

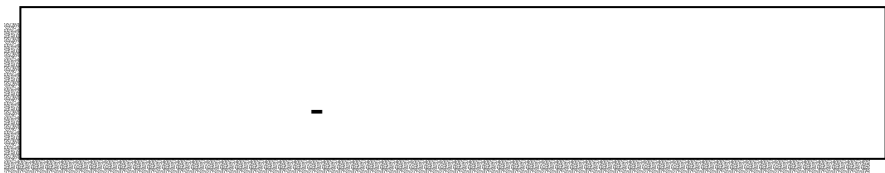
-

:

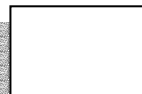
:

:

|  |    |
|--|----|
| چکیده .....  | ۱  |
| مقدمه .....  | ۱  |
| ۱. ادبیات نظری موضوع .....   | ۳  |
| ۲. شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و بررسی تطبیقی آن .....             | ۱۰ |
| ۳. شاخص نسبت پایه پولی به تولید ناخالص داخلی و بسررسی تطبیقی آن .....          | ۲۰ |
| ۴. ضریب فزاینده نقدینگی و بررسی تطبیقی این شاخص .....                          | ۲۶ |
| ۵. شاخص سهم مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی در پایه پولی و بررسی تطبیقی آن ..... | ۲۹ |
| نتیجه‌گیری .....   | ۳۲ |
| پیوست .....  | ۳۵ |



تعمیق یا توسعه مالی یکی از پیش‌شرط‌های رشد و توسعه اقتصادی کشورها به‌شمار می‌رود. بررسی‌ها نشان می‌دهند کشورهای که بخش مالی آنها از عمق کمتری برخوردار است، منابع مالی در آنها به‌صورت کارا بین نیازها تخصیص نمی‌یابد یا در مواقعی این کشورها، با مشکل در دسترس نبودن ابزارهای تأمین مالی مناسب مواجه می‌شوند که در این‌صورت منابع کافی جمع‌آوری نمی‌شوند. در این گزارش سعی می‌شود با ارائه شاخص‌های مناسب و مقایسه تطبیقی آمارهای مربوطه در کشورهای منتخب با ایران، وضعیت توسعه مالی در ایران بررسی و تحلیل و راهکارهای مرتبط با آن ارائه شود.



یکی از عواملی که در جهت دستیابی به هدف رشد پرشتاب و مستمر اقتصادی نقش اساسی ایفا می‌کند، توسعه بخش مالی هر کشور است. کشورهای برخوردار از سیستم مالی توسعه‌یافته‌تر از آن جهت که باعث می‌شوند اقتصاد مورد نظر توانایی تجربه نرخ‌های رشد بالاتر را داشته باشد، در مسیر رشد



اقتصادی سریع‌تر قرار می‌گیرند.

بخش مالی اقتصاد مرکب از سه بخش پول، بیمه و بازار سرمایه است. بیمه به لحاظ حجم و اهمیت آن از بازار سرمایه جدا شده و مستقلاً از آن یاد می‌شود، هرچند که خود بخشی از «بازار سرمایه» است.

امروزه بخش مالی کشورها را عمدتاً به دو گروه بازار پول و سرمایه تفکیک می‌کنند. هدف این است که با توسعه بازارهای مالی که یکی از مهمترین ارکان جوامع مدرن هستند، به ثبات اقتصادی و سیاسی کشورها کمک شود، عامه مردم به این بازارها اعتماد داشته باشند، ثبات بلندمدت نظام مالی حفظ شود و اجزای تشکیل‌دهنده نظام مالی مورد اتکا و اعتماد باشند.

از دید بسیاری از کارشناسان، اهمیت توسعه بخش مالی کشور از آنجا نشئت می‌گیرد که بخش مالی کارآمد، نقش اساسی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق ورود و تجهیز سرمایه خارجی و بهینه‌سازی سازوکار تخصیص منابع ایفا می‌کند. از مهمترین معیارهای سنجش توسعه‌یافتگی بخش مالی (عمق مالی) نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی است که بی‌گمان به‌طور گسترده‌ای نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. با نگاهی به نمودارها و بررسی جداگانه‌ای که در پی آمده است و بررسی وضعیت نسبت مزبور در ایران و مقایسه آن با سایر کشورهای منتخب نشان می‌دهد که ایران از درجه توسعه‌یافتگی مالی مناسبی برخوردار نیست.

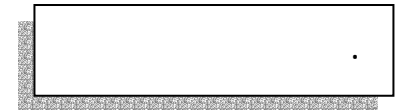
در همین حال تحلیلگران اقتصادی معتقدند که تمرکز صرف بر شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و بی‌توجهی به برخی مسائل مهم و



شاخص‌های دیگر می‌تواند به بروز مشکلات دیگری بیانجامد. برای مثال، کشوری ممکن است دارای نرخ بالای نقدینگی به تولید ناخالص داخلی باشد، اما از نظر توسعه سیستم مالی چندان توسعه یافته نباشد (لینچ، ۱۹۹۶)، بنابراین ضروری است تا از شاخص‌های دیگری نیز برای ارزیابی سطوح توسعه مالی کشورها استفاده شود.

به‌همین دلیل در این گزارش سعی شده است تا در کنار شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی، به شاخص‌های مکمل دیگری از قبیل نسبت پایه پولی به تولید ناخالص داخلی، ضریب فزاینده نقدینگی و نیز شاخص‌های ناظر بر کیفیت سیاستگذاری پولی از قبیل سهم مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی در پایه پولی پرداخته شود.

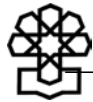
توسعه مالی را می‌توان به مفهوم یکپارچگی بازارهای مالی پراکنده<sup>۱</sup> تعبیر کرد و این شاخص‌ها می‌توانند برای ارزیابی میزان یکپارچگی یا پراکندگی نظام‌های مالی به‌کار برده شوند.



در گذشته، نگرش ساده در مورد بازارهای مالی در قالب برد و باخت‌های مالی ناشی از نوسانات قیمت دارایی‌های مالی بود بدون اینکه به تأثیر ساختار مالی بر

#### 1. Fragmented Financial Markets

منظور از بازارهای مالی پراکنده بازارهایی هستند که در آنها بنگاه‌ها و خانوارها بسیار ایزوله هستند، به‌طوری که آنها با قیمت‌های مؤثر متفاوتی برای خدمات مالی مواجهند.



ساختار اقتصاد پرداخته شود.

دستیابی به رشد و در پی آن توسعه اقتصادی از جمله خواسته‌های همه ملت‌ها و حکومت‌ها به‌شمار می‌رود. تجربه‌های شکست و موفقیت کشورهای در حال توسعه پس از گذشت سه سده از وقوع انقلاب صنعتی نشان می‌دهد که دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی نیازمند ایجاد برخی سازوکارهای خاص در عرصه‌های اجتماعی، فرهنگی و اقتصادی است. بازارهای مالی قدرتمند از جمله این سازوکارهای خاص در عرصه اقتصادی به‌شمار می‌آید. داشتن بازارهای مالی قدرتمند به‌نوبه خود، وجود نهادهای مالی قدرتمند را در این عرصه می‌طلبد.

مطالعات انجام شده نشان می‌دهد نهادهای مالی به‌عنوان یکی از مهمترین زیربناهای اجتماعی نقش تعیین‌کننده‌ای در توضیح تفاوت بهره‌وری سرمایه و در نتیجه تفاوت رشد کشورهای مختلف دارد و این اثر بیشتر از طریق تأثیر بهره‌وری بالاتر سرمایه است تا تأثیر بر افزایش حجم سرمایه.

سیستم‌های مالی با کارکردهای کسب اطلاعات در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توزیع ریسک، جمع‌آوری پس‌اندازها و همچنین تسهیل مبادله کالاها و خدمات باعث کاهش هزینه‌های معاملاتی و بهبود تخصیص منابع و در نهایت رشد اقتصادی می‌شوند.

در جهانی که ما در آن به سر می‌بریم ارتقای کیفیت زندگی و رفاه انسان‌ها و نیل به رشد و توسعه اقتصادی از جمله وظایف عمده کشورهاست و با توجه به مطالب گفته شده کشوری می‌تواند ادعا کند که اقتصادی سالم و مطمئن دارد



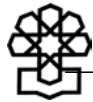
که به یک بخش مالی کارا متکی باشد.

مداخله دولت‌ها در بازارهای مالی از طریق تعیین سقف نرخ سود سپرده‌های بانکی، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی، دخالت در نحوه توزیع اعتبارات بانکی، وضع قوانین و مقررات محدودکننده حساب جاری و حساب سرمایه، باعث پایین آمدن نرخ سود بانکی به سطحی کمتر از نرخ تورم و در نتیجه نرخ بهره حقیقی منفی می‌شود. این شرایط، که در متون اقتصادی به شرایط سرکوب مالی<sup>۱</sup> موسوم است، ابتدا توسط آگارا والا (۱۹۸۳) و گلب (۱۹۸۷) شاخص‌سازی شد و تأثیر آن بر رشد اقتصادی توسط نوریل روبینی و خاویر سالای مارتین (۱۹۹۲) مورد بررسی قرار گرفت. مطالعه آنها بر روی یک نمونه مقطعی<sup>۲</sup> و با استفاده از متوسط داده‌های سال‌های ۱۹۶۰-۱۹۸۵ میان ۹۸ کشور نشان‌دهنده تأثیر منفی سرکوب مالی بر رشد اقتصادی بود.

مفهوم توسعه مالی پس از طرح مفهوم سرکوب مالی در دهه ۱۹۷۰ مورد توجه بیشتری قرار گرفته است. بحث نظری آثار توسعه مالی بر رشد و توسعه اقتصادی نیز بر این پایه استوار است که چنانچه بازار مالی بتواند به وظایف اصلی خود در مورد کاهش هزینه اطلاع‌رسانی، تسهیل مبادلات و بررسی دقیق‌تر هزینه‌ها عمل کند به افزایش رشد اقتصادی منجر خواهد شد.

در حال حاضر در اکثر کشورهای پیشرفته صنعتی و آن دسته از کشورهایی که از آنان با نام کشورهای تازه صنعتی شده نام برده می‌شود، توسعه بخش مالی در کنار بخش صنعتی توانسته است به صورت همگام و

1. Financial Repression
2. Cross Country



هماهنگ عمل کند. بانک جهانی با بررسی رابطه بین ترکیب واسطه‌های مالی، بازارها و رشد اقتصادی برای حدوداً ۵۰ کشور در دوره ۱۹۷۰ تا ۱۹۹۳ به این نتیجه رسیده است که ساختار مالی به‌طور قابل توجهی در بین کشورها متفاوت است و با رشد اقتصادی کشورها تغییر می‌کند.<sup>۱</sup>

هرچه کشورها در طی زمان ثروتمندتر می‌شوند یا هنگامی که یک کشور از گروه کشورهای فقیر به گروه کشورهای ثروتمند منتقل می‌شود، واسطه‌های مالی براساس معیار نسبت کل دارایی واسطه‌های مالی به تولید ناخالص داخلی بزرگ‌تر می‌شوند. بانک‌ها در تخصیص اعتبارات نسبت به بانک مرکزی رشد می‌کنند.

توسعه مالی یکی از سیاست‌هایی است که بسیاری از اقتصاددانان در جهت رسیدن به توسعه اقتصادی توصیه می‌کنند. تاریخچه توسعه مالی به زمانی برمی‌گردد که شومپتر<sup>۲</sup> به اهمیت نقش پول و اعتبار در فرآیند توسعه اقتصادی اشاره کرد و گسترش مالی را برای رشد اقتصادی ضروری دانست. پس از آن تاکنون توسعه مالی بخش مهمی از مباحث اقتصادی را به خود اختصاص داده است. جوزف شومپتر استدلال می‌کند که بانک‌های خوب از طریق شناسایی و تأمین مالی کارفرمایانی که بیشترین شانس را برای تولید محصولات جدید و اجرای طرح‌های ابتکاری دارند، می‌توانند موجب نوآوری تکنولوژیکی شوند،

۱. مسعود نیلی، توسعه مالی و اقتصادی، مطالعه مقایسه‌ای کشورهای صادرکننده نفت با کشورهای آسیای جنوب شرقی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه عالی پژوهش در برنامه‌ریزی و توسعه، ۱۳۸۰، ص ۳۲.

2. Shumpeter, 1912.



جون رابینسون<sup>۱</sup> اظهار می‌دارد که سیستم مالی دنباله‌روی بخش حقیقی اقتصاد است. براساس نظر رابینسون رشد اقتصادی موجب تقاضا برای انواع خاصی از ترکیبات مالی می‌شود و سیستم مالی به‌طور خودکار این تقاضا را برآورده می‌سازد. روبرت لوکاس<sup>۲</sup> می‌گوید: اقتصاددانان بیش از اندازه بر نقش عوامل مالی در رشد اقتصادی تأکید می‌کنند؛ درحالی که، اقتصاددانان توسعه متناوباً در مورد نقش سیستم مالی در توسعه اظهار تردید می‌کنند، و اغلب آن را نادیده می‌گیرند. مطالعات گنویو بویرو-دبرای<sup>۳</sup> به تحلیل و بررسی رابطه بین واسطه‌های مالی و رشد اقتصاد محلی چین می‌پردازد و نشان می‌دهد که تعمیق مالی چین بر عملکرد رشد محلی تأثیر ندارد، به‌طوری که آن را با نسبت ناچیز سپرده‌ها به تولید ناخالص داخلی نشان می‌دهد.

مطالعات تورنتون (۱۹۹۵) آمار ۲۲ کشور در حال توسعه را بررسی می‌کند و نشان می‌دهد که تعمیق مالی باعث رشد شده است.

مطالعات اسپیزر<sup>۴</sup> ۱۹۹۱ بیانگر آن است که مراحل اولیه رشد واسطه‌های مالی در کشورهای آفریقایی باعث رشد اقتصادی شده است. مطالعات احمد و انصاری در سال ۱۹۹۸ نیز بیانگر رابطه‌ای مشابه است.

روسو و اچ تل (۲۰۰۰) آمار ۴۷ کشور را بررسی کردند و گزارش دادند که توسعه بیشتر بخش مالی به توسعه فعالیت اقتصادی می‌انجامد.

مقاله گلد اسمیت در سال ۱۹۶۹ از نخستین کارهایی است که در این زمینه

1. Robinson, 1952.
2. Robert Lucas, 1988.
3. Gnoyo Boyro - debray, 2003.
4. Spizer, 1991.



انجام گرفته و در آن ۳۶ کشور توسعه‌یافته و در حال توسعه طی سال‌های ۱۸۶۰-۱۹۶۳ بررسی شده‌اند. وی در پایان مقاله خود به این نتیجه می‌رسد که رابطه مثبتی میان نسبت دارایی‌های مؤسسه‌های مالی به تولید ناخالص داخلی و تولید ناخالص داخلی و ستانده وجود دارد.<sup>۱</sup>

مطالعات تجربی در کشورهای مختلفی انجام شده است که به رابطه بین بازارهای مالی و رشد توجه دارند. برای مثال چند مورد در اینجا ذکر می‌شود: در مطالعه دیگری که توسط محمد طرابلسی در سال ۱۹۹۸ انجام شده است، با استفاده از اطلاعات ۶۹ کشور در حال توسعه، نشان داده شده است که تعمیق مالی نقش جدی در رشد اقتصادی کشورها دارد. در بررسی محمد طرابلسی نتیجه‌گیری شد که توسعه مالی نقش مثبتی بر رشد اقتصادی در کشورهای مورد بررسی داشته است.

در ایران نیز در سال‌های اخیر این موضوع مورد توجه اقتصاددانان قرار گرفته و مطالعاتی نیز در این زمینه انجام شده است که در ادامه به آنها اشاره می‌شود:

- مطالعه ختایی<sup>۲</sup> نشان می‌دهد دو شاخص قابل اتکا برای اندازه‌گیری توسعه مالی یعنی شاخص نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌ها به کامل دارایی سیستم بانکی و شاخص نسبت مطالبات بانک‌ها از بخش خصوصی به کل اعتبارات تخصیصی بانک‌ها، اثر مثبت بر رشد اقتصادی داشته است.

1. Gold, Smith, R.W. 1996, Financial Structure and development , yale University. Press, New Haven. CT, 1996.

2. محمود ختایی، گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، نشریه مؤسسه تحقیقات پولی و بانک‌ها، ۱۳۷۸، ص ۲۲.



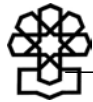
- نیلی و راستاد در سال ۱۳۸۲ درخصوص رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی به نتایج متفاوتی در رابطه با تجربه جهانی دست یافتند. نتایج حاکی از آن است که به دلیل اثر غالب دولت در اقتصاد، تأثیرگذاری درآمدهای نفتی در کشورهای صادرکننده نفت بر رشد تولید ناخالص ملی، آثار توسعه بخش پولی در مقایسه با دیگر کشورها بسیار کم‌رنگ و در مواردی نیز منفی بوده است.

- نتایج مطالعات حشمتی مولایی در سال ۱۳۸۳ بیانگر ارتباط ضعیف توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران و همچنین متأثر بودن توسعه مالی از سیاست‌های برنامه‌ریزی شده دولت و رشد اقتصادی حاصل از آن است.

- نظیفی در سال ۱۳۸۳ جهت بررسی تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی، متغیر سهم اعتبارات اعطا شده توسط سیستم بانکی به بخش خصوصی از GDP را به‌کار برده و بیان می‌دارد که توسعه مالی بر رشد اقتصادی به دلیل نحوه آزادسازی بازارهای مالی، ضعف مدیریت نظام مالی منسجم و بهره‌مند از مقررات، دارای اثر منفی است.

- هیبیتی و محمدزاده اصل در سال ۱۳۸۳ با بررسی رابطه علی بازار سهام و رشد اقتصادی در ایران دریافته‌اند در کوتاه‌مدت علیت گرنجری یک طرفه از نرخ رشد اقتصادی بر ارزش جاری بازار سهام وجود دارد.

- نتایج تحقیق محمد علی احسانی در سال ۱۳۸۳ بیانگر وجود رابطه همگرایی بلندمدت و مثبت بین شاخص‌های توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران است.



- نتایج بررسی‌های اکبر کمیجانی و محمد نادعلی در سال ۱۳۸۶ دلالت بر رابطه مثبت میان تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران با علیت گرنجری از طرف رشد اقتصادی به تعمیق مالی دارد. نتایج این مطالعه با نتایج مطالعات کشورهای که دارای سیستم مالی پیچیده نیستند، سازگار است. و همچنین مقاله‌ای تحت عنوان «جایگاه و نقش بخش مالی در اقتصاد ایران» که ولی‌اله کرمی قهی آن را تهیه کرده است.<sup>۱</sup>

نتایج ناشی از مطالعات اقتصاددانان داخلی و خارجی در نهایت نشان‌دهنده تأثیر مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی است. در این تحقیق سعی شده است با معرفی تعدادی از شاخص‌های بازار پول و بررسی آنها در ایران و کشورهای منتخب از دو گروه توسعه‌یافته و درحال توسعه جایگاه ایران در بین این کشورها را مشخص کرده و در انتها پیشنهاداتی برای چگونگی بهبود جایگاه ایران در بین دو گروه ارائه شود.



ملاک ارزیابی عملکرد هر دولت، براساس شاخص‌های اقتصادی به‌دست آمده در دوره فعالیت آن دوره محاسبه می‌شود. یکی از شاخص‌های مهم در اقتصاد هر کشور رشد اقتصادی است. شاخص‌های کمی مبتنی بر حجم پول، تسهیلات،

۱. ولی‌اله کرمی قهی، جایگاه و نقش بخش مالی در اقتصاد ایران، مجله‌های تازه‌های اقتصادی، شماره‌های



شاخص‌های سنتی توسعه و تعمیق مالی<sup>۱</sup> هستند.

در فرهنگنامه مفاهیم پولی و بانکی،<sup>۲</sup> تعمیق مالی مترادف با تعمیق دارایی‌های مالی دانسته شده و این‌گونه تعریف شده است «به حالتی گفته می‌شود که سرعت افزایش دارایی‌های مالی بیش از سرعت افزایش دارایی‌های غیرمالی باشد. در این حالت نسبت دارایی‌های مالی به دارایی‌های غیرمالی روبه افزایش می‌گذارد.

ساده‌ترین و رایج‌ترین شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی است که درجه پولی شدن اقتصاد را اندازه‌گیری می‌کند. پول، عهده‌دار وظایف مهمی نظیر وسیله پرداخت و ذخیره ارزش است، حجم پول به بهترین شکلی وظیفه پرداخت و نقدینگی وسیله ذخیره ارزش را منعکس می‌سازند. مانده حجم پول باید در امتداد با معاملات اقتصادی افزایش پیدا کند (صرفنظر از توسعه‌های فنی)، اما حجم نقدینگی در شرایط تعمیق مالی باید با آهنگ سریع‌تری افزایش یابد.

نقدینگی،<sup>۳</sup> حاصل جمع کل پول نقد<sup>۴</sup> و شبه نقد<sup>۵</sup> در جریان جامعه در هر لحظه از زمان یا در پایان یک دوره معین مثلاً یک‌ساله است.

تولید ناخالص واقعی، کل ارزش واقعی تولید کالاها و خدمات مصرفی و سرمایه‌ای ساخته شده و ارزش کل کالاهای مصرفی، سرمایه‌ای و واسطه‌های

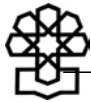
1. Financial Deepening

2. خلعت‌بری، ۱۳۷۷.

3. Liquidity

4. Money

5. Quasi Money



نیمه‌ساخته در داخل کشور طی یک دوره معین مثلاً یک‌ساله است.

نسبت نقدینگی،<sup>۱</sup> عبارت است از نسبت معینی که بانک باید از کل دارایی خود به صورت نقد یا هر دارایی که قابلیت نقد شدن سریع دارد نگهداری کند. مثل اوراق قرضه کوتاه‌مدت دولتی یا سفته‌ای که در ازای اعطای وام بانک از مشتری دریافت می‌کند و بانک می‌تواند آن را نزد بانک مرکزی تنزیل نماید و غیره.

نقدینگی یکی از متغیرهای اساسی اقتصاد کلان به‌شمار می‌آید و شاخصی است که برآیند فعالیت‌های متفاوت بخش پولی را نشان می‌دهد و از آنجایی که نقدینگی با تورم ارتباط مستقیم دارد، لذا می‌توان نتیجه عملکرد بخش پولی را در شاخص‌هایی نظیر نقدینگی و تورم جستجو کرد.

راسیو و واچل (۲۰۰۱ الف) نشان می‌دهند که تورم بر تعمیق مالی اثر دارد و دارای اثر مستقیمی بر رشد اقتصادی نیز می‌باشد. راسیو و واچل (۲۰۰۱ ب) در مطالعه دیگری نشان می‌دهند که تورم توانایی واسطه‌گری‌های مالی برای بهبود تخصیص منابع را کاهش می‌دهد. از این رو، آنها بیان می‌دارند که اثر تعمیق مالی بر روی رشد اقتصادی هنگامی که تورم بالا باشد، کاهش می‌یابد.

تحلیلگران اقتصادی معتقدند دیگر دلیل کنترل و کاهش رشد نقدینگی اهمیت و تأثیری است که نقدینگی بر روی متغیرهای اقتصادی به‌ویژه تورم دارد. نقدینگی تأثیرات بالقوه‌ای بر برخی از بازارها نظیر مسکن، سرمایه و کالا و خدمات بر جای می‌گذارد که پس از مدتی می‌تواند به آثار بالفعل تبدیل شده و سبب ایجاد مشکلاتی در بازارهای یاد شده شود. افزایش نقدینگی یا به مفهوم

1. Liquidity Ratio



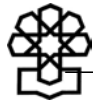
وسیع‌تر آن، افزایش پول، یکی از مهمترین عوامل افزایش تورم است. سعی شده است تا در نمودارها و جداول صفحات بعد برخی از شاخص‌های کمی توسعه در ایران و کشورهای منتخب به تصویر کشیده شود.

-

همان‌طور که ملاحظه می‌شود نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در ایران از سایر کشورها به شکل قابل توجهی رشد بالاتری داشته است و از رقم ۴۹/۵۳ درصد در سال ۲۰۰۴ به رقم ۶۱/۴۲ در سال ۲۰۰۷ افزایش یافته در حالی که این روند افزایشی در سایر کشورها از چنین رشدی برخوردار نبوده است. در ایتالیا از رقم ۶۵/۳۲ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۷۸/۱۱ در ۲۰۰۷، در ترکیه از ۳۴/۵۹ در ۲۰۰۴ به ۴۳/۳۱ در ۲۰۰۷، در پاکستان از ۴۸/۴۱ در ۲۰۰۴ به ۴۹/۹۵ در ۲۰۰۷، در هند از ۶۵/۳۹ در ۲۰۰۴ به ۷۵/۱۲ در ۲۰۰۷ و نهایتاً در امارات از رقم ۶۴/۹۱ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۹۷/۶۹ در سال ۲۰۰۷ افزایش یافته است.

همچنین کشورهای توسعه‌یافته مانند آمریکا، ژاپن، انگلستان، سوئد و سوئیس از ارقام ۵۵/۰۰، ۱۳۹/۶۸، ۱۱۸/۹۰، ۴۴/۴۶ و ۱۴۳/۷۵ در سال ۲۰۰۴ به ارقام ۵۳/۹۰، ۱۴۱/۲۴، ۱۵۳/۳۴، ۵۳/۵۶ و ۱۴۶/۶۴ در سال ۲۰۰۷ رسیده‌اند که ملاحظه می‌شود رشد نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در این کشورها از نرخ باثباتی برخوردار بوده‌اند.

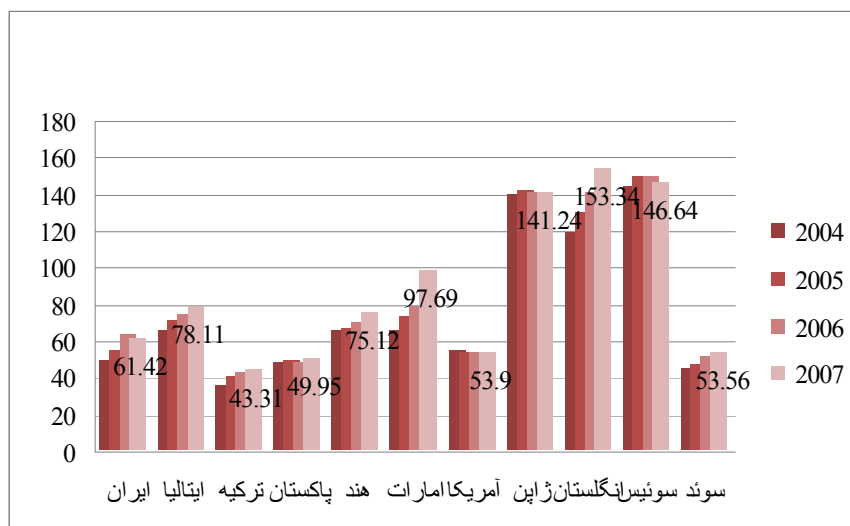
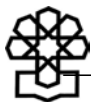
از نسبت بالای نقدینگی به تولید ناخالص داخلی می‌توان نتیجه گرفت که نقدینگی بالا در ایران آثار تورمی بسیاری را در بخش‌های اقتصادی در پی



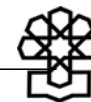
داشته و در بازارهایی مانند مسکن، کالا و خدمات و سرمایه باعث ناکارآمد شدن سیاست‌های پولی دولت و بانک مرکزی شده و سردرگمی‌هایی را در این بازارها به وجود آورده است (جداول پیوست ۳-۱).

مطالب بیان شده مؤید این موضوع است که ایران از تورم روبه رشد بالایی برخوردار است هر چند که نگاهی اجمالی به نمودار ۱ نشان می‌دهد که سعی شده در سال‌های اخیر این روند تحت کنترل و در نهایت کاهش یابد. براساس گزارشات منتشر شده بانک مرکزی رشد بالای نقدینگی باعث بی‌اثر شدن سیاست‌های کنترل تورم در ایران شده است.

با نگاهی اجمالی به نمودار ۱ ملاحظه می‌شود که ایتالیا و پاکستان به خوبی توانسته‌اند از رشد نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در کشورشان جلوگیری کنند، البته لازم به ذکر است که سیاست‌های پولی ایتالیا بسیار مؤثرتر از پاکستان بوده است.



اما همان‌طور که بیان شد نقدینگی متشکل از پول و شبه‌پول است. در سال ۲۰۰۴ نسبت حجم پول به تولید ناخالص داخلی در ایران رقمی معادل با ۱۸/۲۶ درصد داشته است که این رقم در سال ۲۰۰۷ به ۲۰/۰۶ درصد رسیده است، این بالاترین حجم پول را در جدول دارد که از رقم ۹۴/۴۹ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۹۶/۶۸ در سال ۲۰۰۷ رسیده با مقایسه‌ای تطبیقی بین کشورهای منتخب مشاهده می‌شود که رشد حجم پول در ایران از ضریب بالاتری نسبت به برخی دیگر کشورها برخوردار بوده است. نسبت حجم پول به تولید ناخالص داخلی در پاکستان از رقم ۲۹/۹۱ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۳۷/۰۲ در سال ۲۰۰۷ و در ترکیه از ۵/۱۲ به ۸/۷۵ رسیده است. به نظر می‌رسد کشورهای مورد نظر سعی در



(درصد)

 $(Money + Quasi\_Money) / GDP = Liquidity / GDP$ 

| کشور     | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| ایران    | ۱۸/۲۶  | ۱۸/۲۶  | ۱۸/۲۶  | ۱۸/۲۶  |
| ایتالیا  | ۶۱/۴۲  | ۶۱/۴۲  | ۶۱/۴۲  | ۶۱/۴۲  |
| ترکیه    | ۷۸/۱۱  | ۷۸/۱۱  | ۷۸/۱۱  | ۷۸/۱۱  |
| پاکستان  | ۴۳/۳۱  | ۴۳/۳۱  | ۴۳/۳۱  | ۴۳/۳۱  |
| هند      | ۴۹/۹۵  | ۴۹/۹۵  | ۴۹/۹۵  | ۴۹/۹۵  |
| امارات   | ۷۵/۱۲  | ۷۵/۱۲  | ۷۵/۱۲  | ۷۵/۱۲  |
| آمریکا   | ۹۷/۶۹  | ۹۷/۶۹  | ۹۷/۶۹  | ۹۷/۶۹  |
| ژاپن     | ۵۳/۹۰  | ۵۳/۹۰  | ۵۳/۹۰  | ۵۳/۹۰  |
| انگلستان | ۱۴۱/۲۴ | ۱۴۱/۲۴ | ۱۴۱/۲۴ | ۱۴۱/۲۴ |
| سوئیس    | ۱۴۶/۶۴ | ۱۴۶/۶۴ | ۱۴۶/۶۴ | ۱۴۶/۶۴ |
| سوئد     | ۵۳/۵۶  | ۵۳/۵۶  | ۵۳/۵۶  | ۵۳/۵۶  |

: ترازنامه بانک مرکزی، همچنین ر.ک. به:

International Monetary Found: International Financial Statistics, March 2009.



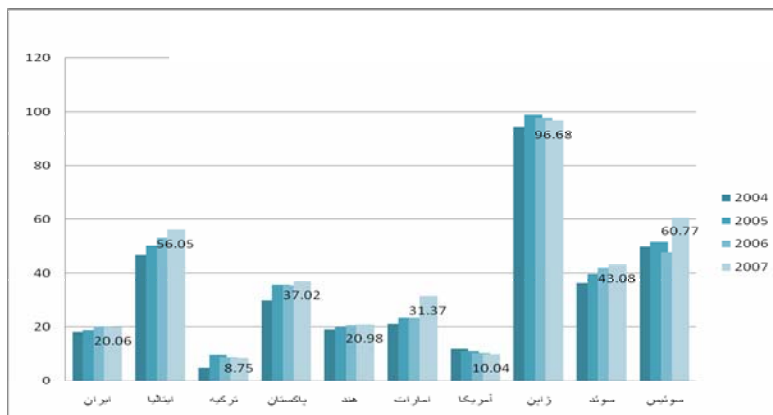
کنترل حجم پول داشته‌اند و تا حدود زیادی توانسته‌اند رشد پول در کشورشان را طی سال‌های مورد نظر به یک ثبات نسبی برسانند و از آنجایی که افزایش نقدینگی یا به مفهوم وسیع‌تر آن، افزایش پول، یکی از مهمترین عوامل افزایش تورم است بالا بودن ترکیب نقدینگی می‌تواند از دلایل عمده افزایش تورم به‌شمار رود (جدول و نمودار ۲).

اما به‌نظر می‌رسد دلیل عمده رشد نقدینگی در ایران، بالا بودن درصد نسبت شبه‌پول به تولید ناخالص داخلی است، زیرا از رقم ۳۱/۲۷ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۴۱/۳۶ در سال ۲۰۰۷ رسیده است و البته مجدداً رشد شبه‌پول در ایران بسیار بیشتر از دیگر کشورها بوده است، در صورتی که ایتالیا از رقم ۱۸/۵۹ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۲۲/۰۶ در سال ۲۰۰۷، آمریکا از رقم ۴۳/۰۱ به ۴۳/۸۶، ژاپن از ۴۵/۱۹ به ۴۴/۵۶، سوئد و سوئیس نیز از ارقام ۸/۲۹ و ۹۴/۲۹ در سال ۲۰۰۴ به ارقام ۱۰/۴۸ و ۹۹/۴۵ در سال ۲۰۰۷ رسیده‌اند. هرچند که اقتصاددانان معتقدند نقدینگی در ایران کمتر از حد برآورده می‌شود و اگر این محاسبه با دقت انجام گیرد، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی بالاتر خواهد رفت و بالا بودن نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در ایران، بیشتر به دلیل تأمین کسری بودجه دولت به‌وسیله سیستم بانکی است و نه به دلیل تعمیق و گسترش ابزارهای مالی (جدول و نمودار ۳).



(درصد)

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
|         |       |       |       |       |
| ایران   | ۱۸/۲۶ | ۱۸/۸۳ | ۲۰/۳۴ | ۲۰/۰۶ |
| ایتالیا | ۴۶/۷۱ | ۵۰/۲۹ | ۵۳/۱۲ | ۵۶/۰۵ |
| ترکیه   | ۵/۱۲  | ۹/۷۱  | ۸/۸۶  | ۸/۷۵  |
| پاکستان | ۲۹/۹۱ | ۳۵/۴۹ | ۳۵/۴۲ | ۳۷/۰۲ |
| هند     | ۱۹/۲۶ | ۲۰/۱۴ | ۲۰/۷۴ | ۲۰/۹۸ |
| امارات  | ۲۱/۱۲ | ۲۳/۴۰ | ۲۳/۴۹ | ۳۱/۳۷ |
| آمریکا  | ۱۱/۹۹ | ۱۱/۲۴ | ۱۰/۵۳ | ۱۰/۰۴ |
| ژاپن    | ۹۴/۴۹ | ۹۸/۶۸ | ۹۷/۶۲ | ۹۶/۶۸ |
| سوئد    | ۳۶/۱۷ | ۳۹/۷۳ | ۴۲/۰۳ | ۴۳/۰۸ |
| سوئیس   | ۴۹/۶۴ | ۵۱/۵۱ | ۴۷/۷۶ | ۴۷/۱۹ |



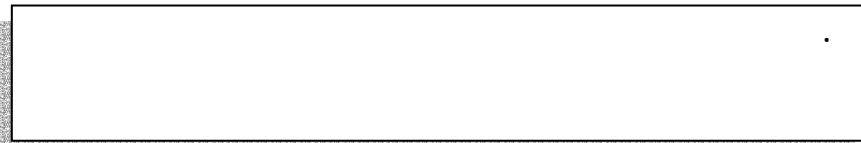
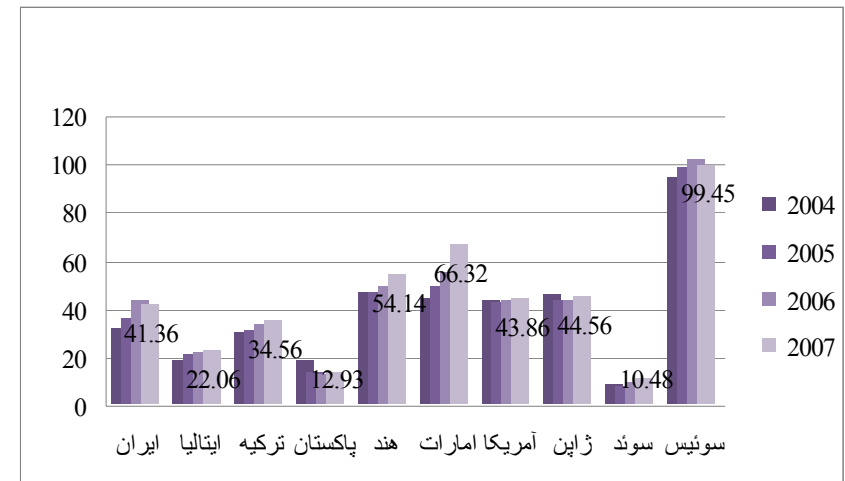
ترازنامه بانک مرکزی، همچنین ر.ک. به:

International Monetary Found: International Financial Statistics, March 2009.



(درصد)

|         |       |        |       |       |
|---------|-------|--------|-------|-------|
|         |       |        |       |       |
| ایران   | ۴۱/۳۶ | ۴۲/۶۶  | ۳۵/۷۳ | ۳۱/۲۷ |
| ایتالیا | ۲۲/۰۶ | ۲۱/۱۷  | ۲۰/۳۲ | ۱۸/۵۹ |
| ترکیه   | ۳۴/۵۶ | ۳۳/۴۴  | ۳۰/۷۶ | ۲۹/۴۷ |
| پاکستان | ۱۲/۹۳ | ۱۲/۴۲  | ۱۳/۴۷ | ۱۸/۵۰ |
| هند     | ۵۴/۱۴ | ۴۹/۱۱  | ۴۶/۳۵ | ۴۶/۱۳ |
| امارات  | ۶۶/۳۲ | ۵۴/۶۶  | ۴۹/۲۱ | ۴۳/۷۹ |
| آمریکا  | ۴۳/۸۶ | ۴۲/۹۴  | ۴۲/۵۸ | ۴۳/۰۱ |
| ژاپن    | ۴۴/۵۶ | ۴۳/۰۶  | ۴۲/۶۳ | ۴۵/۱۹ |
| سوئد    | ۱۰/۴۸ | ۸/۹۵   | ۷/۶۸  | ۸/۲۹  |
| سوئیس   | ۹۹/۴۵ | ۱۰۱/۴۸ | ۹۸/۰۷ | ۹۴/۱۱ |



اسکناس و مسکوک در دست اشخاص بخشی از حجم پول جامعه را تشکیل می‌دهد. پول نیز در حدود ۴۵ درصد نقدینگی جامعه را در برمی‌گیرد. ایجاد تناسب بین اسکناس و مسکوک مورد نیاز جامعه و سایر متغیرهای پولی مانند نقدینگی، از ضروریات اقتصادهای پولی و ابزاری در جهت کنترل نقدینگی است. اسکناس و مسکوک بخشی از پایه پولی است که افزایش آن به افزایش پایه پولی منجر می‌شود. پول پر قدرت یا همان پایه پولی عبارت است از پولی که مستقیماً توسط بانک مرکزی به وجود می‌آید و این پول شامل موارد ترانزنامه بانک مرکزی می‌شود پول پر قدرت دقیقاً پولی است که بانک مرکزی از چهار طریق آن را ایجاد می‌کند که عبارتند از:

- خالص طلب‌های بانک مرکزی از دولت،

- خالص ذخایر ارزی بانک مرکزی،

- خالص طلب‌های بانک مرکزی از بانک‌های تجاری،

- دارایی‌های فیزیکی بانک مرکزی.

پایه پولی نیز متأثر از ضریب فزاینده پولی، حجم نقدینگی را افزایش می‌دهد. بنابراین و براساس ادبیات اقتصادی، اسکناس و مسکوک در دست اشخاص بر تورم تأثیر می‌گذارد، درحالی که ترکیب اسکناس در تورم نقشی ندارد.

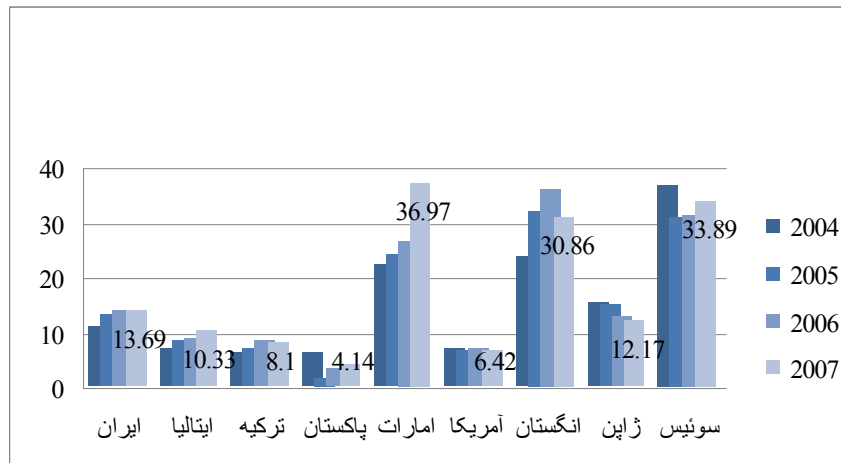
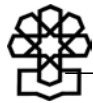
پایه پولی از رقم ۱۰/۹۲ درصد در سال ۲۰۰۴ به رقم ۱۳/۶۹ درصد در سال



۲۰۰۷ رسیده است. رشد پایه پولی در پایان سال ۲۰۰۷ نسبت به پایان ۲۰۰۶، ۱۸/۷ درصد بود که در مقایسه با رشد دوره مشابه سال ۲۰۰۶ (۵/۶ درصد) افزایش قابل توجهی به میزان ۱۲/۲ واحد را نشان می‌دهد. این نرخ افزایشی همان‌طور که گفته شد اثر مستقیمی بر رشد نقدینگی در کشور ایران داشته و در نتیجه باعث بالا رفتن نرخ تورم در ایران شده است. در کنار ایران، پایه پولی در امارات از رقم ۲۲/۱۷ درصد در سال ۲۰۰۴ به رقم ۳۶/۹۷ درصد در سال ۲۰۰۷ رسیده است، البته مشاهده می‌شود نرخ رشد پایه پولی در سال ۲۰۰۷ بسیار بیشتر از سال‌های دیگر بوده است (پایه پولی در سال ۲۰۰۶ در امارات برابر با رقم ۲۶/۴۷ درصد بوده است). در باقی کشورهای منتخب طی سال‌های مذکور سعی شده است تا نرخ رشد پایه پولی نسبتاً ثابت باشد (جدول و نمودار ۴).

(درصد)

|          |        |       |        |       |
|----------|--------|-------|--------|-------|
|          |        |       |        |       |
| ایران    | ۱۰/۹۲  | ۱۳/۰۶ | ۱۳/۷۳  | ۱۳/۶۹ |
| ایتالیا  | ۷/۰۸   | ۸/۳۸  | ۸/۸۳   | ۱۰/۳۳ |
| ترکیه    | ۶/۲۳   | ۶/۸۱  | ۸/۲۹   | ۸/۱   |
| پاکستان  | ۶/۱۱   | ۱/۵۴  | ۳/۱۹   | ۴/۱۴  |
| آمریکا   | ۶/۹۷   | ۶/۷۲  | ۶/۸۷   | ۶/۴۲  |
| امارات   | ۲۲/۱۷۴ | ۲۳/۸۷ | ۲۶/۴۷۳ | ۳۶/۹۷ |
| انگلستان | ۲۳/۴۸  | ۳۱/۸۶ | ۳۶/۱۴  | ۳۰/۸۶ |
| سوئیس    | ۳۶/۵۷  | ۳۰/۷۵ | ۳۱/۳۲  | ۳۳/۸۹ |
| ژاپن     | ۱۵/۴۵  | ۱۴/۹۷ | ۱۲/۸۶  | ۱۲/۱۷ |



حجم نقدینگی تحت تأثیر دو عامل ضریب فزاینده پولی و پایه پولی قرار دارد. به این صورت که اگر تغییراتی در اسکناس و مسکوک در دست اشخاص و سپرده‌های دیداری و سپرده‌های قانونی و ذخایر اضافی بانکی در بانک مرکزی به وجود آید یا اینکه تغییراتی در اقلام پایه پولی چون دارایی‌های خارجی بانک مرکزی و بدهی دولت به بانک مرکزی و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و سایر اقلام ایجاد شود موجب نوسانات نقدینگی خواهد شد. لذا با توجه به عوامل تشکیل‌دهنده حجم نقدینگی می‌توان گفت آنچه تأثیر بسزایی در نقدینگی دارد عملیات بانک مرکزی و دولت است. اگر بدهی دولت افزایش یابد، موجب افزایش پایه پولی کشور می‌شود، اگر بدهی بانک به بانک مرکزی افزایش یابد، در نتیجه پایه پولی افزایش می‌یابد که این مسئله اثر مستقیم در رشد نقدینگی کشور دارد. بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی در صورتی موجب افزایش نقدینگی می‌شود که



بانک‌ها از منابع بانک مرکزی اضافه برداشت داشته باشند.

اما آنچه از اهمیت بالاتری برخوردار است مدیریت بانک مرکزی بر بدهی‌های دولت است. در حال حاضر، در ایران دولت از دو طریق باعث افزایش پایه پولی و رشد نقدینگی می‌شود، افزایش کسری بودجه دولت و تعهدات خارجی آن سبب افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی می‌شود. در ثانی بدهی دولت به بانک‌ها نیز یک نوع بدهی به بانک مرکزی محسوب می‌شود. جدول ۵ نشان می‌دهد که خالص مطالبات بانک مرکزی از دولت به تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۴ رقمی برابر با ۴/۷۷- درصد بوده است در حالی که این رقم در سال ۲۰۰۷ به ۱/۷۲ درصد رسیده است که از روند افزایشی برخوردار بوده است، در حالی که این رقم در سال مشابه در کشوری نظیر هند بسیار کمتر از ایران و معادل ۲/۷۳- بوده است که نشان‌دهنده کم اثر بودن آن در پایه پولی و بالطبع پایین بودن تورم است یا از سویی دیگر نمایانگر اعمال سیاست‌های پولی مؤثر در این کشور است (جدول ۵).



(درصد)

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
|         |       |       |       |       |
| ایران   | ۱/۷۲  | -۰/۹۰ | -۰/۵  | -۴/۷۷ |
| ایتالیا | ۵/۵۲  | ۴/۵۷  | ۴/۲۴  | ۳/۴۰  |
| ترکیه   | -۰/۰۴ | -۰/۱۸ | ۰/۷۳  | ۲/۹۴  |
| پاکستان | ۵/۸۱  | ۵/۸۸  | ۵/۸۸  | ۵/۴۶  |
| هند     | -۲/۷۳ | ۰/۲۰  | -۰/۱۵ | ۰/۳۳  |
| امارات  | ۷/۳۲  | ۶/۶۶  | ۶/۰۲  | ۴/۶۰  |

اما مهمترین عامل افزایش پایه پولی خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی (دارایی‌های خارجی بانک مرکزی - بدهی‌های خارجی بانک مرکزی) است که نقش چشمگیری در افزایش نقدینگی دارد. در سال ۲۰۰۴ این رقم ۱۳/۲۴ درصد بوده است، که در سال ۲۰۰۷ به رقم ۱۶/۴۲ رسیده است و با سهمی معادل ۲۹/۸ واحد درصد بیشترین سهم را در رشد پایه پولی داشته است که در مقایسه با رشد دوره مشابه در سال ۲۰۰۶ - معادل ۳۴ واحد درصد - ۴/۲ واحد درصد کاهش داشته است، اما بدهی بانک مرکزی افزایش داشته است که مهمترین دلیل این افزایش تسهیلات اعطایی بانک مرکزی به بانک‌ها بابت تسویه ریالی معاملات ارزی بین بانکی در آذر ماه (دسامبر) بوده است. در نهایت رشد خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی نمایانگر افزایش پایه پولی، در نتیجه افزایش نقدینگی و در



نهایت افزایش تورم است. یکی از پایین‌ترین درصدها را کشور ایتالیا داشته است خالص دارایی‌های بانک مرکزی این کشور از رقم ۳/۲۳ درصد در سال ۲۰۰۴ به رقم ۴/۲۰ درصد در سال ۲۰۰۷ رسیده و نشانگر پایین بودن پایه پولی و در نهایت تورم در ایتالیاست. نسبت پایه پولی به تولید ناخالص داخلی در ایتالیا در سال ۲۰۰۴ رقم ۷/۰۸ درصد بوده است که به رقم ۱۰/۳۳ درصد در سال ۲۰۰۷ رسیده است و همان‌طور که در نمودار ۴ مشخص است آمریکا پایین‌ترین پایه پولی را داشته است و در دوره مورد بررسی دارای ثباتی نسبی بوده است (از رقم ۶/۹۷ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۶/۴۲ در سال ۲۰۰۷ رسیده است). سوئیس، ژاپن و انگلیس نیز به ترتیب از ارقام ۳۶/۵۷، ۳۶/۴۵ و ۲۳/۴۸ در سال ۲۰۰۴ به ارقام ۳۳/۸۹، ۱۲/۱۷ و ۳۰/۸۶ در سال ۲۰۰۷ رسیده‌اند، مشاهده می‌شود که در طی دوره مورد بررسی کشورهای پیشرفته با کنترل خالص دارایی‌های خارجی سعی در کاهش پایه پولی و ثابت نگه داشتن آن، داشته‌اند در صورتی که این رقم در ایران همچنان که گفته شد از نرخ افزایشی بالایی برخوردار بوده که نشان‌دهنده عدم توسعه‌یافتگی ایران است (جدول ۶).



(درصد)

|       |       |       |       |         |
|-------|-------|-------|-------|---------|
|       |       |       |       |         |
| ۱۶/۴۲ | ۱۸/۲۱ | ۱۵/۲۶ | ۱۳/۲۴ | ایران   |
| ۴/۲۰  | ۳/۸۶  | ۳/۸۱  | ۳/۲۳  | ایتالیا |
| ۷/۲۸  | ۶/۷۰  | ۴/۴۳  | --/۸۵ | ترکیه   |
| ۱۹/۵۲ | ۸/۴۳  | ۸/۰۵  | ۸/۵   | پاکستان |
| —     | —     | —     | —     | هند     |
| ۴۹/۱۵ | ۱۹/۸۶ | ۱۷/۲۷ | ۱۷/۷۸ | امارات  |



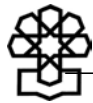
برای بررسی روند رشد نقدینگی پس از بررسی تغییرات اجزای پایه پولی باید به سراغ وضعیت تغییر اجزای ضریب فزاینده رفت. در اقتصادهای پیشرفته ضریب فزاینده معمولاً در دامنه محدودی تغییر می‌کند و تغییرات اصلی رشد نقدینگی به تغییرات پایه پولی مربوط می‌شود و ضریب فزاینده یک حلقه واسط میان پایه پولی و پول و نقدینگی محسوب می‌شود. تغییرات در عرضه پول<sup>۲</sup> ناشی از تغییرات در پایه پولی و ضریب فزاینده نقدینگی است.

ضریب فزاینده نقدینگی در ایران از رقم ۴/۵۳ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۴/۶۵ در سال ۲۰۰۷ رسیده است، که افزایشی معادل ۳/۳ درصد داشته است که در



مقایسه با رشد مدت مشابه سال ۲۰۰۶ (۱۲/۹ درصد) کاهش چشمگیری نشان می‌دهد. مهمترین دلیل کاهش رشد ضریب فزاینده نقدینگی در این دوره رشد نسبت ذخایر اضافی به کل سپرده‌هاست که در مقایسه با اسفند سال ۱۳۸۶ معادل ۲۹ درصد رشد نشان می‌دهد. علت این امر افزایش سپرده‌های دیداری بانک‌ها نزد بانک مرکزی بوده که در پایان آذر ۱۳۸۶ نسبت به پایان سال ۱۳۸۵ معادل ۱۴/۵ هزار میلیارد ریال (۵۲/۴) رشد داشته است. کارشناسان معتقدند ضریب فزاینده نقدینگی نشان‌دهنده توسعه‌یافتگی کشورهاست، هرچند که این ضریب خود به تنهایی نشان‌دهنده توسعه‌یافتگی یک کشور نیست. اما بالا بودن ضریب فزاینده نقدینگی نشان‌دهنده قدرت سیستم مالی در استفاده از یک واحد پول در مبادلات اقتصادی است، ضریب فزاینده نقدینگی بالاتر نشان‌دهنده سیستم مالی توسعه‌یافته‌تر در کشورهاست و سهم پول پر قدرت در ایجاد نقدینگی را کاهش می‌دهد.

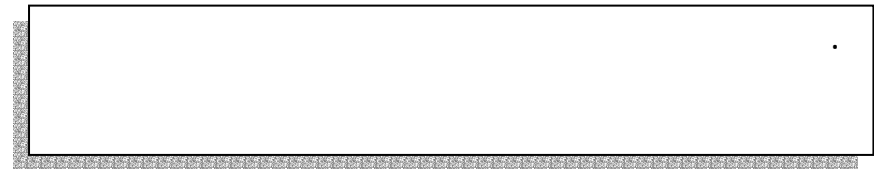
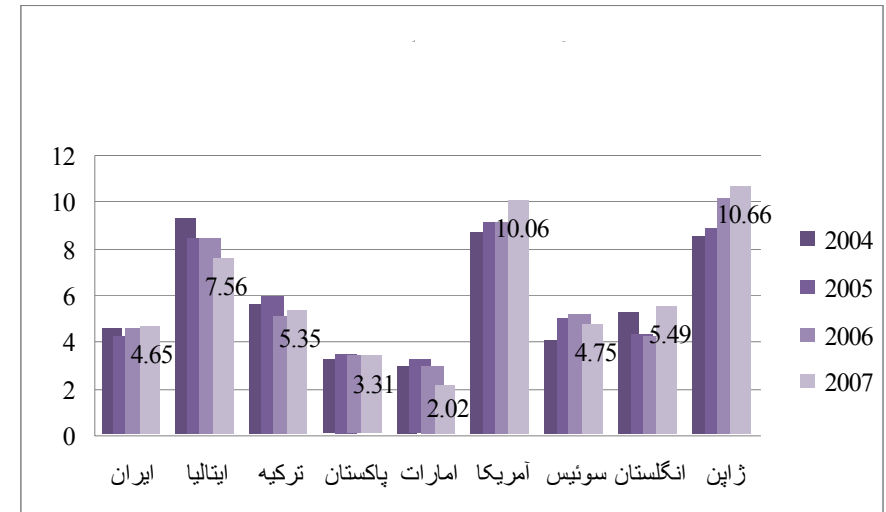
ضریب فزاینده نقدینگی ایتالیا، انگلستان، آمریکا سوئیس و ژاپن که می‌توان از آنها در بین کشورهای منتخب به‌عنوان کشورهای پیشرفته نام برد به‌ترتیب از رقم ۹/۲۲، ۵/۱۹، ۸/۶۴، ۴/۰۴ و ۸/۵ در سال ۲۰۰۴ به رقم‌های ۷/۵۶، ۵/۴۹، ۱۰/۰۶، ۴/۷۵ و ۱۰/۶۶ در سال ۲۰۰۷ رسیده است. پایین بودن ضریب فزاینده نقدینگی در ایران می‌تواند به‌دلیل افزایش پایه پولی در سال‌های مذکور در کشور باشد. پاکستان و امارات نیز به‌عنوان کشورهای در حال توسعه به‌ترتیب از رقم ۳/۱۵ و ۲/۹۳ در سال ۲۰۰۴ به رقم‌های ۳/۳۱ و ۲/۰۲ در سال ۲۰۰۷ رسیده‌اند، البته این کاهش ناگهانی ضریب فزاینده نقدینگی در سال ۲۰۰۷ در امارات ناشی



از افزایش شدید پایه پولی در سال مذکور در این کشور است (۳۶/۹۷) (جدول ۷ و نمودار ۵).

(درصد)

|          |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|
|          |       |       |       |       |
| ایران    | ۴/۵۲  | ۴/۱۷  | ۴/۵۸  | ۴/۶۵  |
| ایتالیا  | ۹/۲۲  | ۸/۴۳  | ۸/۴۱  | ۷/۵۶  |
| ترکیه    | ۵/۵۵  | ۵/۹۴  | ۵/۱   | ۵/۳۵  |
| پاکستان  | ۳/۱۵  | ۳/۴۰  | ۳/۳۷  | ۳/۳۱  |
| هند      | ۲/۶۷۵ | ۲/۸۲۳ | ۲/۷۷۸ | ۲/۴۷۴ |
| امارات   | ۲/۹۳  | ۳/۱۴  | ۲/۹۵  | ۲/۰۲  |
| آمریکا   | ۸/۶۴  | ۹/۰۵  | ۲/۰۸  | ۱۰/۰۶ |
| ژاپن     | ۸/۵   | ۸/۸   | ۱۰/۱۲ | ۱۰/۶۶ |
| انگلستان | ۵/۱۹  | ۴/۲۵  | ۴/۱۷  | ۵/۴۹  |
| سوئیس    | ۴/۰۴  | ۵/۰۰  | ۵/۱۶  |       |



هدف از انتشار اوراق مشارکت بانک، توسعه و بسط عملیات بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی است. با این هدف انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از اواخر سال ۱۳۷۹ در ایران آغاز شد. شرط موفقیت انتشار اوراق مشارکت این است که منابع حاصل از فروش آن در اختیار بخش تولید و سرمایه‌گذاری قرار گیرد. ولی چنانچه از محل این منابع مجدداً بابت اعطای تسهیلات و نظیر آن استفاده شود و یا به نظام بانکی قرض داده شود، چندان موفق نخواهد بود و اصولاً کارکرد سیاست پولی را نخواهد داشت و نیز



دادن سود تضمینی به اوراق مشارکت و قابلیت فروش قبل از سررسید و نظیر آن موجب می‌شود اوراق مشارکت نزدیکی زیادی به پول نقد داشته باشند و لذا از لحاظ اهداف سیاستی کمتر موفق شود. نسبت مانده اوراق مشارکت فروخته شده بانک مرکزی به پایه پولی شاخصی از گسترش سیاست‌های پولی غیرمستقیم است.

شاخص سهم مانده اوراق مشارکت بانک‌های مرکزی در پایه پولی در سال ۲۰۰۴ در ایران رقمی برابر با ۱۳/۴ را داشته است، این رقم در سال ۲۰۰۵ به ۴/۹ درصد رسید. این کاهش آنچنان که بانک مرکزی اعلام کرد ناشی از کاهش رقم اوراق مشارکت فروخته شده بانک مرکزی در کنار رشد مستمر پایه پولی است که نشان‌دهنده مشکلات موجود در ارتباط با انتشار این اوراق است. اما افزایش مانده اوراق مشارکت فروخته شده موجب افزایش نسبت مزبور به رقم ۱۰/۹ در سال ۲۰۰۷ شده است. این افزایش در اوراق مشارکت بانک مرکزی با احتساب ضریب فزاینده نقدینگی در پایان آذر ۱۳۸۶ (دسامبر ۲۰۰۷) با ایجاد انقباض حدود ۱۶/۸ هزار میلیارد ریال نقدینگی به میزان ۱/۳ درصد از رشد نقدینگی کاسته است (جدول ۸ و نمودار ۶).

اما در کشورهای توسعه‌یافته مانند آمریکا، انگلیس، سوئد، سوئیس، کانادا و ایتالیا نسبت مانده اوراق مشارکت فروخته شده بانک مرکزی به پایه پولی طی سال‌های مذکور از نرخ بالایی برخوردار بوده است، که این مسئله همچنان که در بالا گفته شد نشان‌دهنده گسترش سیاست‌های پولی غیرمستقیم و توسعه مدیریت نقدینگی در این کشورهاست، که در نتیجه نشان‌دهنده توسعه‌یافتگی



بخش مالی در این کشورها است. در ترکیه نسبت مزبور از رقم ۱۲/۰۶ در سال ۲۰۰۴ به رقم ۷/۲۷ درصد در سال ۲۰۰۷ رسیده است، نسبت مانده اوراق مشارکت فروخته شده بانک مرکزی به پایه پولی در ترکیه طی سال‌های مذکور از یک نرخ کاهشی برخوردار بوده است که نشان‌دهنده عدم موفقیت انتشار اوراق مشارکت در ترکیه است. در پاکستان، هند و امارات در سال ۲۰۰۷ این نسبت به ترتیب برابر بوده است با ۰/۲۵، ۰/۱۴ و ۰/۱۴ این ارقام پایین ناشی از نبود سیاست‌های پولی مؤثر و نیز نشان‌دهنده توسعه نیافتگی بخش مالی است.

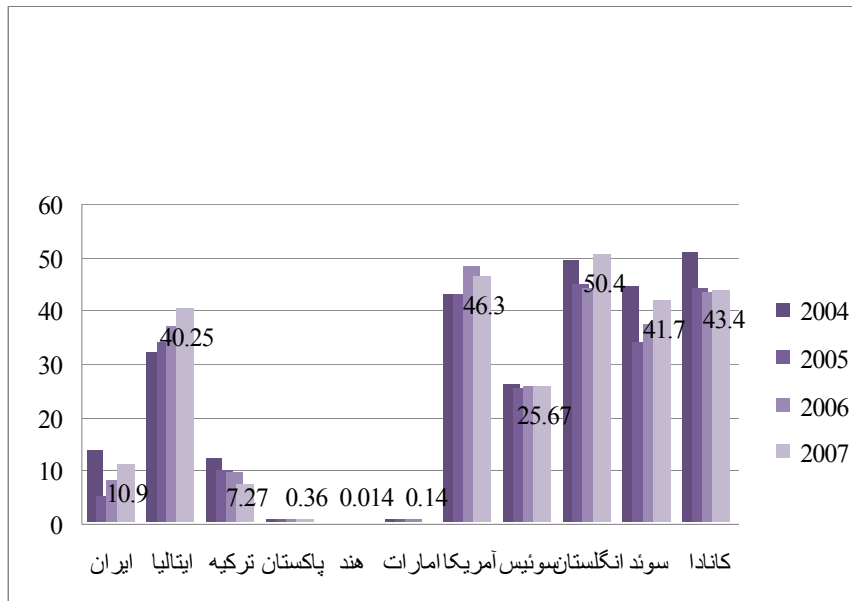
( )

(درصد)

|          |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|
|          |       |       |       |       |
| ایران    | ۱۳/۴  | ۴/۹   | ۷/۹   | ۱۰/۹  |
| ایتالیا  | ۳۱/۸۳ | ۳۳/۹۱ | ۳۶/۸۱ | ۴۰/۲۵ |
| ترکیه    | ۱۲/۰۶ | ۹/۸۴  | ۹/۲۷  | ۷/۲۷  |
| پاکستان  | ۰/۳۶  | ۰/۲۶  | ۰/۲۳  | ۰/۲۵  |
| هند      | ۰/۰۵۵ | ۰/۰۴۹ | ۰/۰۳۱ | ۰/۰۱۴ |
| امارات   | ۰/۳۵  | ۰/۲۹  | ۰/۲۵  | ۰/۱۴  |
| سوئیس    | ۲۵/۷۵ | ۲۴/۹۴ | ۲۵/۴۷ | ۲۵/۶۷ |
| آمریکا   | ۴۲/۷  | ۴۲/۹  | ۴۷/۹  | ۴۶/۳  |
| انگلستان | ۴۹/۳  | ۴۴/۶  | ۴۳/۷  | ۵۰/۴  |
| سوئد     | ۴۴/۳  | ۳۳/۸  | ۳۷/۱  | ۴۱/۷  |
| کانادا   | ۵۰/۸  | ۴۳/۹  | ۴۳    | ۴۳/۴  |



( )



اهمیت توسعه‌یافتگی بازارهای مالی در رشد اقتصادی تا همین اواخر جزء مباحث فراموش شده در اقتصاد توسعه بوده است. اما پس از حدود دو دهه مجادله علمی، ادبیات رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی به نوعی بلوغ نسبی رسیده است. در سطح کلان، مشخص شده است که توسعه مالی اثر علیّ مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

اهمیت توسعه بخش مالی کشور از آنجا نشأت می‌گیرد که بخش مالی کارآمد، نقشی اساسی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق ورود و

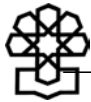


تجهیز سرمایه خارجی و بهینه‌سازی سازوکار تخصیص منابع ایفا می‌کند. آنچه که هم‌اکنون بر روی آن اتفاق نظر وجود دارد این است که هرچه نظام‌های مالی و پولی توسعه یافته‌تر باشند، اقتصاد مورد نظر می‌تواند نرخ‌های رشد بالاتری را تجربه کند.

با توجه به اینکه تحلیل‌ها و سیاست اقتصادی بدون استفاده از شاخص‌هایی که نشان‌دهنده وضعیت فعلی، روند حرکت و آینده پیش رو باشند، به سختی امکان‌پذیر است، بنابراین تهیه شاخص‌های مختلف اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و... به یکی از مهمترین فعالیت‌های پژوهشگران و محققان اقتصادی تبدیل شده است. همین موضوع در مورد مباحث تعمیق مالی نیز مطرح است. در این گزارش سعی شده است تا با معرفی و بررسی تعدادی از شاخص‌های اقتصادی روند حرکت اقتصاد ایران را از منظر توسعه مالی تحلیل کرده و بتوان راهکارهایی را برای مشکلات موجود معرفی کرد.

نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد که توسعه مالی در کشور ما در دوره مورد بررسی وضعیت مطلوبی نداشته است و در مقایسه با کشورهای منتخب در ردیف کشورهای برخوردار از سطح توسعه مالی بسیار پایین قرار دارد، مانند پاکستان، هند و امارات.

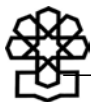
بررسی شاخص‌های توسعه مالی ارائه شده نشان می‌دهد که با وجود ضعف‌ها و نواقص موجود در بخش مالی کشور تعدادی از شاخص‌های محاسبه شده نشان‌دهنده بهبود نسبی کشور در سال‌های اخیر بوده است. شاخص نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی نیز که در بسیاری از مطالعات به‌عنوان شاخص



عمق مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد از روندی فزاینده طی سال‌های اخیر برخوردار بوده است، ولی باید توجه داشت که افزایش شاخص عمق مالی به شکل نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی جاری با توجه به سهم در خور توجه پایه پولی و محدود ماندن اثر ضریب فزاینده در رشد نقدینگی طی سال‌های اخیر نمی‌تواند شاخص خوبی برای بهبود تعمیق مالی در کشور تلقی شود.

در مقابل، کاهش نرخ سود بانکی در شرایط تورمی، افزایش نقش دولت در تنظیم و تخصیص اعتبارات بانکی، محدود بودن انتشار اوراق مشارکت دولت در تأمین مالی هزینه‌های اجرای طرح‌های اقتصادی از عوامل محدودکننده توسعه مالی کشور هستند.

طی سال‌های گذشته نوعی ابزار مالی با نام اوراق مشارکت در اقتصاد ایران توسعه پیدا کرده است که توانسته جانشین خوبی برای اوراق قرضه باشد، این اوراق تماماً از سوی شرکت‌های دولتی با تضمین وزارت امور اقتصادی و دارایی و نیز از سوی بانک مرکزی برای مدیریت نقدینگی منتشر می‌شوند.



(برحسب واحد پول ملی کشورها)

|         |         |         |         |          |
|---------|---------|---------|---------|----------|
|         |         |         |         |          |
| ۲۶۷۰۳۴۷ | ۲۰۳۸۴۳۲ | ۱۶۸۷۹۰۵ | ۱۳۸۴۸۱۹ | ایران    |
| ۱۵۳۵/۵  | ۱۴۸۰/۰  | ۱۴۲۸/۴  | ۱۳۹۱/۵  | ایتالیا  |
| ۸۵۳۶۳۶  | ۷۵۸۳۹۱  | ۶۴۸۹۳۲  | ۵۵۹۰۳۳  | ترکیه    |
| ۸۷۲۳/۲۲ | ۷۶۲۳/۲۱ | ۶۴۹۹/۷۸ | ۵۶۴۰/۵۸ | پاکستان  |
| ۴۷۱۳۱/۵ | ۴۱۴۵۸/۱ | ۳۵۸۰۳/۴ | ۳۱۴۹۴/۱ | هند      |
| ۵۷۹/۱   | ۵۱۰/۹   | ۴۴۶/۳   | ۳۸۲/۷   | امارات   |
| ۱۳۸۰۷/۶ | ۱۳۱۷۸/۴ | ۱۲۴۲۱/۹ | ۱۱۶۸۵/۹ | آمریکا   |
| ۵۱۵۸۰۵  | ۵۰۷۳۶۵  | ۵۰۱۷۳۴  | ۴۹۸۳۲۸  | ژاپن     |
| ۱۴۰۰/۵۳ | ۱۳۲۱/۸۶ | ۱۲۵۲/۵۱ | ۱۲۰۰/۶۰ | انگلستان |
| ۲۴۱/۷۰  | ۲۳۲/۶۱  | ۲۳۸/۵۶  | ۲۲۴/۰۶  | سوئیس    |
| ۱۳۲۰/۰۴ | ۱۲۱۹/۱۳ | ۱۰۸۶/۶۷ | ۹۴۹/۵۶  | سوئد     |

Source: Ibid.



(برحسب واحد پول ملی کشورها)

|          |          |          |         |         |
|----------|----------|----------|---------|---------|
|          |          |          |         |         |
| ۵۳۵۷۰۷/۳ | ۴۱۴۵۴۴/۹ | ۳۱۷۹۱۹/۴ | /       | ایران   |
| ۷۴۷۳۷    | ۶۷۲۱۸    | ۶۳۰۴۰    | ۲۸۶۳۱   | ترکیه   |
| ۳۲۲۹۷۸۳  | ۲۷۰۰۴۱۲  | ۲۳۰۶۸۳۸  | ۱۶۸۷۳۵۵ | پاکستان |
| ۹۸۸۹/۹   | ۸۵۹۷/۲   | ۷۲۱۲/۹   | ۶۰۶۷/۷  | هند     |
| ۱۸۱۶۶۴   | ۱۲۰۰۲۰   | ۱۰۴۴۴۹   | ۸۰۸۱۸   | امارات  |
| ۱۳۸۶/۱   | ۱۳۸۷/۳   | ۱۳۹۶/۵   | ۱۴۰۱/۳  | آمریکا  |
| ۴۹۸/۶۸   | ۴۹۵/۲۸   | ۴۹۵/۱۴   | ۴۷۰/۹۱  | ژاپن    |
| ۲۴۱/۷۰   | ۲۳۲/۶۱   | ۲۳۸/۵۶   | ۲۲۴/۰۶  | سوئیس   |
| ۱۳۲۰/۰۴  | ۱۲۱۹/۱۳  | ۱۰۸۶/۶۷  | ۹۴۹/۵۶  | سوئد    |

Source: IMF, 2008.

(برحسب واحد پول ملی کشورها)

|           |          |          |          |         |
|-----------|----------|----------|----------|---------|
|           |          |          |          |         |
| ۱۱۰۴۵۸۵/۷ | ۸۶۹۶۵۴/۵ | ۶۰۳۱۰۰/۰ | ۴۳۳۰۵۲/۱ | ایران   |
| ۲۹۴۹۵۳    | ۲۵۳۶۲۱   | ۱۹۹۵۹۲   | ۱۶۴۷۵۲   | ترکیه   |
| ۱۱۲۷۹۰۲   | ۹۴۶۶۳۵   | ۸۷۵۶۷۷   | ۱۰۴۳۶۹۸  | پاکستان |
| ۲۵۵۱۷/۹   | ۲۰۳۶۱/۱  | ۱۶۵۹۵/۰  | ۱۴۵۲۷/۴  | هند     |
| ۳۸۴۰۳۷    | ۲۷۹۲۷۴   | ۲۱۹۶۱۵   | ۱۶۷۵۸۸   | امارات  |
| ۷۴۴۲/۵    | ۷۰۴۶/۸   | ۶۶۸۵/۳   | ۶۴۲۷/۴   | آمریکا  |
| ۷۲۸/۵۴    | ۷۱۳/۸۰   | ۷۰۸/۹۹   | ۶۹۶/۰۶   | ژاپن    |
| ۵۰۹/۳۱    | ۴۹۴/۲۱   | ۴۵۴/۱۶   | ۴۲۴/۸۲   | سوئیس   |
| ۱۶۴۰/۹۴   | ۱۴۷۸/۸۸  | ۱۲۹۶/۹۲  | ۱۱۶۷/۲۲  | سوئد    |

Source: Ibid.



:

: بررسی تطبیقی شاخص‌های عمق مالی در ایران و چند کشور منتخب طی  
سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۰۷

: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

: رقیه فضلی

: صمد عزیزنژاد

: احمد شعبانی

: معاونت پژوهشی

:

:

:

۱. پول

۲. شبه پول

۳. نقدینگی

۴. عمق مالی

۵. اوراق مشارکت

// :