متحرک، نرخ‌های رشد و برنامه‌های پرداخت برآورد می‌شوند[۵].

### ۶-۱- پیش‌بینی مخارج

با توجه به اینکه بودجه دولت از طریق تخصیص اعتبارات، سقف‌های مخارج را تعیین می‌کند و ماهیت مخارج غیراختیاری تا حد زیادی قابل پیش‌بینی است، مدیران نقدی معمولاً در پیش‌بینی مخارج اطمینان بیشتری دارند. با این حال، به دلیل وجود وقفه‌های زمانی میان تخصیص اعتبارات و پرداخت واقعی از حساب واحد خزانه، مدیران نقدی در پیش‌بینی مخارج بیش از پیش به داده‌های تاریخی TSA اتکاء می‌کنند. افزون بر این، قوانین و مقررات و داده‌های تاریخی می‌توانند اطلاعات مفیدی درباره زمان پرداخت تراکنش‌های بزرگ و منظم فراهم کنند.

در مقابل، مخارج اختیاری مانند کالا و خدمات، مخارج سرمایه‌ای، یارانه‌ها و انتقالات به‌شدت تحت تأثیر تصمیمات سیاستی دولت قرار دارند و پیش‌بینی آن‌ها دشوارتر است. ازاین‌رو، تمرکز بر پروژه‌ها و برنامه‌های بزرگ با پرداخت‌های قابل‌توجه، نسبت به تلاش برای پیش‌بینی تمامی اقلام مخارج، کاراتر است. افزون بر این، در بسیاری از کشورها و در پی تقویم تخصیص اعتبارات و پدیده «مصرف کن یا از دست بده»، مخارج اختیاری به‌ویژه کالا و خدمات و مخارج سرمایه‌ای الگوی فصلی شدیدی دارند؛ به‌طوری که در ابتدای سال عملکرد ضعیف‌تر و در ماه‌های پایانی سال حجم مخارج به‌طور قابل‌توجهی افزایش می‌یابد.

[۴] مجموع جزایری است که متشکل از ۱۱۵ جزیره واقع در اقیانوس هند، نزدیک به شمال جزیره ماداگاسکار.(بهشت آفریقا)

[۵] منبع: وزارت اقتصاد و دارایی پرو

از آنجا که مدیران نقدی قادر به ارزیابی شرایط فیزیکی پروژه‌های عمرانی یا تعیین دقیق زمان نیاز به کالا و خدمات نیستند، وزارتخانه‌های بخشی و دستگاه‌های اجرایی بهترین منبع اطلاعاتی برای پیش‌بینی مخارج اختیاری محسوب می‌شوند که این امر مصداقی از رویکرد پایین به بالا است.

در کنار تحلیل‌های کمّی و داده‌های دریافتی از دستگاه‌های اجرایی، قضاوت‌های کیفی نیز حاوی اطلاعاتی هستند که در مدل‌های کمی قابل انعکاس نیستند. این قضاوت‌ها به مدیران نقدی امکان می‌دهند پیش‌بینی‌ها را با توجه به قابلیت اتکای داده‌های منابع مختلف و عملکرد گذشته نهادها در پیش‌بینی تعدیل کنند.

**جعبه ۳. ابزاری برای اجرای رویکرد پایین به بالا: سامانه درخواست نقدی ترکیه**

در سال ۲۰۱۱، ترکیه یک سامانه اینترنتی برای جمع‌آوری داده‌های دستگاه‌های دولتی به‌صورت برخط راه‌اندازی کرد. بیش از ۲۰۰ کاربر با تواترهای مختلف اطلاعات خود را از طریق این سامانه ثبت می‌کنند:

- ✓ وزارتخانه‌های بخشی و سایر دستگاه‌های اجرایی: برنامه‌های مخارج و پیش‌بینی وصول درآمدهای خود را به‌صورت ماهانه با تفکیک روزانه و بر اساس اعتبارات تخصیص‌یافته ثبت می‌کنند. این پیش‌بینی‌ها می‌تواند در طول ماه و به صورت هفتگی بازبینی شود.
- ✓ ادارات حسابداری مرکزی و استانی: دستورات پرداخت در انتظار ثبت‌شده توسط واحدهای تعهدی وزارتخانه‌ها و سایر دستگاه‌ها را به‌صورت روزانه گزارش می‌دهند.

واحد مدیریت نقدی خزانه‌داری به‌طور گسترده از این داده‌ها، به‌ویژه در پیش‌بینی تفکیک‌های روزانه جریان‌های نقدی ماهانه، استفاده می‌کند[۶].

**۷-۱- ادغام داده‌های بدهی**

پرداخت‌های بهره و اصل بدهی، همراه با جریان‌های ورودی ناشی از انتشار بدهی جدید، از اجزای اساسی پیش‌بینی جریان‌های نقدی به شمار می‌روند. رویه متعارف آن است که مدیران بدهی، پیش‌بینی‌های مربوط به خدمت بدهی و استقراض را در اختیار مدیران نقدی قرار دهند. افزون بر این، مدیران نقدی معمولاً با دفتر مدیریت بدهی برای دریافت اطلاعات مربوط به تعهدات احتمالی که ممکن است تحقق یابند، هماهنگی نزدیکی دارند.

پیش‌بینی جریان‌های نقدی مرتبط با بدهی‌های با نرخ شناور، بدهی‌های مرتبط با تورم، بدهی‌های ارزی یا سایر انواع بدهی‌های متغیر، مستلزم استفاده از سناریوهای کلان اقتصادی است که لزوماً توسط مدیران بدهی تهیه نمی‌شود و اغلب توسط بعضی نهادها مانند بانک مرکزی یا واحد کلان وزارت امور مالی تدوین می‌شود. سناریوهای شوک می‌توانند در تعیین سیاست ذخیره نقدینگی و نیز در طراحی استراتژی میان‌مدت مدیریت بدهی (MTDS) مفید باشند.

[۶] منبع: وزارت خزانه‌داری و دارایی ترکیه

### ۸-۱- دقت پیش‌بینی‌ها

تهیه پیش‌بینی‌های دقیق و قابل اتکای جریان نقدی برای تدوین و اجرای سیاست‌های مدیریت مالی عمومی حیاتی است؛ زیرا این پیش‌بینی‌ها اطلاعات کلیدی لازم برای تصمیم‌گیری و اتخاذ اقدامات اصلاحی مالی را فراهم می‌کنند؛ از انباشت بدهی‌های معوق جلوگیری می‌کنند و هزینه نگهداری نقدینگی را به حداقل می‌رسانند.

با این حال عواملی نظیر شوک‌های بیرونی، تغییرات سیاستی دولت یا کمبود اطلاعات می‌توانند موجب انحراف میان پیش‌بینی‌ها و ارقام تحقق‌یافته شوند. برای کاهش این انحرافات و بهبود دقت پیش‌بینی‌ها، کشورها سازوکارهای پایش و اقدامات پیشگیرانه‌ای را به کار می‌گیرند. پایش برخط مانده حساب واحد خزانه به مدیران نقدی امکان می‌دهد عملکرد پیش‌بینی‌ها را ارزیابی کنند، هرچند تحقق این امر مستلزم وجود زیرساخت‌های قوی بانکداری و پرداخت الکترونیکی است. واقع‌بینانه‌تر شدن برآوردهای بودجه‌ای، آگاه‌سازی دستگاه‌های اجرایی نسبت به هزینه خطاهای پیش‌بینی و طراحی چارچوب‌های الزام‌آورتر برای جلوگیری از پرداخت‌های بزرگ و غیرمنتظره، از جمله اقدامات مؤثر در ارتقای دقت پیش‌بینی‌ها هستند.

بازبینی منظم انحرافات میان جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده و تحقق‌یافته، نقش مهمی در افزایش دقت پیش‌بینی‌ها و شناسایی منشأ خطاها دارد. در این راستا، نگهداری یک پایگاه داده از پیش‌بینی‌های تاریخی امکان تحلیل دقیق انحرافات در مقاطع مختلف سال و وقفه‌های زمانی میان برآورد و تحقق جریان‌های نقدی را فراهم می‌سازد. با این حال، تنها ۹ مورد از ۲۴ کشور شرکت‌کننده در کارگاه‌ها، شاخص‌های دقت پیش‌بینی‌های خود را ارائه کرده‌اند؛ امری که نشان می‌دهد ارزیابی نظام‌مند عملکرد پیش‌بینی‌ها در اغلب این کشورها به‌طور گسترده انجام نشده و می‌تواند حوزه‌ای مهم برای بهبود باشد.

در نهایت ذخیره نقدینگی که در بخش سوم گزارش به‌تفصیل بررسی می‌شود. ابزار مهمی برای مدیریت انحرافات میان پیش‌بینی‌ها و مقادیر تحقق‌یافته است. این ذخایر اطمینان می‌دهند که حتی در صورت کاهش درآمدها یا افزایش مخارج نسبت به پیش‌بینی‌ها، نقدینگی کافی برای ایفای تعهدات دولت در سررسید وجود داشته باشد.

## بخش ۲: تامین کسری‌های جریان نقدی

برآوردهای دقیق و قابل اتکای مانده نقدی، پیش‌شرطی اساسی برای آن است که دولت‌ها بتوانند اقدامات لازم را به‌منظور ایفای به‌موقع تعهدات خود انجام دهند؛ به‌گونه‌ای که منابع استقراضی (و هزینه‌های مرتبط بر آن) صرفاً به میزان موردنیاز استفاده شود و از استقراض غیرضروری اجتناب گردد.

تضمین دسترسی به منابع لازم برای تأمین مخارج یا کسری بودجه و ایفای تعهدات بدهی با رویکرد حداقل‌سازی هزینه و ریسک، هدف مشترک مدیریت بدهی و مدیریت نقد است. تفاوت اصلی این دو حوزه در افق زمانی مورد توجه آن‌ها نهفته است. مدیریت مانده نقدی دولت شامل دو وظیفه اصلی است:

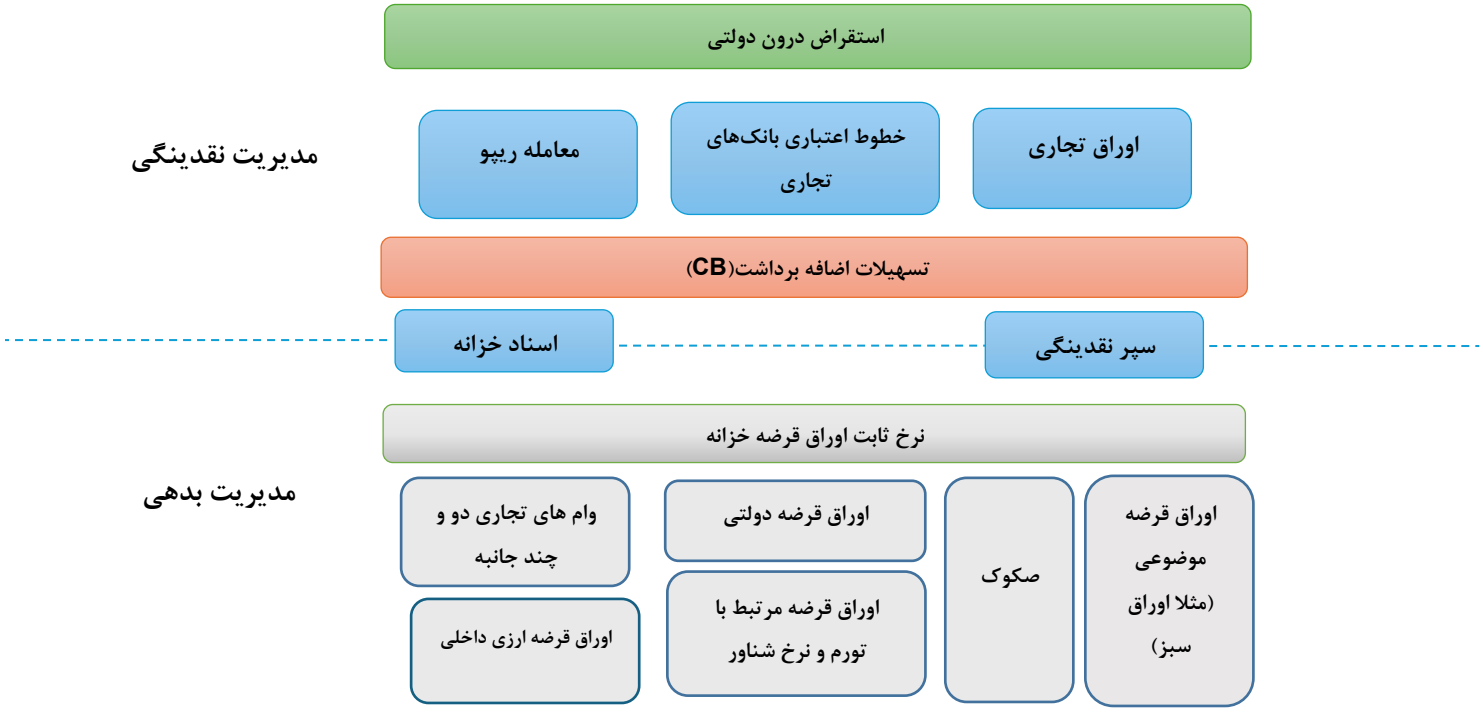
۱. تأمین منابع برای پوشش کمبودهای نقدی؛

۲. سرمایه‌گذاری مانده‌های نقدی به‌منظور حداقل‌سازی هزینه نگهداری نقد؛

دولت بسته به وضعیت فعلی و مورد انتظار مانده‌های نقدی خود کمبود یا مازاد بین این دو وضعیت در نوسان است و پیش‌بینی جریان‌های نقدی زیربنای هر دو وظیفه محسوب می‌شود. اگرچه استفاده از ابزارهای کوتاه‌مدت برای پوشش کمبودهای موقت نقدی،

پیوند اصلی میان مدیریت نقد و بدهی تلقی می‌شود، اما باید توجه داشت که سرمایه‌گذاری مانده نقدی تنها زمانی توجیه دارد که دولت در حال استقراض نباشد، چراکه در غیر این صورت هزینه نگهداری نقد افزایش می‌یابد.

انتخاب ابزارهای مورد استفاده برای پوشش کمبودهای موقت نقدی به طول دوره عدم تعادل نقدی مورد انتظار و هزینه‌های مرتبط با آن بستگی دارد. ابزارهای تأمین مالی مورد استفاده دولت‌ها در مدیریت نقد و بدهی و جایگاه اوراق خزانه کوتاه‌مدت و ذخایر نقدی، نقطه تلاقی این دو حوزه را نشان می‌دهد.




***شکل۶ ابزارهای تأمین مالی برای مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی***

### ۱-۲- ابزارهای تأمین مالی

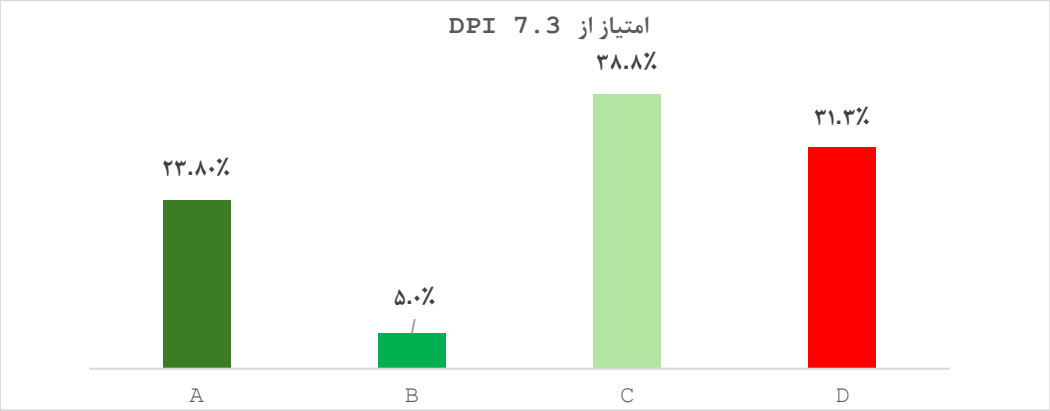
کمبودهای موقت نقدی می‌تواند از طریق مجموعه‌ای از ابزارها پوشش داده شود، از جمله:

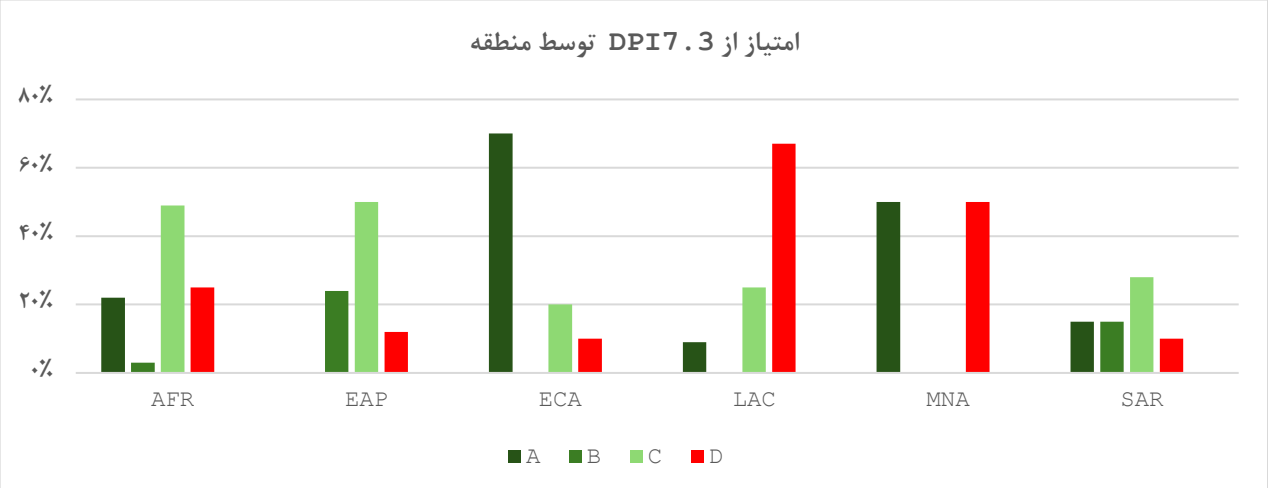
۱. **تسهیلات اضافه‌برداشت از بانک مرکزی**: بانک مرکزی معمولاً یک خط اعتباری کوتاه‌مدت (یا پیش‌پرداخت) با سقف زمانی و مقداری مشخص در اختیار دولت قرار می‌دهد. بسیاری از کشورها این ابزار را به‌منظور اجتناب از آثار تورمی و اختلالات ارزی محدود یا ممنوع کرده‌اند. با این حال، در دوره بحران کووید–۱۹، تأمین مالی پولی دولت‌ها به‌صورت استثنایی و تحت چارچوب‌های سهل‌گیرانه‌تر مورد استفاده قرار گرفت. این ابزار از نظر انعطاف‌پذیری مزیت دارد، اما محدودیت‌هایی از حیث هزینه و سقف اعتباری نیز به همراه دارد.

### جعبه ۴. تأمین مالی دولت توسط بانک مرکزی

با وجود پیوندهای انکارناپذیر میان سیاست‌های پولی و مالی، تفکیک مأموریت بانک مرکزی از نیازهای تأمین مالی دولت امری ضروری است تا از تداخل‌های نامطلوب در اجرای هر یک از این سیاست‌ها جلوگیری شده و انضباط مالی تقویت شود.

یافته‌های ژاکوم و همکاران (۲۰۱۲) نشان می‌دهد که از میان ۱۵۲ کشور مورد بررسی، ۵۷ کشور استفاده از پیش‌پرداخت‌ها را مجاز می‌دانند، ۴۰ کشور اجازه اعطای اعتبار (وام) را می‌دهند و ۵۱ کشور هرگونه اعطای اعتبار از سوی بانک مرکزی به دولت را ممنوع کرده‌اند. نتایج ارزیابی‌های DEMPA که تا پایان سال ۲۰۱۹ در ۸۰ کشور انجام شده نیز بر ضرورت محدودتر کردن شرایطی که دولت می‌تواند به‌طور مستقیم از مقام پولی استقراض کند، تأکید دارد.




نزدیک به یک سوم کشورهای ارزیابی‌شده هیچ سقف قانونی برای استقراض مستقیم از بانک مرکزی تعیین نکرده‌اند(امتیازD). درحالی که طبق چارچوبDEMPA ، حداقل الزام برای کسب امتیازC ، وجود چنین محدودیتی است. در مقابل، اندکی کمتر از یک‌چهارم کشورها تأمین مالی پولی را از نظر قانونی ممنوع کرده یا آن را صرفاً به شرایط اضطراری و دوره‌هایی حداکثر تا دو هفته محدود ساخته‌اند (امتیازA ). افزون بر این، رویکردها به‌طور قابل توجهی میان مناطق مختلف جهان متفاوت است؛ به‌گونه‌ای که اکثریت کشورهای آمریکای لاتین حداقل امتیاز را کسب نکرده‌اند، در حالی که بیش از دو سوم کشورهای اروپایی و آسیای مرکزی در آخرین ارزیابی‌ها بالاترین امتیاز را به دست آورده‌اند.

در واکنش به بحران مالی جهانی، بانک مرکزی ایالات متحده، بانک مرکزی اروپا و بانک مرکزی ژاپن با خرید اوراق بدهی دولتی در بازار ثانویه، نقدینگی لازم را در اختیار دارندگان اوراق (از جمله بانک‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی) قرار دادند تا ثبات بازارهای مالی حفظ شود. در این موارد، هدف بانک‌های مرکزی پوشش عدم تعادل‌های کوتاه‌مدت نقدی دولت‌ها آن‌گونه که در تسهیلات اضافه‌برداشت دنبال می‌شود، نبود. با این حال، در دوره اخیر و هم‌زمان با افزایش نیازهای تأمین مالی ناشی از همه‌گیری کووید۱۹،

برخی کشورها به بانک‌های مرکزی اجازه داده‌اند که از طریق خرید اوراق بدهی دولتی در بازار اولیه، دولت‌ها را به‌طور مستقیم تأمین مالی کنند و هم‌زمان از دارندگان اوراق در بازار ثانویه نیز حمایت به عمل آورند.

در این چارچوب، بانک‌های مرکزی اندونزی، تایلند و مالزی اقدام به خرید اوراق دولتی در بازار اولیه کرده‌اند؛ در حالی که در کشورهایی نظیر شیلی، کلمبیا، مجارستان، هند، کره جنوبی، مکزیک، فیلیپین، لهستان، رومانی، آفریقای جنوبی، ترکیه و مالزی، مقام پولی به‌عنوان خریدار اوراق در بازار ثانویه ایفای نقش کرده است (برزیل و جمهوری چک نیز برای انجام این اقدام خواستار اصلاح قوانین مربوط شده‌اند). افزون بر این، بانک مرکزی فیلیپین اخیراً برای مقابله با عدم تعادل‌های موقت نقدی ناشی از بحران، معاملات بازخرید (Repo) میان بانک مرکزی و اداره خزانه‌داری را برقرار کرده است.

### ۲. قراردادهای بازخرید[۷](Repo)

این معاملات شامل فروش موقت اوراق دولتی با تعهد بازخرید آن‌ها در تاریخی مشخص و با قیمتی از پیش تعیین‌شده است. دولت‌ها از این ابزار برای پوشش کمبودهای موقت نقدی استفاده می‌کنند. وجود وثیقه (اوراق دولتی) ریسک نقدشوندگی و هزینه تأمین مالی را کاهش می‌دهد و باعث می‌شود این ابزار، نسبت به استقراض بدون وثیقه ارزان‌تر باشد.

### ۳. خطوط اعتباری بانک‌های تجاری[۸]

استقراض مستقیم و بدون وثیقه از بانک‌های تجاری گزینه‌ای ساده، اما معمولاً پرهزینه‌تر است که بیشتر برای نیازهای بسیار کوتاه‌مدت و اضطراری مورد استفاده قرار می‌گیرد و با محدودیت‌های شفافیت و سقف مواجه است.

### ۴. اوراق تجاری[۹]

برخی دولت‌ها از اوراق تجاری عمدتاً به ارزهای بین‌المللی برای مدیریت نقد استفاده می‌کنند. مزیت اصلی این ابزار، عمق بازار، استانداردسازی و انعطاف‌پذیری در زمان‌بندی انتشار است. این ابزار در میان دفاتر مدیریت بدهی اروپایی بسیار رایج است.

### استقراض درون‌دولتی[۱۰]

دولت‌ها با تجمیع منابع نهادهای عمومی در حساب واحد خزانه یا ایجاد سازوکارهای خاص، امکان تطبیق مازاد و کسری نقدی میان واحدهای دولتی را فراهم می‌کنند. این رویکرد نیاز به استقراض از بازار را کاهش داده و به ثبات نقدینگی سیستم مالی کمک می‌کند.

**جعبه ۵: استقراض درون‌دولتی: استفاده بهینه از منابع دولت[۱۱]**

گسترش استفاده از منابع دولت عمومی (General Government – GG) می‌تواند فراتر از صرفاً بهره‌برداری بهتر از وجوه تجمیع‌شده در حساب واحد خزانه (TSA) باشد و شامل ایجاد سازوکارهای استقراض خارج از بازارهای مالی با ترتیبات حکمرانی مشخص نیز شود. این سازوکارها به ندرت تمامی واحدهای مشمول دولت عمومی را در بر می‌گیرند؛ چراکه برخی شرکت‌های دولتی یا بانک‌های دولتی که به استقلال مالی و حکمرانی و دسترسی مستقیم به بازار سرمایه نیاز دارند معمولاً خارج از این ترتیبات باقی می‌مانند. از آنجا که چنین سازوکارهایی دامنه و اندازه «مانده‌های نقدی دولت» را گسترش داده و نیاز به استقراض از بازار را کاهش

[۷] Repo transaction
[۸] Commercial bank credit lined
[۹] Commercial paper
[۱۰] Intra- government borrowing
[۱۱] Funding Instruments for Cash and Debt Management

می‌دهند، جریان‌های ورودی و خروجی در نظام مالی کوچک‌تر شده و این امر می‌تواند انجام عملیات جمع‌آوری یا تزریق نقدینگی توسط بانک‌های مرکزی در چارچوب سیاست پولی را تسهیل کند.

**فرانسه :** حساب واحد خزانه (TSA) که نزد بانک مرکزی فرانسه نگهداری می‌شود، متشکل از حدود ۵۰۰۰ حساب دولتی از جمله «نمایندگان خزانه» است. این نمایندگان شامل دولت‌های محلی و منطقه‌ای، نهادهای تأمین‌شده از بودجه دولت و همچنین نهادهای خارجی مانند اتحادیه اروپا هستند که بخشی از وجوه خود را نزد خزانه فرانسه سپرده‌گذاری می‌کنند. هدف اصلی این تمرکز، فراهم‌سازی منبع تأمین مالی مکمل برای دولت و کاهش حجم عملیات تأمین مالی در بازارهاست. برای آن‌که آژانس خزانه‌داری فرانسه بتواند هزاران تراکنش روزانه ناشی از دارندگان متعدد حساب را مدیریت کند، علاوه بر پیش‌بینی‌های روزانه دقیق جریان نقدی، نمایندگان خزانه موظف‌اند هر تراکنشی با مبلغ بیش از یک میلیون یورو که انتظار می‌رود در روز بعد انجام شود را حداکثر تا ساعت ۴ بعدازظهر به خزانه اطلاع دهند.

**پرتغال:** مؤسسه مدیریت خزانه و بدهی عمومی در چارچوب مأموریت یکپارچه مدیریت بدهی و نقد، مجاز به انتشار «گواهی‌های ویژه بدهی عمومی» (CEDIC) است. این گواهی‌ها یک سازوکار استقراض درون‌دولتی برای واحدهای اداری بخش عمومی فراهم می‌کنند و به شرکت‌های بخش عمومی امکان می‌دهند مازاد نقدی خود را سرمایه‌گذاری کنند. هدف این ابزار، تقویت یکپارچگی، بهینه‌سازی و انعطاف‌پذیری در مدیریت بدهی عمومی و مازاد نقدی نهادهای عمومی است. برای ایجاد انعطاف، این گواهی‌ها می‌توانند با توافق طرفین پیش از سررسید اصلی (۱۲ ماه) مستهلک شوند و همچنین میان نهادهای سپرده‌گذار قابل معامله‌اند. نرخ‌های سود توسط مؤسسه و بر مبنای نرخ‌های بازار بین‌بانکی تعیین می‌شود.

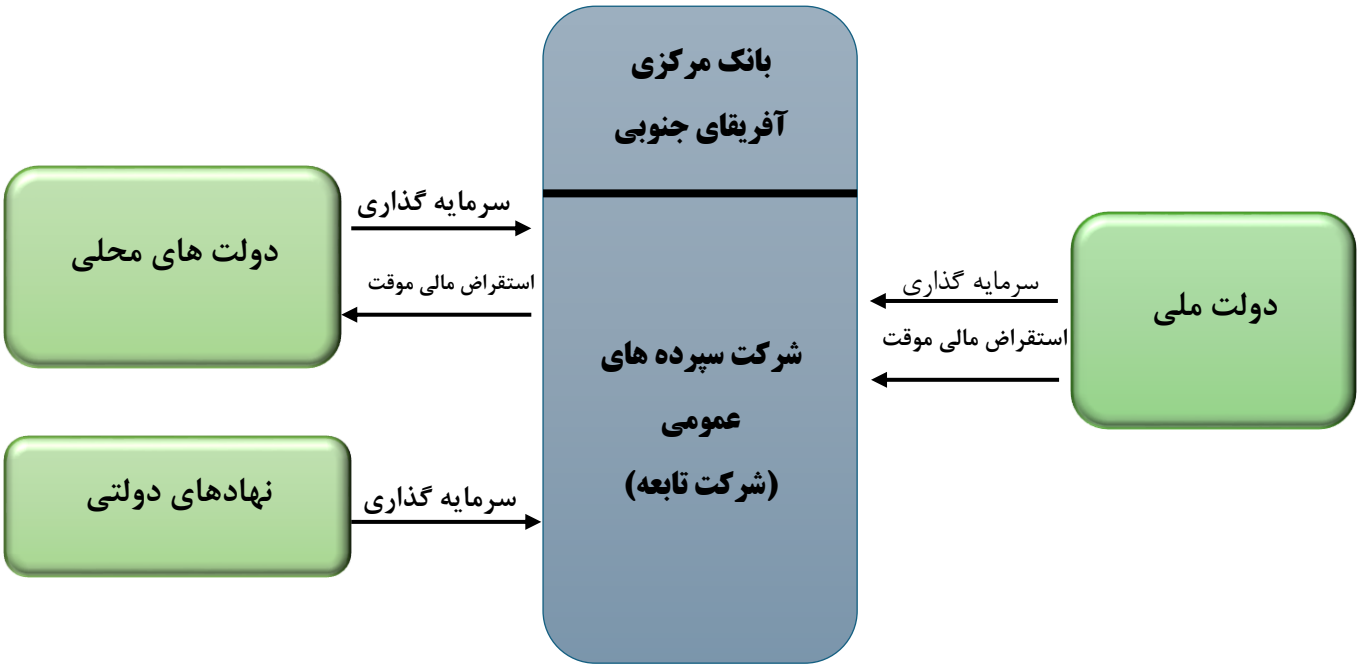
**کلمبیا:** تأمین مالی کوتاه‌مدت دولت فراتر از انتشار اسناد خزانه (هم برای مدیریت بدهی و هم مدیریت نقد) از طریق منابع زیر گسترش یافته است:

- ✓ صندوق‌های ویژه
- ✓ صندوق‌های عواید نفتی
- ✓ منابع نهادهای دولتی که بخشی از TSA هستند.

صندوق‌های ویژه عمدتاً منابع پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تجمیع می‌کنند و خزانه می‌تواند به‌طور موقت از آن‌ها به‌عنوان منبع تأمین مالی کوتاه‌مدت استفاده کند (در پایان ۲۰۱۹ معادل ۸,۱ میلیارد دلار). منابع صندوق عواید نفتی نیز برای پوشش کمبودهای موقت نقدی به کار می‌روند (۵,۹ میلیارد دلار در دسامبر ۲۰۱۹). برای بهره‌گیری از این دو منبع و نیز منابع تخصیص‌یافته به نهادهای مشخص درTSA ، خزانه اسناد تعهدی با نرخ‌های مبتنی بر بازار (نرخ‌های بین‌بانکی و نرخ اوراق دولتی) منتشر می‌کند.

**آفریقای جنوبی:** حساب واحد خزانه نزد بانک مرکزی آفریقای جنوبی نگهداری می‌شود و وظیفه سرمایه‌گذاری مازاد نقدی به شرکت تابعه صددرصدی آن، یعنی «شرکت سپرده‌های عمومی»(Corporation for Public Deposits – CPD)، واگذار شده است. منابع قابل سرمایه‌گذاری از دولت مرکزی، دولت‌های استانی و شرکت‌های دولتی (SOCs) تأمین می‌شود. واحدهای زیرملی و برخی شرکت‌های دولتی منتخب موظف‌اند مازاد نقدی خود را نزد CPD سرمایه‌گذاری کنند، در حالی که دولت مرکزی از این منابع عمدتاً برای مدیریت نقد و نیز مدیریت بدهی استفاده می‌کند. در سال‌های ۲۰۱۹/۲۰۱۸، بیش از ۷۰ درصد میانگین مانده‌های روزانه نگهداری‌شده نزد CPD توسط دولت مرکزی استقراض شده بود. دولت‌های استانی نیز می‌توانند در چارچوب سقف‌های از پیش تعیین‌شده از این مخزن منابع برای تأمین عدم تعادل‌های کوتاه‌مدت نقدی استفاده کنند.

*شکل ۷ استقراض درون دولتی در آفریقای جنوبی*




**پرو:** اداره کل بدهی عمومی و خزانه‌داری از سال ۲۰۱۳ به طور سالانه «راهبرد سه‌ساله مدیریت یکپارچه دارایی‌ها و بدهی‌ها» را منتشر می‌کند. این سند دامنه کامل دارایی‌ها و بدهی‌های بخش عمومی غیرمالی را شناسایی کرده و از جمله اهداف آن، بهبود تمرکز منابع در حساب واحد خزانه است. در سمت دارایی‌ها، از مجموعی معادل ۱۶ درصد تولید ناخالص داخلی در ژوئیه ۲۰۱۸؛

- ۳٫۴ درصد مربوط به منابع اختصاصی خزانه عمومی؛
- ۳٫۷ درصد مربوط به صندوق‌ها و منابع تخصیص‌یافته و متعهدشده؛
- ۴٫۵ درصد منابع نهادهای عمومی نزد نظام مالی خصوصی؛
- ۳٫۶ درصد منابع نهادهای عمومی نزد خزانه عمومی است؛

در حالی که اقلام دوم و سوم عمدتاً منابع مشخص و هدفمند هستند، مورد چهارم نمایانگر منبعی اضافی برای تأمین مالی موقت است که عمدتاً در TSA متمرکز شده است.

### ۵. اسناد خزانه (T-bills)

این اوراق، اوراق بدون کوپن با سررسیدهایی از چند هفته تا حداکثر یک سال هستند. همان‌گونه که در شکل ۶ نشان داده شده است، اسناد خزانه هم توسط مدیران نقد و هم مدیران بدهی استفاده می‌شود. در مدیریت نقد، انتشار اسناد خزانه می‌تواند با رویکردی انعطاف‌پذیر نه لزوماً در قالب انتشارهای منظم انجام شود؛ به‌طوری که حجم عرضه متناسب با نیازهای فوری نقدی و سررسیدها متناسب با طول دوره کمبود نقد تعیین گردد. در مقابل، اسناد خزانه یکی از ابزارهای اصلی مدیران بدهی برای مدیریت مبادله هزینه ریسک بدهی یا پوشش نیازهای بزرگ تأمین مالی در نبود پایگاه سرمایه‌گذاران متنوع (متمرکز بر بانک‌های تجاری) به شمار می‌رود.

### ۲-۲- هماهنگی میان مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، اسناد خزانه دو کارکرد متفاوت دارند:

۱. بازتأمین مالی بدهی، به‌ویژه در کشورهایی که پایگاه سرمایه‌گذاران به‌شدت در بانک‌ها متمرکز است و بنابراین تقاضا برای اوراق بدهی دولتی به سررسیدهای کوتاه‌مدت محدود می‌شود؛
۲. پوشش کمبودهای موقت نقدی.

با توجه به موقتی بودن نیازهای نوع دوم، انتظار می‌رود موجودی اسناد خزانه در فاصله سال‌ها نسبتاً ثابت بماند، هرچند نوسانات قابل توجهی در طول سال مشاهده شود. در مقابل، زمانی که اسناد خزانه عمدتاً برای مدیریت بدهی استفاده می‌شوند، تغییرات مانده آن‌ها تابعی از اشتهای سرمایه‌گذاران (تقاضا) و آنچه در راهبرد میان‌مدت مدیریت بدهی (MTDS) تعیین شده است (عرضه)، خواهد بود.

در میان ابزارهای اختصاصی مدیریت بدهی، شکاف‌های مالی معمولاً از طریق انتشار اوراق بلندمدت خزانه (بیش از یک سال) پوشش داده می‌شود، در حالی که اسناد خزانه برای عدم تعادل‌های موقت نقدی به کار می‌روند. با این حال، حتی در کشورهایی که اسناد خزانه به عنوان ابزار مدیریت نقد برچسب‌گذاری یا تفکیک شده‌اند و انعطاف‌پذیری لازم به مدیران بدهی داده می‌شود تا بسته به شرایط بازار، با رویکردی تاکتیکی پرتفوی بدهی را کوتاه‌تر یا بلندتر کنند و در دوره‌ای بیش از دوره دیگر، اسناد خزانه منتشر نمایند. این امر در بازارهای توسعه‌یافته با پایگاه سرمایه‌گذاران متنوع و امکان تأمین مالی بلندمدت شایع‌تر است؛ در حالی که کشورهایی با بازارهای کمتر توسعه‌یافته بیشتر به اسناد خزانه برای پوشش شکاف‌های مالی متکی‌اند.

برای اجتناب از هزینه‌های غیرضروری استقراض فراتر از دوره کمبود نقدی، در حالت مطلوب باید اوراقی با سررسید مشخص منطبق با طول دوره کمبود نقد منتشر شود. برخی مجموعه‌ای انعطاف‌پذیر از ابزارها را برای مدیریت نقد به کار می‌گیرند (فرانسه، مجارستان، هند، آفریقای جنوبی)، در حالی که برخی دیگر عمدتاً به اسناد خزانه با سررسیدهای ۳، ۶ و ۱۲ ماهه بسنده می‌کنند (آلبانی، برزیل، کلمبیا، غنا، مقدونیه شمالی، رومانی و رواندا).

شایان ذکر است حتی در کشورهایی که ابزارهای کوتاه‌مدت انعطاف‌پذیرتری برای تأمین کمبودهای موقت نقدی به کار می‌گیرند، اسناد خزانه با سررسیدهای ۳، ۶ و ۱۲ ماهه نیز به‌طور منظم منتشر می‌شوند (در هند اسناد خزانه و اسناد خزانه مدیریت نقد وجود دارد و در فرانسه و مجارستان نیز اسناد خزانه به‌عنوان ابزار مدیریت نقد تعریف شده‌اند). این اسناد استاندارد، علاوه بر ایجاد انعطاف برای مدیران نقد و مدیران بدهی، نقش مهمی در شکل‌دهی مرجع قیمتی در بخش کوتاه منحنی بازده ایفاء می‌کنند. در برخی کشورها این کارکرد عمدتاً از طریق انتشار اسناد کوتاه‌مدت توسط بانک مرکزی انجام می‌شود (شیلی، هندوراس). در کشورهای دیگر، دفاتر مدیریت بدهی این اسناد را در قالب برنامه انتشار منظم علاوه بر اهداف سنتی مدیریت بدهی و نقد برای حفظ مراجع قیمتی قابل اتکاء منتشر می‌کنند (برزیل، کلمبیا، ترکیه)[۱۲].

**جعبه ۶: نمونه‌های منتخب استفاده از اوراق خزانه کوتاه‌مدت (T-Bills) برای مدیریت نقدینگی و بدهی**

**فرانسه:** اوراق خزانه کوتاه‌مدت (BTF_اوراق خزانه با نرخ ثابت) به‌طور انحصاری برای مدیریت نقدینگی استفاده می‌شوند، یعنی برای «هموارسازی نوسانات وضعیت نقدی دولت در طول سال». مزایده‌های هفتگی برایBTF سه ماهه برگزار می‌شود، در حالی که

[۱۲] منبع: وب‌سایت‌های دفاتر و نهادهای مدیریت بدهی و مطالعات موردی ارائه‌شده در کارگاه‌های بانک جهانی درباره پیش‌بینی جریان نقدی و مدیریت نقد (۲۰۱۸ و ۲۰۱۹).

اوراق ۶ ماهه و یک‌ساله به‌ندرت صادر می‌شوند و تنها زمانی که کسری‌های جریان نقدی طولانی‌مدت پیش‌بینی شود، استفاده می‌شوند. از سوی دیگر، برای مدیریت کسری‌های کوتاه‌مدت غیرمنتظره، انعطاف بیشتری وجود دارد و امکان صدورBTF های کوتاه‌تر، با سررسید معمولاً بین ۴ تا ۷ هفته فراهم است.

**مجارستان:** اوراق خزانه تخفیفی با سررسید سه و دوازده ماه برای مدیریت نقدینگی استفاده می‌شوند، یعنی برای هموارسازی نوسانات نقدینگی ناشی از تغییر نیازهای مالی در طول سال. اوراق خزانه تخفیفی کوتاه‌مدت (معمولاً ۶ هفته) همراه با استفاده از معاملات بازخرید معکوس (ریپو) ابزارهای مکمل برای مدیریت کسری نقدی موقت را فراهم می‌کنند.

**هند:** عدم تطابق جریان نقدی دولت مرکزی از طریق صدور اوراق خزانه کوتاه‌مدت، اوراق خزانه مدیریت نقدی و استفاده از تسهیلات «راه‌ها و وسایل مالی» (Ways and Means Advances – WMA) بانک مرکزی هند مدیریت می‌شود. اوراق خزانه برای سررسیدهای ثابت ۹۱، ۱۸۲ و ۳۶۴ روز صادر می‌شوند، در حالی که اوراق مدیریت نقدی و WMA انعطاف بیشتری به دولت می‌دهند و می‌توانند تا ۹۰ روز استفاده شوند و همچنین به دولت‌های محلی نیز ارائه می‌شوند.

**آفریقای جنوبی:** اوراق خزانه کوتاه‌مدت با سررسید ۶، ۹ و ۱۲ ماه به‌صورت هفتگی در چارچوب استراتژی مدیریت بدهی صادر می‌شوند، در حالی که اوراق مشابه با سررسید سه ماه یا کمتر برای مدیریت نقدینگی استفاده می‌شوند.

**کلمبیا:** اوراق خزانه کوتاه‌مدت با سررسید مرجع ۱۲ ماهه به‌صورت هفتگی و با هدف تأمین مالی عملیات خزانه‌داری (به‌عنوان بخشی از ابزارهای مدیریت نقدینگی) منتشر می‌شوند. ابزارهایی با سررسید ثابت در طول هر دوره سه ماهه منتشر می‌گردند و بسته به تاریخ انتشار، سررسید آن‌ها بین ۹ تا ۱۲ ماه متغیر است. صدور اوراق خزانه بلندمدت در روزهای مختلف هفته انجام می‌شود و تمرکز اصلی آن بر مدیریت و بازپرداخت بدهی است نه پاسخ‌گویی مستقیم به نیازهای نقدینگی کوتاه‌مدت؛ هرچند این انتشارها به‌طور کلی با وضعیت نقدینگی دولت هماهنگ می‌شوند.

**برزیل:** اوراق خزانه کوتاه‌مدت با سررسید ۶ و ۱۲ ماه به‌صورت هفتگی و متناوب از طریق بازانتشار منتشر می‌شوند؛ سررسید واقعی بین ۱۲ تا ۹ ماه و ۶ تا ۳ ماه متغیر است. این اوراق بیشتر بخشی از استراتژی بدهی هستند (حمایت از توسعه بازار و مدیریت سیاست پولی) تا صرفاً مدیریت نقدینگی.

**غنا:** ابزارهای کوتاه‌مدت برای مدیریت نقدینگی و بدهی شامل اوراق خزانه کوتاه‌مدت با سررسید ۳، ۶ و ۱۲ ماه هستند. تا پایان ۲۰۱۸، به جای اوراق خزانه ۳۶۴ روزه، دولت اوراق خزانه‌داری یک ساله صادر می‌کرد و آنها از طریق بازانتشار اوراق میان‌مدت (۲ سال یا بیشتر) منتشر می‌شدند. این تغییر مرز بین مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی را مشخص کرده و نشان‌دهنده چندکارکردی اوراق خزانه کوتاه‌مدت است، چرا که بیش از ۵۰٪ کل بدهی ناخالص صادرشده در سه‌ماهه سوم ۲۰۱۹ از این اوراق تشکیل می‌شد[۱۳].

در حالی که اوراق مبتنی بر ارز خارجی، اوراق مبتنی بر تورم و اوراق با نرخ بهره شناور که در بازار داخلی منتشر می‌شوند، از منظر مدیریت نقدی همان نقشی را ایفاء می‌کنند که اوراق خزانه با نرخ ثابت (T-bonds) دارند، یوروباندها و وام‌های خارجی به ارز خارجی به دلیل آنکه جریان‌های نقدی مرتبط با آن‌ها به ارز خارجی است، ویژگی‌های خاصی به همراه دارند. این موضوع ممکن است مستلزم ترتیبات ویژه با بانک مرکزی برای داخلی‌سازی منابع باشد. همچنین، منابع حاصل ممکن است به ارز خارجی نگهداری شوند

[۱۳] منبع: وب‌سایت‌های دفاتر و سازمان‌های مدیریت بدهی

تا برای پرداخت بدهی‌های ارزی مورد استفاده قرار گیرند و در نتیجه به‌عنوان ذخیره احتیاطی نقدینگی ارزیِ مجزا عمل کنند. کشورهایی مانند برزیل، شیلی، آفریقای جنوبی و ترکیه دارای ذخیره احتیاطی نقدینگی ارزی هستند.

وام‌های تجاری همچنین می‌توانند در داخل کشور و از طریق بانک‌های تجاری و بانک‌های توسعه‌ای منعقد شوند، به‌ویژه برای تأمین مالی پروژه‌ها. منابعی که از خارج و از سوی بستانکاران دوجانبه یا چند جانبه برای تأمین مالی پروژه‌ها اخذ می‌شوند، در بسیاری از موارد بنا به الزام بستانکار (یا اعطاکننده در مورد کمک‌های بلاعوض)، باید به‌صورت جداگانه از منابع اصلی حساب واحد خزانه TSA نگهداری شوند تا اطمینان حاصل شود که این منابع صرف هزینه‌هایی غیر از مخارج مرتبط با پروژه نخواهند شد. عدم تطابق احتمالی میان تاریخ‌های پرداخت وجوه و زمان استفاده از منابع می‌تواند منجر به هزینه نگهداری منابع اضافی شود؛ هزینه‌ای که می‌توان آن را از طریق ترتیبات حاکمیتی خاص و با توافق تأمین‌کننده منابع کاهش داد. این ترتیبات ممکن است شامل سرمایه‌گذاری موقت وجوه نقد (برای مثال در اوراق خزانه) یا تنظیم دقیق‌تر زمان‌بندی میان پرداخت و مصرف منابع باشد.

یکی دیگر از ابزارهای بدهی که طی سال‌های اخیر به‌طور فزاینده برای تأمین مالی پروژه‌ها مورد استفاده قرار گرفته است، اوراق موضوعی است که در میان آن‌ها اوراق سبز از بیشترین محبوبیت برخوردارند. نمونه‌های دیگر شامل اوراق آبی و اوراق اجتماعی است. در رویکرد متعارف، انتشار این اوراق منجر به ایجاد منابع می‌شود که باید منحصراً در پروژه‌هایی به کار گرفته شوند که واجد الزامات مشخصی مانند پایداری، سازگاری با محیط زیست و اهداف اجتماعی هستند. از منظر مدیریت بدهی، ضروری است مشخص شود که این ابزارها چگونه در راهبرد مدیریت بدهی جای می‌گیرند و در آن ادغام می‌شوند. از منظر مدیریت نقدی، جریان‌های نقدی مرتبط با اوراق موضوعی معمولاً از همان رویه‌هایی پیروی می‌کنند که برای اوراق خزانه اعمال می‌شود، هرچند نحوه مصرف منابع حاصل، تابع دستورالعمل‌های خاص و سخت‌گیرانه‌تری است.

آخرین ابزار بدهی که در کشورهای اسلامی مورد استفاده قرار می‌گیرد، صکوک (یا اوراق منطبق با شریعت) است. اگرچه از منظر طراحی بدهی، صکوک شباهت زیادی به اوراق خزانه با نرخ ثابت دارد، اما معمولاً با هدف تأمین مالی پروژه‌ها به‌گونه‌ای طراحی می‌شود که «دارنده صکوک دارای حق مالکیت نسبت به دارایی‌ها یا فعالیت اقتصادی تأمین مالی‌شده است و بازدهی وی به عملکرد دارایی‌های پایه وابسته است». از دیدگاه مدیریت نقدی، صکوک از نظر زمان‌بندی تعهدات پرداختی دولت باید همانند سایر پرداخت‌های بدهی تلقی شود و مستلزم هماهنگی نزدیک با مدیران بدهی است.

هماهنگی میان مدیریت نقدی و مدیریت بدهی تا حد زیادی به ابزارهای تأمین مالی برای ایفای تعهدات دولت مرتبط است، اما به این موضوع محدود نمی‌شود. یکی دیگر از ابعاد مهم برای تسهیل و تقویت عملکرد هم‌راستای این دو حوزه، عملیات مدیریت بدهی‌ها است. بازخرید اوراق دولتی و تبدیل اوراق از رایج‌ترین این عملیات هستند که با هدف مدیریت ریسک بازتأمین مالی و ریسک نقدینگی و جلوگیری از نیاز به استقراض سنگین در دوره‌های کوتاه انجام می‌شوند.

تمرکز سررسید بدهی‌ها به ویژه در مورد اوراق مرجع که غالباً با هدف توسعه بازار ایجاد می‌شود، ریسک بازتأمین مالی را افزایش می‌دهد و از طریق پیش‌بازتأمین مالی، بازخرید یا تبدیل اوراق مدیریت می‌شود. اگر این سررسیدها با دوره‌های سطوح پایین مانده نقدی هم‌زمان شوند، می‌توانند منجر به تنش‌های نقدینگی شوند. در چنین شرایطی، حتی اگر دولت بتواند بدهی خود را تمدید کند و بازار نیز نسبت به توانایی آن در این زمینه تردیدی نداشته باشد، ممکن است به دلیل نبود نقدینگی کافی در زمان مناسب، پرداخت سایر تعهدات به تعویق بیفتد؛ مشکلی که ناشی از اختلال در جریان نقدی است نه ناتوانی در بازتأمین مالی. ازاین‌رو، تاریخ‌های سررسید بدهی باید تا حد امکان به‌گونه‌ای برنامه‌ریزی شوند که به هموارسازی نوسانات مانده‌های نقدی کمک کنند، هرچند

سیاست‌های مربوط به اوراق مرجع، دامنه پراکندگی سررسیدها را محدود می‌سازد. ابزارهای یادشده نقش اثبات‌شده‌ای در تحقق هم‌زمان اهداف مدیریت بدهی و مدیریت نقدی و کاهش تعارض‌های ذاتی میان آن‌ها دارند.

ایجاد سازوکارهای رسمی مانند تشکیل کمیته‌های هماهنگی می‌تواند گام نخست مناسبی برای تقویت ارتباط میان مدیریت نقدی و مدیریت بدهی باشد، به‌ویژه در کشورهایی که این وظایف در واحدهای سازمانی مختلف توزیع شده‌اند. چندین کشور در حال توسعه طی سال‌های اخیر چنین ترتیباتی را اتخاذ کرده‌اند که تمرکز اصلی آن‌ها بر بهبود پیش‌بینی جریان نقدی و تقویت پیوند میان این برآوردها و راهبرد بدهی کوتاه‌مدت و حراج‌های اوراق بوده است. با وجود آنکه این کمیته‌ها بستری رسمی برای تبادل اطلاعات و هماهنگی بهتر فراهم می‌کنند، در صورتی که ارتباط میان مدیریت نقدی، مدیریت بدهی و مدیریت بودجه ضعیف باشد، نمی‌توانند به‌تنهایی از بروز رویه‌های نادرستی مانند سهمیه‌بندی نقدی یا انباشت بدهی‌های معوق جلوگیری کنند. جریان اطلاعات و تعامل رسمی با سایر کمیته‌ها (مانند مدیریت خزانه و تصمیم‌گیری درباره حراج‌ها) و فعالیت‌ها (مانند مدیریت بودجه و تخصیص نقدی) نیز برای اطمینان از اینکه خروجی‌های کمیته‌های مدیریت نقدی به‌طور مؤثر در فرآیند تصمیم‌گیری لحاظ می‌شوند، حیاتی است.

در مقابل، بسیاری از کشورها الگوی نهادی یکپارچه‌ای را به کار گرفته‌اند که در آن مدیریت نقدی و مدیریت بدهی توسط یک واحد سازمانی واحد انجام می‌شود؛ در این حالت، نیاز اصلی هماهنگی درون‌سازمانی است نه تشکیل کمیته‌های رسمی. از جمله این کشورها می‌توان به کلمبیا، فرانسه، مجارستان، هند، پرو، رومانی، اسلوونی، تایلند و بریتانیا اشاره کرد. نمونه‌هایی از ترتیبات نهادی اتخاذشده توسط برخی کشورها در پیوست ارائه شده است.

ابزارهای تأمین مالی معرفی‌شده در این بخش می‌توانند توسط مدیران نقدی و بدهی در ترکیب‌های مختلف به کار گرفته شوند تا اطمینان حاصل شود که نقدینگی در زمان نیاز و با حداقل هزینه ممکن در دسترس است. هرچه بازار بدهی و بازار پول توسعه‌یافته‌تر باشند، کشورها معمولاً از دامنه گسترده‌تری از ابزارها برای پوشش شکاف تأمین مالی استفاده می‌کنند. با این حال، فرمول واحدی وجود ندارد که برای همه کشورها و شرایط مناسب باشد و حتی با تعداد محدودی ابزار نیز در صورت توجه به محدودیت‌های بازار مالی می‌توان به اهداف مدیریت نقدی دست یافت.

به موازات آن، کشورهایی که ذخیره احتیاطی نقدینگی بزرگ (دارای بازده) نگهداری می‌کنند و با عدم‌تعادل‌های مکرر نقدی مواجه نیستند، لزوماً نیازی به استفاده از همه ابزارها ندارند و می‌توانند تمرکز خود را بر اقداماتی مانند تنوع‌بخشی به پایگاه سرمایه‌گذاران قرار دهند. در مقابل، کشورهایی که با کسری ساختاری بودجه روبه‌رو هستند، صرفاً با افزایش تعداد ابزارهای تأمین مالی قادر به رفع کمبود منابع نخواهند بود. بنابراین، در کنار توسعه ابزارهای متنوع بازار پول و زیرساخت‌های مرتبط، باید به اقدامات ساده‌تر اما اثرگذار نیز توجه شود؛ از جمله شفافیت برای فعالان بازار، هماهنگی با مدیران بدهی و بانک مرکزی و استقراض درون‌دولتی.

## بخش ۳: ذخیره احتیاطی نقدینگی و مدیریت مازاد مانده‌های نقدی

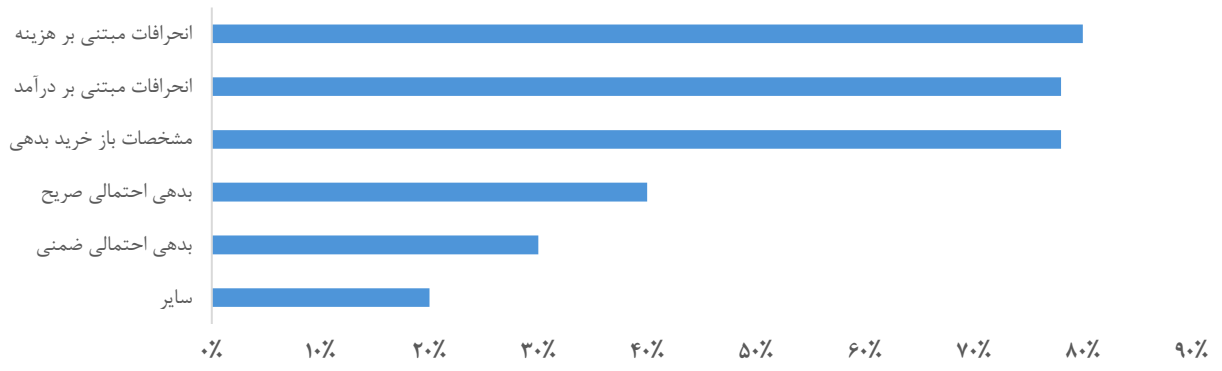
ایجاد ذخیره احتیاطی نقدینگی مشابه آنچه در خصوص اوراق خزانه کوتاه‌مدت (T-bills) مطرح شد بخشی از سیاست‌های مدیریت نقدی و مدیریت بدهی است. این ذخیره برای کاهش ریسک‌ها به کار می‌رود؛ ریسک‌هایی که عمدتاً، اما نه صرفاً، در مدیریت نقدی (نقدینگی، عملیاتی، تسویه و پرداخت) و در مدیریت بدهی (بازتأمین مالی و ریسک‌های مرتبط با نوسانات بازار) وجود دارند. از آنجا که انباشت ذخایراحتیاطی نقدینگی بزرگ به معنای افزایش هزینه نگهداری منابع است، همواره مبادله‌ای میان هزینه و ریسک‌های مورد انتظار برای پوشش توسط این ذخیره نقدی وجود دارد. این هزینه را می‌توان با تعیین اندازه بهینه مانده نقدی موردنیاز و

سرمایه‌گذاری وجوهی که مصرف فوری ندارند به حداقل رساند. رویکردهای متفاوتی در کشورها برای تعیین اندازه ذخایر نقدینگی وجود دارد (جعبه ۷).

**جعبه ۷: تعیین اندازه دخیره احتیاطی(ذخایر) نقدینگی**

تعیین اندازه ذخیره احتیاطی نقدینگی الزاماً تابع یک پارامتر واحد نیست، بلکه معمولاً ترکیبی از چند عامل است. در ادامه، نمونه‌هایی از نحوه تعیین اندازه ذخایر نقدینگی در کشورها بر اساس پیمایش سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) در سال ۲۰۱۷ از ۳۵ کشور عضو و نیز رویه‌های خاص کشورهاارائه می‌شود؛

***جنبه هایی برای تعریف ذخیره نقدی (نظر سنجی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی،۲۰۱۷)***




**آلبانی**: حداقل ذخیره نقدینگی بر اساس میانگین مخارج سه روز پایانی ماه قبل (که تمرکز خروجی‌ها بالاست) تعیین می‌شود و سقف آن بر مبنای مخارج مورد انتظار هفته نخست ماه جاری مشخص می‌شود.

**برزیل**: حداقل غیررسمی مانده نقدی با هدف پوشش ۶ ماه نیاز بازتأمین مالی بدهی داخلی در نظر گرفته می‌شود. همچنین ذخیره جداگانه‌ای برای بدهی خارجی وجود دارد (با سقفی معادل بدهی‌های سررسیدشونده طی ۱۵۰۰ روز).

**غنا**: حداقل مانده نقدی (به‌صورت غیررسمی) به‌صورت یک رقم اسمی حدود ۱۷۰ میلیون دلار و بر پایه داده‌های تاریخی پروفایل سررسید بدهی و اقلام بالای خط تعیین می‌شود.

**رومانی**: سطح مشخصی برای ذخیره نقدینگی تعیین نشده است؛ اما در صورت تصمیم به سرمایه‌گذاری وجوه نقد، حداقل مانده غیرسرمایه‌گذاری‌شده (حدود ۲۰۰ میلیون یورو) طی دوره سرمایه‌گذاری الزامی است.

**تایلند:** حداقل مانده نقدی باید پوشش‌دهنده حداقل دو هفته مخارج آتی باشد.

**ترکیه**: حداقل مانده نقدی به‌صورت درصدی از بدهی‌های سررسیدشونده در ماه‌های آتی تعیین می‌شود و سطح آن از لحاظِ (۱) کاهش متوسط تقاضای بازار در دوره‌های پرنوسان (۲) سهم تأمین مالی برنامه‌ریزی‌شده در شرایط تنش (۳) برآورد ورودی‌ها و خروجی‌های سالانه و (۴) پروفایل سررسید تعهدات بدهی محاسبه می‌شود.

**اروگوئه**: ذخیره نقدی به‌صورت یک بازه تعریف می‌شود که حداقل هدف آن پوشش خدمت بدهی در یک دوره تنش شدید (۱۲ ماه بدون انتشار جدید) است. محاسبات آماری مبتنی بر نوسان تاریخی جریان‌های نقدی نیز برای تعیین این بازه به کار می‌رود[۱۴].

### ۱-۳- پیش‌نیازهای سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد

سرمایه‌گذاری وجوه نقد بلااستفاده در بازار، هزینه نگهداری منابع را کاهش می‌دهد؛ با این حال، پیش‌شرط‌هایی دارد که همواره فراهم نیست. ویژگی‌های اساسی عبارت‌اند از تجمیع وجوه نقد ذیل حساب واحد خزانه TSA ، پیش‌بینی قابل اتکای جریان نقدی، هماهنگی مناسب با مدیریت بدهی، توان تعیین میزان ذخیره نقدینگی و اجرای سرمایه‌گذاری‌ها، دسترسی به ابزارهای سرمایه‌گذاری و زیرساخت بازار و طراحی سیاست سرمایه‌گذاری.

دلایل اهمیت فراهم‌بودن این ارکان پیش از سرمایه‌گذاری روشن است. دولت باید از دسترس‌بودن نقدینگی در حال و آینده آگاه باشد، هزینه نگهداری منابع را بشناسد و سیاستی برای حداقل‌سازی آن تدوین کند و سیاست‌های ریسک از پیش‌تعریف‌شده داشته باشد که جایگاه دولت را میان گزینه‌های پذیرش ریسک کمتر یا بیشتر در برابر هزینه کمتر یا بیشتر مشخص کند.

توان دولت در تولید پیش‌بینی‌های دقیق جریان نقدی و تأمین مالی به‌موقع برای پوشش کسری‌های موقت نقدی، نیاز به نگهداری مانده‌های نقدی (ذخایر نقدینگی) و در نتیجه هزینه نگهداری را کاهش می‌دهد (هرچند حذف نمی‌کند). پیش‌بینی دقیق مبتنی بر روش‌شناسی و رویه‌های مناسب، گردآوری داده‌های پرحجم، ذخیره‌سازی و پردازش صحیح و ترتیبات نهادی کارآمد است. با این حال، حتی در شرایط برخورداری از برآوردهای قوی، نوسانات جریان نقدی و مسائل عملیاتی می‌تواند نیاز به استقراض کوتاه‌مدت غیرمنتظره ایجاد کند. از سوی دیگر، توان دولت برای تأمین منابع به‌موقع به دسترس‌بودن ابزارهای لازم، سطح توسعه بازارهای مالی و استحکام زیرساخت‌ها بستگی دارد. در کنار عوامل جعبه ۷، این مؤلفه‌ها، اندازه ذخیره احتیاطی نقدینگی و سیاست‌های سرمایه‌گذاری برای حداقل‌سازی هزینه نگهداری را تعیین می‌کنند.

در سوئد، مانده نقدی هدف صفر است؛ زیرا کل مانده روزانه باقی‌مانده در TSA در بازار پول سرمایه‌گذاری می‌شود. این کشور بر توان فوری خود برای تأمین مالی به‌منظور پوشش کسری‌های ناشی از مسائل عملیاتی و همچنین سرمایه‌گذاری سریع مانده‌های نقدی پس از تسویه روزانه تعهدات، اتکا دارد.

با این حال، حتی در کشورهای پیشرفته با بازارهای نقدشونده اوراق دولتی و بین‌بانکی، مدیران نقدی پس از بحران مالی جهانی رویکردی محتاطانه‌تر اتخاذ کرده و اقدام به انباشت یا افزایش ذخایر احتیاطی نقدینگی کرده‌اند.

برزیل و پرو نه به‌دلیل ضعف نقدشوندگی بازار داخلی، بلکه عمدتاً به‌واسطه عوامل ساختاری و ملاحظات نهادی، از جمله کشورهایی هستند که بالاترین سطح ذخایر احتیاطی نقدینگی را نگهداری می‌کنند. در مقابل، برخی کشورها فاقد هدف رسمی برای نگهداری ذخیره احتیاطی نقدینگی هستند؛ که این امر می‌تواند ناشی از چارچوب‌های کمتر توسعه‌یافته مدیریت نقد یا محدودیت‌های مالی باشد، از جمله آنگولا، بولیوی، گینه استوایی، گامبیا، غنا، هندوراس، لسوتو، نیجریه، مقدونیه شمالی و رواندا.

[۱۴] منبع: پیمایش OECD در سال ۲۰۱۷ درباره رویه‌های ذخایر نقدینگی و مطالعات موردی کشورها ارائه‌شده در کارگاه‌های پیش‌بینی جریان نقدی و مدیریت نقدی بانک جهانی (۲۰۱۸ و ۲۰۱۹).

صرف‌نظر از وضعیت هر کشور، ترتیبات با بانک مرکزی درخصوص پرداخت سود به مانده‌های نقدی بلااستفاده، عامل مهمی در تعیین اندازه ذخیره احتیاطی نقدینگی محسوب می‌شود. برای نمونه، فرانسه بخش عمده مانده‌های نقدی دولت را در بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کند، اما ذخیره احتیاطی محدودی را نزد بانک مرکزی (بدون سرمایه‌گذاری) برای پوشش ریسک‌های عملیاتی و فناوری اطلاعات نگه می‌دارد و هزینه متناظر آن را به‌منظور کاهش ریسک می‌پذیرد. همچنین، نحوه انتقال سود و زیان بانک مرکزی به خزانه (وزارت دارایی) نقش تعیین‌کننده‌ای در این زمینه دارد.

### ۲-۳- حداقل‌سازی هزینه نگهداری منابع

اگرچه سرمایه‌گذاری فعال مازاد نقدینگی در بازار مستلزم تحقق پیش‌شرط‌هاست، این بدان معنا نیست که کشورهای کمترتوسعه‌یافته نتوانند هزینه نگهداری را کاهش دهند. نخستین اقدام، بهبود تطبیق زمان‌بندی ورودی‌ها و خروجی‌های نقدی برای کاهش عدم‌تعادل‌ها (از جمله مازاد نقدی) است؛ اقدامی متفاوت از سهمیه‌بندی نقدی که هدف آن هموارسازی مانده‌های نقدی از طریق هماهنگ‌سازی تقویم پرداخت مخارج و وصول درآمدهاست. این مسیر دوطرفه است: (۱) فاصله‌گذاری زمانی میان مخارج بزرگ و سررسیدهای بزرگ بدهی (و بالعکس) و (۲) نزدیک‌کردن تاریخ‌های وصول درآمدهای بزرگ به این خروجی‌های قابل‌توجه. همچنین می‌توان برنامه استقراض را طوری تنظیم کرد که حجم انتشارها به دوره‌های مورد انتظارِ مانده نقدی پایین نزدیک‌تر شود؛ هرچند به‌دلیل ارزش نظم و پیش‌بینی‌پذیری نزد سرمایه‌گذاران، این کار همواره عملی یا مطلوب نیست. تطبیق جریان نقدی باید بر پیش‌بینی قوی جریان نقدی و هماهنگی نهادی مستحکم (رویکرد پایین‌به‌بالا) استوار باشد.

دومین راه، ترتیبات با بانک مرکزی برای پرداخت سود به مانده‌های TSA ترجیحاً با نرخ‌های بازار است؛ امری که به‌عنوان حداقل الزام در شاخص DEMPA (DPI ۱۱،۲) تصریح شده است. این بُعد از شاخص، «تصمیم‌گیری درباره مانده نقدی مناسب (ذخایر نقدینگی) و اثربخشی مدیریت آن در حساب‌های بانکی دولت» را می‌سنجد. شرایط پرداخت سود توسط بانک مرکزی میان کشورها تفاوت چشمگیری دارد برزیل، کلمبیا و ترکیه مانده‌های نقدی خود را با نرخ‌های بازار دریافت می‌کنند؛ در حالی که پرو و بولیوی چنین پرداختی ندارند (در بولیوی پرداخت به تورم وابسته است). شیلی و اسلوونی از سپرده‌های مدت‌دار بانک مرکزی استفاده می‌کنند و آفریقای جنوبی سرمایه‌گذاری نقدینگی را به «شرکت سپرده‌های عمومی» (زیرمجموعه بانک مرکزی) برون‌سپاری کرده است. برخی کشورها نیز مانده‌های TSA را نزد بانک مرکزی بدون دریافت سود نگه می‌دارند (مانند آلبانی، گامبیا، غنا، هندوراس، نیجریه، رواندا، سیشل، تایلند و اروگوئه). در برخی موارد محدودیت‌های قانونی وجود دارد و جبران به‌صورت ارائه خدمات رایگان بانک مرکزی به وزارت دارایی معمولاً مرتبط با عملیات TSA انجام می‌شود. حتی وقتی سود بانک مرکزی به خزانه منتقل می‌شود، تقویت شفافیت مقرراتی برای پرداخت سود به مانده‌های TSA و در مقابل اخذ کارمزد خدمات می‌تواند مسیر مناسبی باشد (ترکیه در سال ۲۰۱۱ چنین اصلاحاتی را اجرا کرد).

### ۳-۳- سرمایه‌گذاری مانده‌های نقدی در بازار

فراتر از امکان دریافت سود از بانک مرکزی، در صورت فراهم‌بودن پیش‌شرط‌ها، سرمایه‌گذاری مانده‌های نقدی دولت در بازار می‌تواند بازدهی بهتری ایجاد کند و به‌طور جانبی به توسعه بازار پول و اوراق دولتی از طریق تقویت مرجع‌های قیمتی کمک نماید؛ هرچند ریسک اعتباری طرف مقابل را ایجاد می‌کند که باید به‌دقت پایش شود.

هماهنگی با بانک مرکزی هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی بسیار حیاتی است. مقام پولی از دریافت اطلاعات پیش‌بینی جریان نقدی از جمله جریان‌های ناشی از استقراض کوتاه‌مدت و سرمایه‌گذاری استقبال می‌کند؛ زیرا این جریان‌ها بر نقدینگی سیستم مالی

اثر می‌گذارند. با اشتراک‌گذاری اطلاعات، مدیران نقدی از رقابت ناخواسته با بانک مرکزی جلوگیری می‌کنند؛ به‌گونه‌ای که سیاست‌های پولی با لحاظ نیازها یا مازاد نقدی دولت اجرا شود و دو نهاد در یک سوی بازار قرار نگیرند (یا هم‌زمان نقدینگی را خشک نکنند یا تزریق نکنند). سرمایه‌گذاری کامل مازاد نقدی در بازار، پیش‌بینی جریان نقدی و مدیریت نقدینگی بانک مرکزی را نیز تسهیل می‌کند؛ زیرا نقدینگی دولت فوراً به بازار بازگردانده می‌شود.

در خصوص ابزارهای سرمایه‌گذاری، مدیران نقدی می‌توانند در صورت دسترس‌بودن از بیش از یک ابزار استفاده کنند تا با توجه به افق زمانی سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری دولت، به ترکیب‌های متفاوت ریسک و بازده دست یابند. رایج‌ترین ابزارها عبارت‌اند از:

**سپرده‌ها**: سپرده‌گذاری نزد بانک‌های تجاری یکی از سریع‌ترین و ساده‌ترین روش‌هاست؛ زیرا بدون وثیقه است، تاریخ سررسید الزام‌آور ندارد (امکان تمدید خودکار) و معمولاً بازدهی مناسبی ارائه می‌دهد. برای مثال، هند برای بیشینه‌سازی بازده، مانده‌های نقدی دولت را به مزایده می‌گذارد. با این حال، به دلیل ریسک اعتباری بانک پذیرنده و نبود پشتوانه دارایی در صورت نکول، این روش معمولاً به دوره‌های شبانه یا بسیار کوتاه‌مدت محدود می‌شود. تنوع‌بخشی میان بانک‌ها می‌تواند راهبرد مناسبی باشد، هرچند مستلزم ارزیابی و پایش مستمر ریسک اعتباری چندین طرف مقابل است.

**اوراق دولتی:** به‌کارگیری مازاد نقدی برای خرید اوراق دولتی رویه‌ای رایج در مدیریت نقدینگی است؛ این امر یا از طریق بازخرید اوراق داخلی دولت در بازار ثانویه و یا با سرمایه‌گذاری در اوراق حاکمیتی سایر کشورها (مانند اسلوونی) انجام می‌شود. رویکرد دوم عمدتاً در مدیریت ذخایر احتیاطی نقدینگی ارزی مورد استفاده قرار می‌گیرد و در این میان، اوراق خزانه ایالات متحده به‌دلیل نقدشوندگی بسیار بالا، ریسک اعتباری ناچیز و قیمت‌گذاری دلاری، متداول‌ترین ابزار سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. افزون بر این، کشورهایی مانند فرانسه، بلژیک، هلند و آلمان از ترتیبات سپرده‌گذاری متقابل بدون ریسک ارزی استفاده می‌کنند که در برخی موارد با اخذ وثیقه به‌صورت اوراق دولتی همراه است.

**اوراق شرکتی**: سرمایه‌گذاری در اوراق شرکتی کم‌تر رایج است چه اوراق صادره توسط نهادهای مالی (مانند گواهی سپرده) و چه شرکت‌ها (مانند اوراق تجاری و بدهی). به‌دلیل نقدشوندگی پایین‌تر نسبت به اوراق دولتی، یا باید گزینه بازخرید زودهنگام وجود داشته باشد یا افق سرمایه‌گذاری میان‌مدت تا بلندمدت انتخاب شود تا بازدهی بالاتر حاصل شود. ارزیابی و پایش مستمر ریسک اعتباری در اینجا حیاتی است. بریتانیا نمونه‌ای است که از گواهی سپرده و اوراق تجاری استفاده می‌کند، هرچند بخش عمده نقدینگی را در معاملات ریپو معکوس سرمایه‌گذاری می‌نماید.

**ریپو معکوس**: احتمالاً رایج‌ترین ابزار سرمایه‌گذاری مدیران نقدی است. با وجود برخی معایب نسبت به گزینه‌های پیشین، مزیت تعیین‌کننده آن وجود وثیقه است؛ بنابراین دولت به‌جای ریسک اعتباری طرف مقابل، در معرض ریسک اعتباری ناشر وثیقه (اغلب خود دولت) قرار می‌گیرد. مدیریت وثیقه پیچیدگی و هزینه می‌افزاید و ریسک کمتر به بازدهی پایین‌تر می‌انجامد. این ابزار معمولاً برای دوره‌های چند هفته تا ۱–۳ ماه استفاده می‌شود. نقدشوندگی وثیقه که غالباً اوراق دولتی است، ریسک نقدشوندگی معامله را تعیین می‌کند. هرچند در صورت اجرای وثیقه می‌توان اوراق را ابطال کرد (اثر خالص ارزش فعلی بر بدهی خنثی است)، این وضعیت مطلوب نیست؛ زیرا دولت در سررسید معامله، به نقدینگی کوتاه‌مدت نیاز دارد.

***جدول ۲ ابزارهای مورد استفاده برخی کشورها برای سرمایه‌گذاری مازاد نقدی***

| نام کشور ها | سپرده های بانک مرکزی | سپرده های بانکی | اوراق بهادار دولتی / باز خرید | سایر اوراق بهادار | باز خرید معکوس |
|---|---|---|---|---|---|
| آلبانی | | ■ | ■ | | |
| برزیل | ■ | | | | |
| شیلی | ■ | ■ | | | ■ |
| کلمبیا | ■ | | ■ | | ■ |
| فرانسه | ■ | ■ | ■ | | ■ |
| مجارستان | | | ■ | | ■ |
| هند | | ■ | ■ | | |
| پرو | ■ | ■ | | | |
| اسلوونی | ■ | ■ | ■ | | |
| سوئد | | ■ | ■ | ■ | ■ |
| ترکیه | ■ | | ■ | | ■ |
| انگلستان | | ■ | ■ | ■ | ■ |
| آمریکا | ■ | | | | |

***نکته*** *کشورهای آنگولا، گینه استوایی، اسواتینی، گامبیا، غنا، هندوراس، کوزوو، لسوتو، نیجریه، مقدونیه شمالی، رومانی، رواندا، سیشل، تایلند و اروگوئه مازاد نقدی خود را در بازار سرمایه‌گذاری نکرده‌اند. دلایل این امر متغیر است و شامل فقدان ظرفیت فنی، نبود مجوز قانونی، یا نداشتن نقدینگی مازاد می باشد.*

*منابع: وب‌سایت‌های دفاتر/آژانس‌های مدیریت بدهی و ارائه‌های کشورها در کارگاه‌های پیش‌بینی جریان نقدی و مدیریت نقدینگی بانک جهانی (سال‌های ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹).*

تجربه کشورها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری نقدینگی در بازار به‌طور مستقیم با سطح توسعه بازارهای مالی مرتبط است؛ به عبارت دیگر، در دسترس بودن ابزارها، زیرساخت‌ها و بازیگران بازار نقش تعیین‌کننده دارد. تعمیق بازارهای بدهی داخلی و بازار پول، هدف مشترک مدیران نقد و بدهی، همچنین بانک مرکزی است و برای تحقق این هدف، تدوین یک برنامه میان‌مدت ضروری است.

لینرت (۲۰۱۹) رویکرد جالبی در خصوص توالی اصلاحات مدیریت نقد ارائه می‌دهد که بر اساس آن، سرمایه‌گذاری فعال مانده‌های نقدی در مراحل پایانی اصلاحات انجام می‌شود، زیرا ستون‌های پشتیبان لازم باید در مراحل اولیه ایجاد شوند.

در حالی که اجرای مدیریت بدهی بر اساس استراتژی میان‌مدت مدیریت بدهی (MTDS) هدایت می‌شود، در حوزه مدیریت نقد، سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر بر مبنای سیاست‌های سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرند تا استراتژی‌ها. این سیاست‌ها مدیریت ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی را پوشش می‌دهند و معمولاً سقف‌هایی برای میزان مواجهه با طرف‌های مقابل و ابزارهای مالی تعیین می‌کنند. جدول ۳ نمونه‌ای از این سیاست‌ها را در کشور شیلی نشان می‌دهد.

***جدول ۳ سیاست سرمایه‌گذاری در مدیریت نقد شیلی***

| پرتفوی داخلی | نوع دارایی | | | |
|---|---|---|---|---|
| | بازار پول(ابزارهای کوتاه تر از ۱ سال) | ابزارهایی با سر رسید ۱ تا ۳ سال(نرخ ثابت) | ابزارهایی با سر رسید ۱ تا ۳ سال ( مرتبط با تورم) | حداکثر محدودیت بر اساس ابزار( درصد پرتفوی داخلی) |
| ارز داخلی | | | | |
| سپرده های بانک مرکزی | × | | | ۱۰۰٪ |
| ابزارهای منتشر شده توسط بانک مرکزی | × | × | × | ۱۰۰٪ |
| مخازن معکوس | × | | | ۵۰٪ |
| سپرده های بانک های تجاری | × | × | × | ۶۰٪ |
| صندوق های سرمایه گذاری مشترک بدهی کوتاه مدت | × | | | ۲۰٪ |
| ارز خارجی(دلار آمریکا) | | | | |
| سپرده های بانک مرکزی | × | | | ۱۰۰٪ |
| ابزارهای منتشر شده توسط بانک مرکزی | × | × | | ۱۰۰٪ |
| مخازن معکوس | × | | | ۵۰٪ |
| سپرده های بانک های تجاری | × | | | ۴۵٪ |
| حداکثر محدودیت براساس طبقه دارایی(درصد پرتفوی داخلی) | ۱۰۰٪ | ۲۰٪ | | |

| **پرتفوی بین المللی** | **نوع دارایی** | | | |
|---|---|---|---|---|
| | بازار پول(ابزارهای کوتاه تر از ۱ سال) | ابزارهایی با سر رسید ۱ تا ۳ سال(نرخ ثابت) | ابزارهایی با سر رسید ۱ تا ۳ سال ( مرتبط با تورم) | حداکثر محدودیت بر اساس ابزار ( درصد پرتفوی داخلی) |
| ارز خارجی | | | | |
| اوراق قرضه دولتی | × | × | × | **۱۰۰٪** |
| سرمایه گذاری های شبانه | × | | | **۵۰٪** |
| سپرده های بانکی | × | | | |
| گواهی سپرده | × | | | |
| صندوق های سرمایه گذاری مشترک بدهی کوتاه مدت(صندوق بازار پول و ETFها) | × | | | |
| حداکثر محدودیت براساس طبقه دارایی(درصد پرتفوی بین المللی) | **۱۰۰٪** | **۲۰٪** | | |

## بخش ۴. نتیجه‌گیری و یافته‌های کلیدی

بحران مالی جهانی و همه‌گیری اخیر کووید-۱۹ بار دیگر نشان داد که **مدیریت کارآمد نقدینگی دولت** برای واکنش به کاهش‌های پیش‌بینی‌نشده درآمد و افزایش مخارج، امری حیاتی است. شرایط نامطمئن اقتصادی و وضعیت نامطلوب بازارها، وضعیت نقدی دولت را تضعیف می‌کند، به ویژه در کشورهایی که کنترل‌های بودجه‌ای ضعیف و پیش‌بینی جریان نقدی ناکارآمد دارند. در مقابل، مدیریت مدرن نقد ابزارهایی فراهم می‌کند که از تأخیر در پرداخت‌ها و انباشت بدهی‌های معوق جلوگیری می‌کند؛ این ابزارها به‌طور مشخص عبارت‌اند از:

- ✓ تجمیع حساب‌های بانکی.
- ✓ تهیه پیش‌بینی‌های روزانه جریان نقدی حداقل برای سه ماه آینده.
- ✓ یکپارچه‌سازی (یا دست‌کم هماهنگی بدون وقفه) مدیریت نقد و مدیریت بدهی.
- ✓ پیش‌بینی تمهیدات لازم برای شرایط بحرانی.

نمونه‌های کشوری، مبتنی بر ارائه‌های متخصصان در مجموعه‌ای از کارگاه‌های مدیریت نقد برگزارشده توسط بانک جهانی و یافته‌های ارزیابی‌هایDEMPA ، نشان می‌دهد که اجرای کامل مدیریت مدرن نقد همچنان یک چالش جدی است. اگرچه نظام حساب واحد خزانه TSA در اغلب کشورها وجود دارد، اما چالش‌های مهمی همچنان باقی مانده است.

پس از بحران مالی جهانی، راهبردهای ایجاد ذخایر نقدینگی در بسیاری از اقتصادهای پیشرفته و نوظهور، بر ضرورت پوشش ریسک‌های ناشی از خطاهای پیش‌بینی و نوسانات جریان نقدی دلالت دارد. افزون بر این، احتمال بروز اختلال مجدد در بازار بین‌بانکی، بازنگری در سیاست‌های مرتبط با ذخیره نقدینگی را ضروری ساخته است. در این چارچوب، پیش‌بینی جریان نقدی به‌عنوان یکی از حوزه‌های کلیدی مدیریت مالی عمومی، در بسیاری از کشورهای در حال توسعه نیازمند بهبود است؛ بطوری که در ارزیابی‌های DEMPA تحلیل و دقت پیش‌بینی‌ها در میان کشورهای شرکت‌کننده در کارگاه‌ها مشهود است.

افق زمانی حداقل معادل سال بودجه‌ای، تفکیک هفتگی یا روزانه و به‌روزرسانی مستمر پیش‌بینی‌ها، از جمله رویه‌های مطلوبی هستند که کشورهایی مانند کلمبیا، آفریقای جنوبی و اروگوئه به کار گرفته‌اند. هماهنگی نهادی میان دستگاه‌ها برای دستیابی به پیش‌بینی‌های دقیق جریان نقدی حیاتی است. بررسی رویه‌های کشورها نشان می‌دهد که پوشش، افق زمانی و بسامد پیش‌بینی‌ها در بسیاری موارد محدود است. در این راستا، تجمیع وظایف مدیریت نقد در یک واحد مشخص، ایجاد چارچوب ساختاریافته برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات و استقرار سازوکارهای رسمی هماهنگی میان مدیریت نقد، بودجه، مدیریت بدهی و اجرای سیاست پولی می‌تواند گام نخست مؤثری برای ارتقای توان تولید پیش‌بینی‌های قابل اتکاء و دقیق باشد.

در خصوص استفاده از ابزارها برای جبران کسری‌های موقت نقدی و نیز سرمایه‌گذاری مازاد نقدی در بازار (یا نزد بانک مرکزی)، چالش‌ها در کشورهای در حال توسعه به ویژه کشورهای کم‌درآمد حتی بیش از حوزه پیش‌بینی جریان نقدی است. همان‌گونه که ارزیابی‌های DEMPA نشان می‌دهد که تنها ۸ درصد از ۸۰ کشور کم‌درآمد ارزیابی‌شده حداقل امتیاز یا بالاتر را در شاخص DPI ۱۱,۲(مدیریت نقد) کسب کرده‌اند و در سه منطقه از پنج منطقه مورد بررسی، هیچ کشوری به این حداقل امتیاز نرسیده است.

در برخی کشورها می‌توان ارتباط میان پیش‌بینی جریان نقدی و انتشار اسناد خزانه کوتاه‌مدت (T-Bills) را تقویت، شفاف‌تر و منسجم‌تر کرد. با این حال، سرمایه‌گذاری وجوه نقد بلااستفاده ضعف بزرگ‌تری به نظر می‌رسد، زیرا بسیاری از کشورها ذخایر نقدینگی خود را بدون دریافت بازده نزد بانک مرکزی نگهداری می‌کنند.

مدیران نقد می‌توانند برای پوشش کسری‌های موقت نقدی از ابزارهای متعددی استفاده کنند که از نظر افق زمانی و درجه ریسک‌پذیری متناسب با نیازهای متفاوت هستند. با این حال، اغلب کشورهای در حال توسعه ارزیابی‌شده، صرفاً به انتشار اسناد خزانه کوتاه‌مدت متکی هستند و از معاملات بازخرید (ریپو) استفاده نمی‌کنند؛ عمدتاً به دلیل توسعه‌نیافتگی بازار پول، فقدان چارچوب‌های قانونی مناسب و نگرانی‌های مربوط به نقدشوندگی وثیقه در صورت نکول طرف مقابل. در مقابل، استقراض درون‌دولتی که در اقتصادهای نوظهور (مانند کلمبیا، پرو و آفریقای جنوبی) به‌طور فزاینده‌ای مورد استفاده قرار گرفته، می‌تواند گزینه‌ای برای کشورهایی باشد که بازار اوراق بدهی دولتی آن‌ها کمتر توسعه‌یافته است.

سرمایه‌گذاری فعال مانده‌های نقدی در بازارها نه‌تنها در کشورهای کم‌درآمد، بلکه در کشورهای با سطوح درآمدی مختلف نیز محدود است یا اساساً وجود ندارد. از میان ۲۴ کشوری که در کارگاه‌های مدیریت نقد بانک جهانی شرکت کردند، تنها آلبانی، بولیوی (برون‌مرزی)، شیلی، کلمبیا، پرو، اسلوونی و آفریقای جنوبی اعلام کردند که مازاد نقدی خود را در بازار سرمایه‌گذاری می‌کنند. ضعف در پیش‌بینی جریان نقدی، نبود ذخایر نقدینگی تعریف‌شده رسمی و توسعه‌نیافتگی بازار پول از مهم‌ترین دلایل این شکاف است.

از سوی دیگر، شفافیت در استفاده از ابزارهای مالی چه برای پوشش کسری‌های نقدی و چه برای سرمایه‌گذاری مانده‌های نقدی باید همواره در اولویت باشد، زیرا زمینه را برای به‌کارگیری راهبردهای پیشرفته‌تر فراهم می‌کند. کشورهایی مانند ترکیه، مجارستان، بریتانیا و فرانسه برای نمونه، بخش‌های مشخصی درباره مدیریت نقد در گزارش‌های سالانه بدهی خود درج می‌کنند. هماهنگی میان مدیران بدهی و مدیران نقد و بانک مرکزی برای جلوگیری از تحمیل هزینه‌های غیرضروری استقراض و ارسال سیگنال‌های گمراه‌کننده به بازار، امری اساسی است.

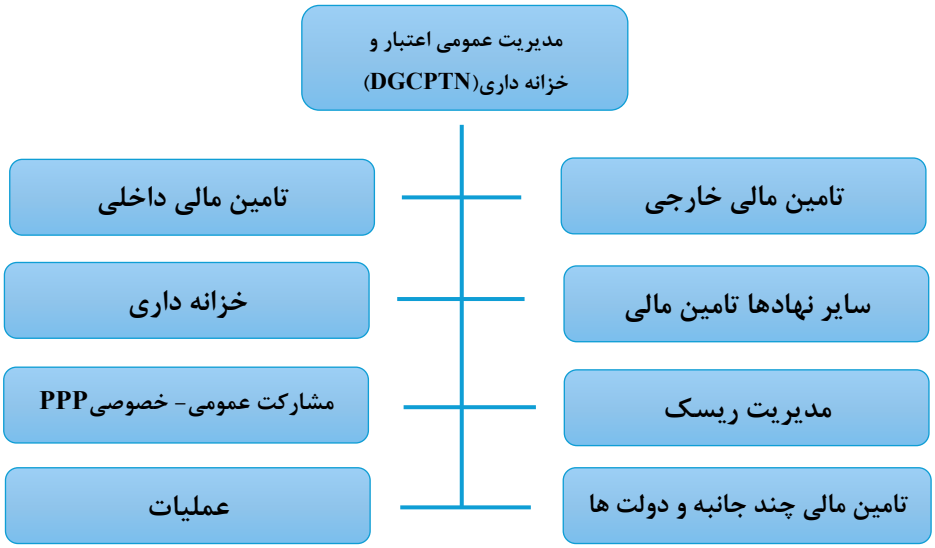
در جمع‌بندی، تجربه کشورها نشان می‌دهد که فضای قابل‌توجهی برای بهبودهای کوتاه‌مدت در تمامی ابعاد مدیریت نقد وجود دارد؛ از جمله ارتقای دقت پیش‌بینی جریان نقدی، استفاده کارآمد از ابزارهای تأمین مالی برای کسری‌های موقت نقدی و سرمایه‌گذاری مانده‌های حساب واحد خزانه به‌منظور کاهش هزینه نگهداری نقدینگی. در این راستا، تقویت ظرفیت فنی مدیریت نقد، بهبود ساختار حکمرانی و ارتقای هماهنگی با سیاست‌های مالی، بدهی و پولی، دولت‌ها را قادر می‌سازد نقدینگی خود را بهتر مدیریت کرده و با شرایط تنش‌زا همان‌گونه که بار دیگر در همه‌گیری کووید-۱۹ آشکار شد مؤثرتر مقابله کنند.

## ضمیمه: ترتیب نهادی مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی در کشورهای منتخب

در این بخش، به ساختار و ترتیب نهادی مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی در برخی از کشورهای منتخب پرداخته می‌شود. این کشورهای منتخب تجربه‌هایی در زمینه یکپارچه‌سازی و هماهنگی فعالیت‌های مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی دارند که می‌تواند به سایر کشورها به‌عنوان الگو برای بهبود مدیریت مالی عمومی کمک کند.

### کلمبیا

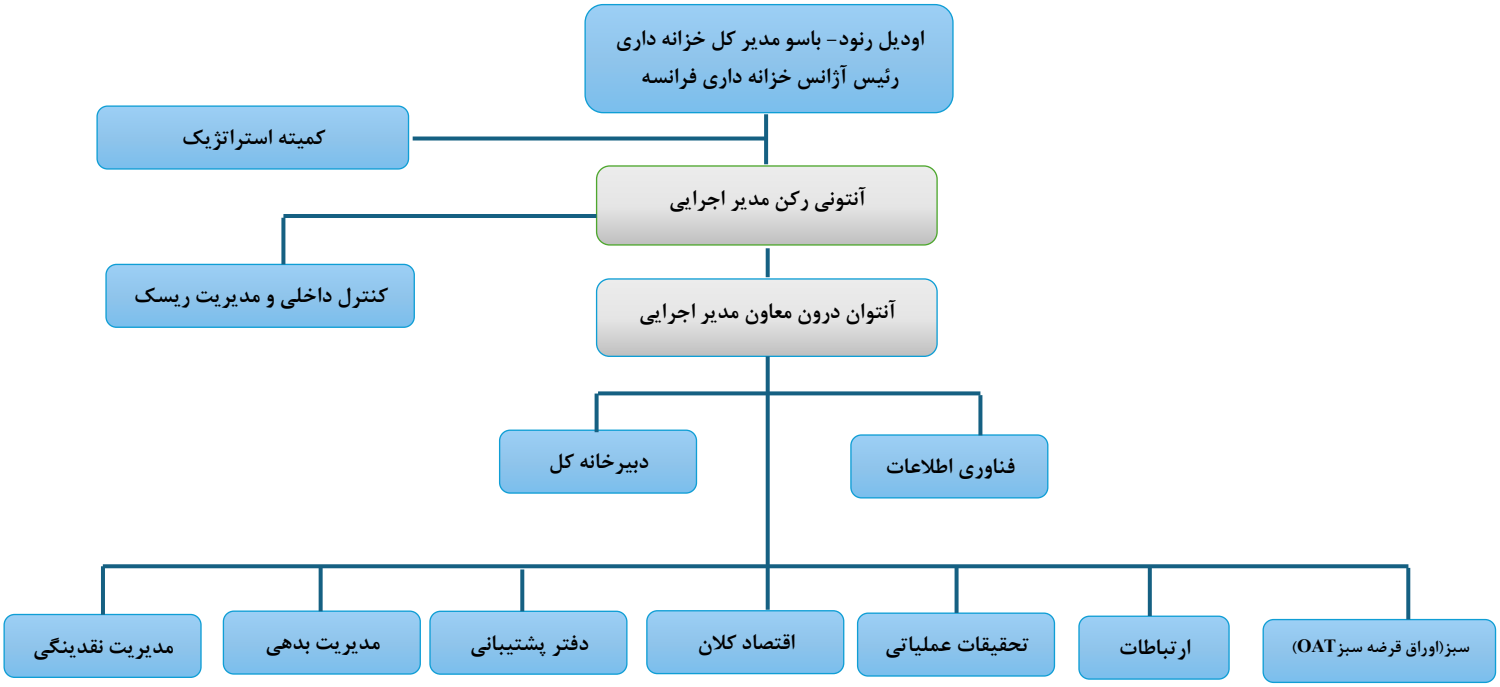
دولت کلمبیا فرآیند یکپارچه‌سازی مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی را از طریق مدیریت عمومی اعتبار و خزانه‌داری ملی (DGCPTN) انجام داده است. در این کشور، وظایف مدیریت نقدی، نقدینگی اضافی و دارایی‌های مالی دیگر نهادهای عمومی به‌طور مشترک زیر نظر یک مدیریت قرار دارد. این رویکرد به‌ویژه نوآورانه است و بسیاری از کشورهای دیگر نیز به‌تدریج از این رویکرد کلی برای نگاه به ترازنامه بخش عمومی بهره‌برداری کرده‌اند.




**شکل ۸ ساختار سازمانی مربوط به اداره کل اعتبار عمومی و خزانه‌داری ملی کلمبیا**

## فرانسه

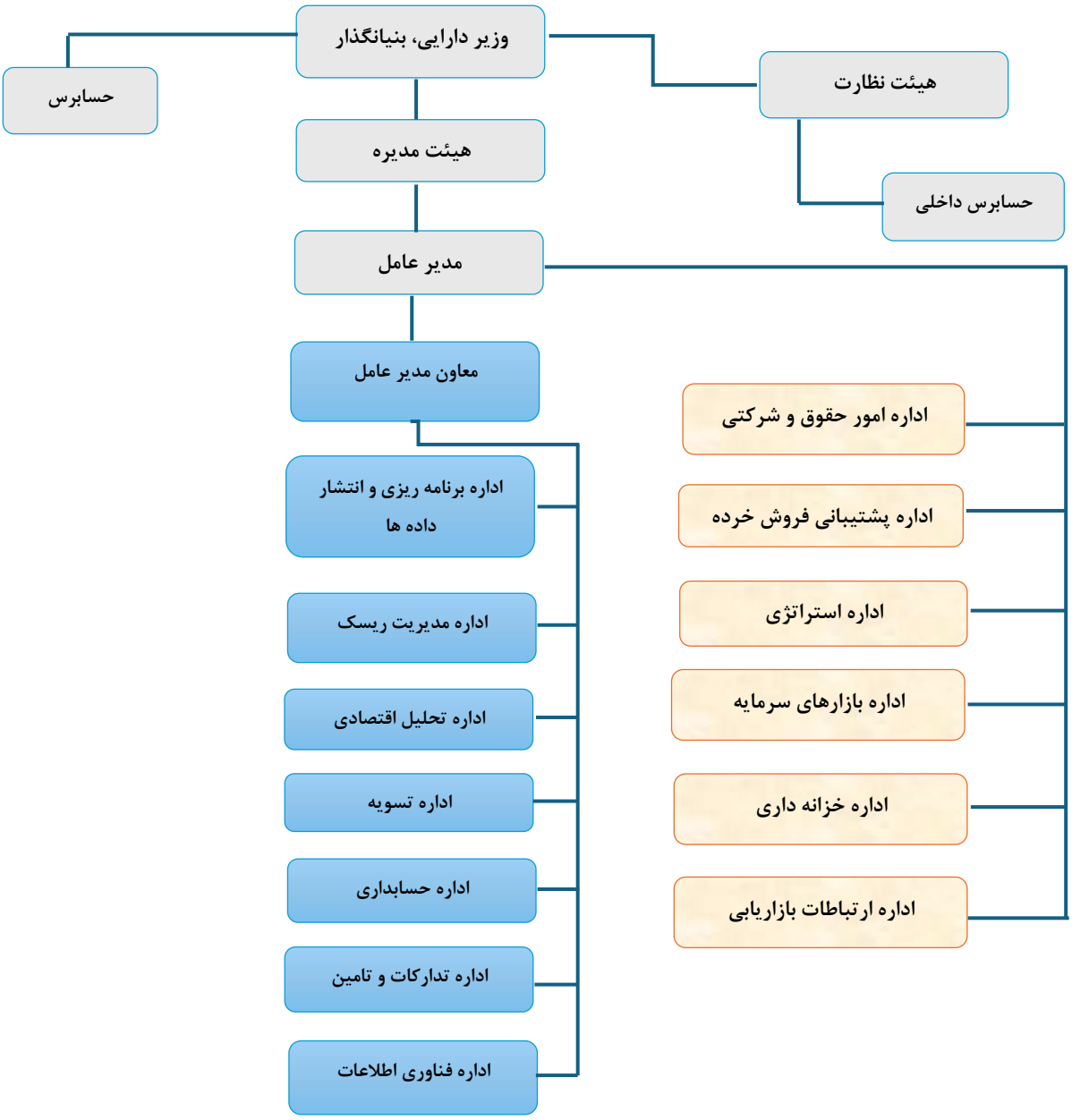
در فرانسه، واحد مدیریت نقدینگی در دفتر بدهی مستقر است. فعالیت‌های این واحد از طریق بخش‌های پشتیبانی مشترک نظیر فناوری اطلاعات، کنترل داخلی و مدیریت ریسک انجام می‌شود. هماهنگی و تعامل میان واحد مدیریت نقدینگی و دفتر بدهی بسیار ساده و غیررسمی است و این به اتخاذ تصمیمات سریع‌تر در زمینه اوراق خزانه‌داری و اوراق قرضه دولتی کمک می‌کند. این امر باعث یکپارچگی بیشتر در فرآیندهای مالی می‌شود.




شکل ۹ نمودار سازمانی وزارت خزانه‌داری فرانسه

## مجارستان

در مجارستان، بدهی عمومی تحت مدیریت یک نهاد مستقل به نام Government Debt Management Agency قرار دارد که تحت مالکیت وزارت امور مالی است. این نهاد علاوه بر مدیریت بدهی، مسئول مدیریت نقدینگی نیز هست. این نهاد یکپارچگی کامل مدیریت بدهی و مدیریت نقدینگی را تحت یک ساختار سازمانی واحد انجام می‌دهد.




**شکل ۱۰ ساختار سازمانی AKK (مدیریت دارایی و بدهی)**