

پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



# ضرورت محاسبه «پول در مفهوم وسیع» در اقتصاد ایران

مریم همتی

گزارش سیاستی

بهار ۱۴۰۰

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)





## پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

MBRI-PR-9905

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش سیاستی: ضرورت محاسبه «پول در مفهوم وسیع» در اقتصاد ایران

نویسنده: دکتر مریم همتی

ناظر علمی: دکتر حمید زمانزاده

واژگان کلیدی: کل‌های پولی، ابزارهای مالی، پول در مفهوم وسیع، سیاست پولی

طبقه‌بندی JEL: E50، E42، E41

تاریخ انتشار گزارش: بهار ۱۴۰۰



## فهرست مطالب

۱	مقدمه.....	۱
۱	معیارها و اصول تعریف کل های پولی.....	۱
۲	ابزارهای مالی: ویژگی و کارکردها.....	۲
۳	تعریف واحدهای نهادی.....	۳
۳	بررسی تجارب کشورها در استفاده از سطوح بالاتر کل های پولی.....	۳
۷	۱.۳ دارایی های مالی غیرمشمول در تعریف پول در مفهوم وسیع.....	۷
۸	۲.۳ نگاهی به تعریف نقدینگی در برخی از کشورها.....	۸
۸	۴. مقایسه آمار کل های پولی در ایران با دستورالعمل صندوق بین المللی پول و تجارب جهانی.....	۸
۸	۱.۴ اختلاف تعریف پایه پولی از تعریف استاندارد صندوق.....	۸
۸	۲.۴ تورش برخی از اجزای پایه پولی: استفاده از معیار واحد پول به جای مقیم بودن.....	۸
۹	۳.۴ تفاوت تعریف نقدینگی در آمارهای پولی کشور با تعریف پول در مفهوم وسیع.....	۹
۱۰	۵. ضرورت مطرح شدن سطوح بالاتر کل های پولی در اقتصاد ایران.....	۱۰
۱۰	۶. جمع بندی و ارائه پیشنهادات.....	۱۰
۱۲	۷. منابع و مأخذ.....	۱۲



## ۱. مقدمه

تهیه و انتشار درست و بهنگام آمار مربوط به کل‌های پولی نقش بسزایی در تحلیل سیاستگذار پولی از روند آتی شاخص‌های کلیدی اقتصادی نظیر نرخ تورم و همچنین اتخاذ به‌موقع سیاست پولی دارد. بر اساس تجارب بین‌المللی، تعریف واحدی برای کل‌های پولی (در ابعاد گسترده‌تر از M1) توسط کشورها مورد استفاده قرار نمی‌گیرد و این تفاوت رویکرد در انتخاب تعاریف و ترکیب اجزای هر تعریف به عوامل مختلفی از جمله ساختار بازارهای مالی، بهره‌گیری از فناوری‌های نوین در عرصه پرداخت، تنوع ابزارهای مالی و دایره شمول آن‌ها در کارکردهای اصلی پول دارد.

دو اصل مهم در انتخاب تعریف گسترده پول باید مدنظر قرار گیرد: (۱) ابزارهای مالی مشمول در تعریف باید حداقل‌هایی را به لحاظ نقدشوندگی (بازتابی از ویژگی ابزار مبادله بودن پول) دارا باشند. (۲) تعریف گسترده پول باید ارتباط تجربی پایدار و قابل پیش‌بینی با نرخ تورم داشته باشد. این ویژگی باعث می‌شود تا کل‌های پولی ابزار مفیدی برای سیاستگذار پولی باشد زیرا شاخصی از فشارهای تورمی در میان و بلندمدت هستند.

این دو اصل مهم باعث شده تا در دهه‌های گذشته کشورها در تعاریف خود در رابطه با کل‌های پولی دست به تغییرات عمده‌ای بزنند به نحوی که می‌توان گفت تعریف پول در معنای وسیع آن در طول زمان و بسته به ساختارهای اقتصادی و بازارهای مالی کشورها دستخوش تغییر می‌شود و ماهیت پویا دارد. این در حالی است که تعریف کل‌های پولی در ایران در چند دهه گذشته بدون تغییر باقی مانده است و از سویی دیگر، در همین تعاریف موجود نیز نقاط ضعف جدی در انطباق با دستورالعمل صندوق بین‌المللی پول وجود دارد که اصلاح آمارهای ارائه‌شده از سوی بانک مرکزی را ضروری می‌نماید زیرا ارائه آمارهای پولی بر اساس استانداردهای بین‌المللی باعث کارایی سیاست‌های پولی و افزایش دقت پیش‌بینی‌های اقتصادی در این حوزه می‌شود.

در این گزارش، با توجه به بررسی تجارب کشورها در زمینه تعریف کل‌های پولی سعی خواهیم کرد با توجه به ساختار بازارهای مالی در اقتصاد ایران تعریف گسترده پول که می‌تواند به نحو مناسبی میزان نقدینگی در جریان در اقتصاد را منعکس کند را ارائه دهیم.

## ۲. معیارها و اصول تعریف کل‌های پولی

پول نقش مهمی را در اقتصاد دارد زیرا جزئی از مکانیزم انتقال سیاست پولی و کانال اثربخشی این سیاست بر بخش اسمی و حقیقی اقتصاد است. بانک‌های مرکزی علی‌رغم بهره‌گیری از ابزار نرخ بهره برای سیاستگذاری پولی به دلایلی مانند تأثیر میزان پول در دسترس مردم بر خلق قدرت خرید کالاها و خدمات و همچنین تحولات قیمتی دارایی‌ها، کل‌های پولی را نیز به‌طور منظم رصد و پایش می‌کنند. در بازتعریف کل‌های پولی و پول در مفهوم وسیع<sup>۱</sup> در کشورها دو معیار زیر نقش اساسی دارند: (۱) بر اساس مطالعات تجربی، کل‌های پولی نقش مهمی در پیش‌بینی تحولات تورم حداقل در افق میان و بلندمدت دارند و لذا بسته به نتایج برآوردهای تجربی، تعاریف کل‌های پولی می‌توانند دستخوش تغییر شود. برای مثال، در انگلستان از سال ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۱، آمار مربوط به M5 به‌عنوان پول در مفهوم وسیع تولید می‌شد که علاوه بر M4 شامل اسناد خزانه و اوراق قرضه بانک‌ها هم بود اما پس از سال ۱۹۹۱ تولید این آمار کنار گذاشته شد زیرا رفتاری مشابه با M4 داشت. (۲) تحولات ساختاری در بازارهای مالی: بر اساس کارکردهای اصلی پول بالأخص وسیله مبادله بودن، توسعه ابزارهای مالی و گستردگی و تنوع این ابزارها می‌توانند تعاریف کل‌های پولی را با تغییر مواجه نمایند زیرا معرفی برخی از ابزارهای مالی که قابلیت نقدشوندگی بالایی (بدون صرف هزینه مبادله و تأخیر زمانی) دارند لاجرم دایره شمول تعریف پول در مفهوم وسیع را تغییر خواهند داد. در مجموع، تعاریف کل‌های پولی موجودیتی پویا دارند و تا هنگامی که تعاریف جاری دو معیار مذکور را تأمین نکنند لاجرم دستخوش تغییر می‌شوند.

صندوق بین‌المللی پول در آخرین نسخه از کتاب راهنمای آمارهای پولی و مالی<sup>۲</sup> (MFSM)، معیارهایی را برای دسته‌بندی کل‌های پولی معرفی می‌کند. البته این راهنما نسخه واحدی را برای تعریف «پول در مفهوم وسیع» برای کشورها ارائه نمی‌دهد و صرفاً به مشخص کردن چارچوب‌ها و معیارهای کلی بسنده می‌کند. زیرا در نهایت کشورها بسته به ساختار و ویژگی‌های نظام مالی خود باید تعریف مناسب را برای «پول در مفهوم وسیع» انتخاب کنند. اگر رویکرد کشورها در تعریف کل‌های پولی متفاوت است این سؤال پیش می‌آید که دلیل و منطق پشت تعاریف انتخاب شده چیست؟

بر اساس توصیه صندوق، تعریف کل‌های پولی نیازمند تصریح سه معیار کلی است: (۱) ابزارهای مالی که جزئی از تعریف گسترده

<sup>1</sup> Broadly-defined money

<sup>2</sup> Monetary and Financial Statistical Manual (MFSM)



پول هستند کدام‌اند و دارای چه ویژگی‌ها و کارکردهایی هستند، (۲) چه واحدهای نهادی یا بخش‌هایی ناشر پول<sup>۱</sup> هستند و (۳) کدامیک از واحدهای نهادی یا بخش‌ها دارنده پول<sup>۲</sup> هستند. در ادامه معیارهای اصلی در تعریف کل‌های پولی آورده شده است.

## ۱.۲ ابزارهای مالی: ویژگی و کارکردها

معیار شمول و یا عدم شمول ابزارها و دارایی‌های مالی در تعریف گسترده پول به دو کارکرد اصلی پول شامل «وسیله مبادله» و «ذخیره ارزش» برمی‌گردد. تمامی ابزارهای مالی نقد که به‌طور وسیعی به‌عنوان وسیله مبادله مورد قبول آحاد اقتصادی هستند و یا قابلیت تبدیل شدن به وسیله مبادله را در کمترین زمان و با کمترین کاهش در ارزش اسمی دارا هستند در تعریف گسترده پول قرار می‌گیرند. به عبارت دیگر، تعریف گسترده پول تمامی ابزارهای مالی که وسیله مبادله هستند و یا جایگزین نزدیک به وسیله مبادله هستند را در بر می‌گیرد. ارزیابی درجه پول بودن<sup>۳</sup> ابزارهای مالی بر اساس درجه نقدشوندگی و ذخیره ارزش اسمی اندازه‌گیری می‌شود. در تعیین اجزای تعریف گسترده پول باید ویژگی‌ها و معیارهای ذیل برای ابزارهای مالی در نظر گرفته شوند:

- **قابلیت نقدشوندگی:** ابزارهای مالی با درجه نقدشوندگی بالا مانند اسکناس و سپرده‌های دیداری در تعریف محدود پول (مانند M1) وارد می‌شوند درحالی‌که دارایی‌های مالی با درجه نقدشوندگی پایین مانند سپرده‌های مدت‌دار در تعاریف گسترده پول در نظر گرفته می‌شوند.
- **سررسید:** مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده در شمول ابزارهای مالی در تعریف گسترده پول، سررسید است. در سطوح پایین کل‌های پولی ابزارهای با سررسید کوتاه مدت و در سطوح بالاتر کل‌های پولی ابزارهای با سررسید بلندمدت‌تر در نظر گرفته می‌شوند. برای مثال در اتحادیه اروپا، سپرده‌های مدت‌دار تا سقف سررسید حداکثر دو سال در تعریف M2 وارد می‌شوند درحالی‌که در برخی از کشورها مانند آمریکا، ابزارهای مالی فارغ از سررسید آن‌ها در تعریف کل‌های پولی در نظر گرفته می‌شوند.
- **هزینه‌های مبادلاتی<sup>۴</sup>:** تبدیل برخی از انواع دارایی‌های مالی به وجه نقد با هزینه‌های مبادلاتی و تأخیرهای زمانی زیاد همراه است. در حالی که سپرده‌ها و برخی از انواع اوراق بدهی بدون تحمیل هزینه‌های صریح به شکل کارمزد یا سایر هزینه‌های ضمنی ناشی از تأخیر در روند بازخرید قابل تبدیل هستند.
- **تقسیم‌پذیری<sup>۵</sup>:** یکی از ویژگی‌های پول که قابلیت نقدشوندگی آن را بالا می‌برد قابلیت تقسیم واحدهای بزرگ‌تر به واحدهای پولی کوچک‌تر است. به همین دلیل در تعریف گسترده پول، ابزارهای مالی با ارزش‌های بزرگ (بالاتر از یک آستانه معین) در نظر گرفته نمی‌شوند. آستانه‌ها بسته به شرایط هر کشور متفاوت تعیین می‌شود. برای مثال، در آمریکا سپرده‌های مدت‌دار با مقیاس بزرگ در تعریف M2 لحاظ نمی‌شوند و آستانه تعیین شده ۱۰۰ هزار دلار است.
- **بازدهی:** عموماً ابزارهای مالی که در تعریف سطوح بالاتر کل‌های پولی جای می‌گیرند بازده بالاتری از ابزارهای مالی مشمول در تعریف محدود پول دارند.
- **واحد پول داخلی/خارجی:** در یک اقتصاد، وسیله مبادله معمولاً بر حسب واحد پول داخلی است. ابزارهای مالی ارزی (مانند سپرده‌های ارزی) هم می‌توانند به‌عنوان وسیله مبادله تلقی شوند اگر بر حسب ارزش‌های قوی و جهان‌روا باشند و از مقبولیت جهت پرداخت برخوردار باشند. لذا می‌توان اسکناس و سپرده ارزی نزد اشخاص را در تعریف گسترده پول وارد کرد. برای مثال اتحادیه اروپا در تعاریف کل‌های پولی سپرده‌های ارزی (بر حسب تمامی واحدهای پولی) را در نظر می‌گیرد. اما مکزیک صرفاً سپرده‌های بر حسب دلار آمریکا را در تعریف کل‌های پولی وارد می‌کند.

در مجموع همانطور که گفته شد تعریف واحدی از کل‌های پولی در سطوح بالا بین کشورها وجود ندارد و لذا کشورها با استفاده از شرایط و ساختار اقتصادی و مالی و گستردگی ابزارهای مالی و همچنین ارتباط تجربی میان تعریف گسترده پول و متغیرهای کلیدی اقتصاد کلان شامل تولید و تورم تصمیم‌گیری می‌کنند که کدام ابزار مالی و با چه سررسیدی در تعریف گسترده پول قرار گیرد. انجام آزمون‌های مختلف بر روی تعاریف متفاوت از کل‌های پولی (در ابعاد وسیع آن) و تعیین درجه همبستگی آن‌ها با نرخ تورم می‌تواند سیاستگذار را در انتخاب هر چه بهتر تعریف گسترده پول کمک نماید.

<sup>1</sup> Money-issuing sectors

<sup>2</sup> Money-holding sectors

<sup>3</sup> Moneyness

<sup>4</sup> Transactions costs

<sup>5</sup> Divisibility



## ۲.۲ تعریف واحدهای نهادی

دسته‌بندی کل‌های پولی نیازمند تعریف واحدهای نهادی شامل ناشر پول، دارنده پول و بخش‌های پول-خنثی<sup>۱</sup> است. در ادامه بیشتر راجع به این سه دسته واحد نهادی توضیح داده می‌شود.

**ناشرین پول:** دایره ابزارهای مالی مشمول در تعریف گسترده پول به چگونگی تعریف ناشران پول بستگی دارد. در اغلب کشورها بانک مرکزی، بانک‌ها و مؤسسات سپرده‌پذیر تنها ناشرین پول محسوب می‌شوند. در برخی از کشورها نظیر برزیل، دولت مرکزی نیز به‌عنوان ناشر پول در نظر گرفته می‌شود. در برزیل بالاترین سطح از کل‌های پولی، M4 بوده که شامل اوراق بدهی منتشر شده توسط دولت است.

**دارندگان پول:** با توجه به این نکته مهم که پول در مفهوم وسیع، منعکس‌کننده قدرت خرید بالقوه تمامی دارندگان پول است، باید تعریف ارائه شده از دارندگان پول به‌طور مناسبی جامعیت داشته باشد. دارندگان پول معمولاً شامل بخش خصوصی مقیم غیربانکی (خانوارها، بنگاه‌های غیرمالی و دولت‌های محلی) است و واحدهای نهادی مانند دولت مرکزی، بانک مرکزی، مؤسسات سپرده‌پذیر و شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی وابسته به دولت از تعریف دارندگان پول کنار گذاشته می‌شوند. در بین کشورها تفاوت‌هایی به لحاظ دامنه شمول دارندگان پول وجود دارد.

**بخش‌های پول خنثی:** بخش‌های نهادی که نه ناشر پول و نه دارنده پول هستند بخش‌های پول-خنثی نامیده می‌شوند. افراد غیرمقیم و دولت مرکزی جزء بخش‌های پول خنثی هستند. سپرده‌های نگهداری شده توسط افراد غیرمقیم از تعریف گسترده پول کنار گذاشته می‌شود زیرا این سپرده‌ها معمولاً برای مبادلات بین‌المللی مورد استفاده قرار می‌گیرند تا مبادلات داخلی و بنابراین اثرات این سپرده‌ها بر اقتصاد داخلی نامشخص است. سپرده‌های دولت مرکزی نیز همواره در تعریف گسترده پول در نظر گرفته نمی‌شوند زیرا این سپرده‌ها برخلاف سپرده‌های بخش خصوصی به تغییرات نرخ سود، نرخ ارز و تغییرات در متغیرهای اقتصاد کلان واکنش نشان نمی‌دهند و این به دلیل ماهیت منحصر به فرد تأمین مالی دولت و نحوه مدیریت هزینه‌ها و درآمدهای دولت است. از همه مهم‌تر اینکه سپرده‌های دولت منعکس‌کننده تصمیم کوتاه مدت برای هزینه‌کرد نبوده زیرا هزینه‌های دولت محدود به سپرده‌هایش نیست.

## ۳. بررسی تجارب کشورها در استفاده از سطوح بالاتر کل‌های پولی

طبق بررسی‌های صورت گرفته در اغلب کشورها بالاترین سطح از کل‌های پولی، M3 است با این حال برخی از کشورها (نظیر انگلستان، برزیل، فیلیپین و مکزیک) M4 را تولید می‌کنند. از طرفی دیگر، برخی از کشورها مانند کره جنوبی و ژاپن علاوه بر تولید «پول در مفهوم وسیع» مبادرت به تولید کل‌های نقدینگی نموده‌اند که شامل برخی از ابزارهای مالی است که قابلیت نقدشوندگی بالایی دارند اما در تعریف کل‌های پولی قرار نمی‌گیرند مانند اوراق قرضه دولتی که در ژاپن به‌عنوان جزئی از نقدینگی در مفهوم وسیع<sup>۲</sup> محسوب می‌شود. در کره جنوبی، ابزارهای مالی با سررسید بالای دو سال صرفاً در تعریف نقدینگی قرار می‌گیرند و ابزارهای مالی کمتر از دو سال در تعریف M2 لحاظ می‌شود (در کره بعد از ژوئن ۲۰۰۶، تعریف نقدینگی جایگزین M3 شد).

در جدول (۱) تعاریف مختلف کل‌های پولی در هفت کشور و منطقه منتخب شامل اتحادیه اروپا، ایالات متحده، ژاپن، کره جنوبی، عربستان، ترکیه و برزیل مورد بررسی قرار گرفته است. علاوه بر آنکه در بین کشورها از نظر تعریف سطوح مختلف کل‌های پولی تفاوت‌هایی وجود دارد، در اجزای تشکیل دهنده هر یک از کل‌های پولی (به‌جز تعریف محدود پول، M1) تفاوت‌هایی نیز به چشم می‌خورد که می‌تواند ناشی از ساختارها و ویژگی‌های مختلف بازار مالی کشورها باشد. برای مثال در ایالات متحده، واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول (MMMFs)<sup>۳</sup> در تعریف M2 وارد می‌شود اما در ژاپن این ابزار مالی در تعریف کل‌های پولی و حتی نقدینگی وارد نمی‌شود. دلیل این امر آن است که در ایالات متحده واحدهای صندوق‌های بازار پول می‌تواند به‌واسطه چک یا سایر ابزارها به‌طور مستقیم برای پرداخت به شخص ثالث مورد استفاده قرار گیرد در حالی که در سایر کشورها ممکن است محدودیت‌هایی روی قابلیت انتقال این ابزار مالی اعمال شود (برای مثال، تعیین سقف تعداد چک‌های صادر شده در هر دوره زمانی و یا حداقل مبلغ هر چک). واحدهای صندوق‌های بازار پول در برخی از کشورها جایگزین نزدیک سپرده‌های قابل انتقال<sup>۴</sup> است. لذا واحدهای این صندوق‌ها بسیار نقدشونده هستند و یک ذخیره ارزش مطمئن تلقی می‌شود و بنابراین در تعریف پول به مفهوم وسیع در نظر گرفته می‌شود.

<sup>1</sup> Money-neutral sectors

<sup>2</sup> Broadly-defined liquidity

<sup>3</sup> Money market mutual funds

<sup>4</sup> Transferable deposits

سپرده قابل انتقال بدون هیچ محدودیت یا جریمه‌ای می‌تواند به میزان ارزش اسمی خود به فرد دیگری از طریق چک یا کارت انتقال یابد و برای پرداخت به شخص ثالث مورد استفاده قرار گیرد.



در اتحادیه اروپا سه سطح از تعریف کل‌های پولی وجود دارد. M1 شامل اسکناس و مسکوک در دست اشخاص و سپرده‌های شبانه است. M2 شامل M1 به علاوه سپرده‌های با سررسید تا دو سال و سپرده‌های پس‌انداز است. M3 شامل M2 به علاوه قراردادهای ریپو، واحد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول و اوراق بدهی تا سررسید دو سال است.

منظور از اوراق بدهی در جدول (۱)، اوراق منتشر شده توسط بانک مرکزی و بانک‌ها و مؤسسات سپرده‌پذیر است. اوراق قرضه منتشره توسط مؤسسات سپرده‌پذیر با سررسید کوتاه مدت هم قابلیت تبدیل به وجه نقد و یا سپرده در زمان کوتاه و نزدیک به ارزش اسمی اوراق را دارند و می‌توان آن‌ها را در تعریف پول در مفهوم وسیع آورد.

منظور از قراردادهای ریپو در جدول (۱) قراردادهای ریپو با دارندگان پول است زیرا در مواقعی که مؤسسات اعتباری وجه نقد دریافت می‌کنند همانند سپرده، بدهی ناشر به دارنده پول محسوب می‌شود و مانند سایر سپرده‌ها در تعریف گسترده پول قرار می‌گیرد و طبق حدود تعیین شده برای سررسید سپرده‌های مدت‌دار با این قراردادهای ریپو هم رفتار می‌شود. در رابطه با قراردادهای ریپو، با وجود اینکه مالکیت قانونی<sup>۱</sup> طی این قرارداد منتقل می‌شود اما مالکیت اقتصادی (که معیار تعریف پول است) تغییری نمی‌کند. سایر قراردادهای ریپو از جمله قراردادهای ریپو بانک‌ها با یکدیگر هنگامی که یک بانک وجه نقد دریافت می‌کند در دسته‌بندی وام قرار می‌گیرد و در تعریف گسترده پول لحاظ نمی‌شوند.

جدول ۱. کل‌های پولی در کشورهای منتخب

اجزای تشکیل‌دهنده کل‌های پولی در کشورهای منتخب											کشورها	
M4	سپرده‌های ارزی	اوراق بدهی	قراردادهای ریپو	صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول	M3	سپرده مدت‌دار	سپرده پس‌انداز	M2	سپرده دیداری	اسکناس و مسکوک در دست اشخاص	M1	
	M1,M2,M3	M3	M3	M3	×	M2	M2	×	M1	M1	×	اتحادیه اروپا
				M2		M2	M2	×	M1	M1	×	ایالات متحده
	M2,M3	L	L		×	M2	M2	×	M1	M1	×	ژاپن
	×		M3		×	M2	M2	×	M1	M1	×	عربستان
	M2,L	M2,L	M2	M2	×	M2	M2	×	M1	M1	×	کره جنوبی <sup>۲</sup>
	M3	M3	M3	M3	×	M2		×	M1	M1	×	ترکیه
×	M2	M2	M3	M3	×	M2	M2	×	M1	M1	×	برزیل

منبع: درگاه بانک‌های مرکزی

در جدول (۲) سعی شده است با توجه به دستورالعمل صندوق بین‌المللی پول به سه ضلع مختلف تعریف کل‌های پولی (ناشر و دارنده پول و ابزارهای مالی) در کشورهای منتخب پرداخته شود. همانطور که مشخص است ضرورتاً افزایش سطح کل‌های پولی (از تعریف محدود به تعریف وسیع پول) به معنای افزایش دامنه شمول ابزارهای مالی نیست. برای مثال در کره جنوبی علی‌رغم آنکه بالاترین سطح از کل‌های پولی، M2 است اما با این حال شامل ابزارهای مالی متعددی است البته در کره جنوبی همانطور که گفته شد تعریف نقدینگی (L) نیز وجود دارد. در ایالات متحده نیز پس از یک دوره تغییرات عمده در تعریف کل‌های پولی در نهایت M2 به عنوان تعریف پول در مفهوم وسیع مورد استفاده قرار گرفته است (از زمان تولید و انتشار کل‌های پولی در سال ۱۹۶۰ در ایالات متحده تا سال ۱۹۷۱ تنها سری M1 تولید می‌شد. طی سال‌های ۱۹۷۱ تا ۱۹۸۰، کل‌های پولی در پنج سطح شامل M1 تا M5 تولید می‌شد اما در دهه ۹۰ تغییرات عمده‌ای

<sup>۱</sup> Legal ownership

<sup>۲</sup> در L هیچ محدودیتی بر روی سررسید ابزارهای مالی تعیین نمی‌شود در حالی که در M2 ابزارهای مالی نظیر اوراق و سپرده مدت‌دار صرفاً تا سقف سررسید دو سال در تعریف وارد می‌شوند.



در تعریف کل‌های پولی ایجاد شد و در نهایت با تغییر تعریف M2 و گسترده کردن دایره شمول ابزارهای مالی این سطح از کل پولی جای سطوح بالاتری مانند M3 را گرفت (از ماه مارس ۲۰۰۶، انتشار M3 توسط فدرال رزرو متوقف شد و دلیل آن هم این طور اعلام شد که به نظر نمی‌رسد M3 اطلاعات مهمی در رابطه با تحولات اقتصاد آمریکا بیش از آنچه از M2 استخراج می‌شود به دست دهد و لذا هزینه تولید و انتشار این آمار بیشتر از منافع آن است و اقلامی که در M3 بوده و در M2 نیست به صورت قلم مجزا منتشر می‌شود).

جدول ۲. معیارهای اصلی در تعریف تعاریف گسترده پول و نقدینگی در کشورهای منتخب

کشورها	تعریف گسترده پول/نقدینگی	ناشر پول	دارنده پول	ابزارهای مالی	تعیین سررسید برای سپرده‌های مدت‌دار	پول داخلی/خارجی
اتحادیه اروپا	M3	مؤسسات پولی و مالی <sup>۱</sup> (MFIs) و دولت مرکزی	تمامی افراد مقیم در منطقه یورو به جز دولت مرکزی و مؤسسات پولی. دولت‌های منطقه‌ای و صندوق‌های تأمین اجتماعی و مؤسسات بیمه جزء دارندگان پول محسوب می‌شوند.	اسکناس در جریان و سپرده‌های شبانه؛ سپرده‌ها با سررسید تا دو سال؛ قراردادهای ریپو (به جز قراردادهای ریپو با اتاق پایاپای طرف معامله مرکزی <sup>۲</sup> )، واحدهای صندوق بازار پول و اوراق بازار پول، اوراق بدهی تا سررسید دو سال	سررسید تا دو سال	بر حسب پول داخلی و خارجی
ایالات متحده	M2	تمامی مؤسسات سپرده‌پذیر، سیستم فدرال رزرو، بانک‌های تجاری، مؤسسات پس‌انداز، اتحادیه‌های اعتباری و صندوق‌های بازار پول	تمامی افراد مقیم آمریکا	اسکناس و مسکوک خارج از خزانه‌داری آمریکا، بانک‌های فدرال رزرو و شرکت‌های تراست سپرده‌گذاری <sup>۳</sup> (DTCs)؛ چک‌های مسافرتی ناشرین غیربانکی؛ سپرده‌های دیداری؛ سپرده‌های پس‌انداز (فارغ از مبلغ سپرده)؛ سپرده‌های مدت‌دار زیر ۱۰۰ هزار دلار (به جز حساب‌های بازنشستگی فردی؛ و برنامه‌های بازنشستگی خویش‌فرمایی)؛ واحد صندوق‌های بازار پول؛ قراردادهای ریپو و اوراق بدهی در این تعریف نمی‌آید.	بدون تعیین سررسید مشخص	صرفاً بر حسب پول داخلی
ژاپن	L	بانک مرکزی ژاپن، دولت مرکزی، مؤسسات سپرده‌پذیر	مؤسسات غیرمالی، افراد، دولت‌های محلی شامل شهرداری‌ها.	اسکناس و مسکوک نزد دارندگان پول، سپرده‌های دیداری، سپرده‌های مدت‌دار	بدون تعیین سررسید مشخص	بر حسب پول داخلی و خارجی

<sup>1</sup> Monetary Financial Institutions (MFIs)

بر اساس تعریف ECB شامل بانک‌های مرکزی کشورهای عضو، مؤسسات اعتباری مقیم، مؤسسات سپرده‌پذیر، صندوق‌های بازار پول و ... است.

<sup>2</sup> Central clearing counterparty

<sup>3</sup> Depository trust companies

<sup>4</sup> Individual retirement accounts (IRA)

<sup>۵</sup> در ایالات متحده M2 شامل واحدهای صندوق‌های بازار پول است که با هدف انجام تراکنش مورد استفاده قرار می‌گیرند و متعلق به افراد است (یا به اصطلاح مانده‌های خرد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول) و نه مؤسسات. مانده‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول که متعلق به مؤسسات است به صورت قلم انفرادی منتشر می‌شود.



		و سپرده‌های ارزی، گواهی سپرده مؤسسات سپرده پذیر، اوراق قرضه (دولت ژاپن و خارجی)، اوراق قرضه تجاری منتشره توسط مؤسسات مالی، قراردادهای ریپو، اوراق قرضه بانک‌ها، تراست‌های سرمایه‌گذاری <sup>۶</sup> و پولی <sup>۷</sup>	نهادهایی مانند دولت مرکزی، بانک مرکزی، مؤسسات سپرده‌پذیر، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های زیرمجموعه هلدینگ بانک‌ها و بیمه‌ها و همچنین افراد غیرمقیم از دارندگان پول کنار گذاشته می‌شوند.	شامل: بانک‌های دارای مجوز، پست بانک، بانک‌های خارجی در ژاپن، بانک‌های شینکین <sup>۱</sup> ، بانک مرکزی شینکین، بانک نورینچوکین <sup>۲</sup> ، بانک شوکو چوکین <sup>۳</sup> ، بانک‌های شینکومی <sup>۴</sup> ، بانک‌های کار <sup>۵</sup> ، تعاونی‌های اعتباری کشاورزی و ماهیگیری.		
بر حسب پول داخلی و خارجی	بدون تعیین سررسید مشخص	اسکناس و مسکوک خارج از بانک‌ها (اسکناس و مسکوک منتشر شده توسط مقام پولی عربستان منهای اسکناس و مسکوک نگهداری شده توسط بانک‌های تجاری)؛ سپرده‌های دیداری بر حسب پول ملی؛ سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار، سپرده‌های ارزی؛ سپرده برای گشایش اعتبارات اسنادی؛ قراردادهای ریپو بانک‌ها با بخش خصوصی	بنگاه‌ها، افراد و نهادهای دولتی	مقام پولی عربستان سعودی <sup>۱</sup> و بانک‌های تجاری	M3	عربستان
بر حسب پول داخلی و خارجی	بدون سررسید مشخص	اسکناس و مسکوک در جریان (منهای اسکناس و مسکوکات یادبود)، سپرده‌های دیداری، سپرده‌های پس‌انداز قابل انتقال، سپرده‌های مدت‌دار، واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول، یونیت‌های تراست، گواهی سپرده، قراردادهای ریپو،	خانوارها و مؤسسات غیرمالی	بانک مرکزی کره، بانک‌های تجاری (شامل شعبه‌های بانک‌های خارجی در کره)، بانک‌های تخصصی، اگزیم‌بانک‌ها، شرکت‌های تراست، تعاونی‌ها و	L	کره جنوبی

<sup>1</sup> Shinkin banks

بانک‌های شینکین، تعاونی‌های اعتباری منطقه‌ای هستند که به بنگاه‌های کوچک و متوسط و مردم محلی خدمات مالی ارائه می‌دهند و تحت نظارت بانک مرکزی شینکین فعالیت می‌کنند.

<sup>2</sup> Norinchukin Bank

تعاونی اعتباری که در حوزه کشاورزی، جنگلداری و ماهیگیری مبادرت به ارائه خدمات می‌کند

<sup>3</sup> Shoko Chukin Bank

<sup>4</sup> Shinkumi banks

<sup>5</sup> Labour Bank

<sup>6</sup> Investment trusts

شکلی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که از طریق مبادله دارایی‌ها و دادوستد سهام شرکت‌ها درآمد کسب می‌کند. دارایی‌های یک تراست عموماً در قالب وجه نقد، اوراق بهادار و سهام شرکت‌ها است. سهام تراست‌های سرمایه‌گذاری نیز همانند سهام شرکت‌های عمومی در بورس اوراق بهادار دادوستد می‌شود. باینکه یونیت تراست‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری شباهت‌های زیادی با هم دارند، اما تفاوت‌های عمده‌ای بین آن‌ها وجود دارد. این صندوق‌ها که اولین بار در انگلستان راه‌اندازی شدند بیشتر به سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه تمایل دارند و به همین دلیل گاهی اوقات صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرفعال نیز نامیده می‌شوند.

<sup>7</sup> Pecuniary trusts

<sup>8</sup> Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA)



		اوراق قرضه (منتشره توسط دولت و شرکت‌ها)		اتحادیه‌های اعتباری، پست‌بانک، دولت مرکزی		
بر حسب پول داخلی و خارجی	تا دو سال	اسکناس و مسکوک در جریان، سپرده‌های دیداری، سپرده‌های مدت‌دار، قراردادهای ریپو، صندوق‌های بازار پول، اوراق بدهی منتشر شده توسط بانک‌ها با سررسید حداکثر دو سال (و بر حسب لیر ترکیه)	خانوارها و مؤسسات غیرمالی	بانک مرکزی، بانک‌های تجاری، بانک‌های مشارکتی <sup>۱</sup> ، سرمایه‌گذاری و توسعه‌ای	M3	ترکیه
بر حسب پول داخلی و خارجی	بدون سررسید مشخص	اسکناس و مسکوک نزد اشخاص و سپرده دیداری (M1) به‌علاوه سپرده‌های مدت‌دار، سپرده‌های پس انداز، اوراق بهادار منتشر شده توسط مؤسسات سپرده‌پذیر (M2) به‌علاوه واحدهای صندوق‌های بازار پول و قراردادهای ریپو با دارندگان پول (M3) به‌علاوه اوراق بدهی منتشر شده توسط دولت مرکزی در دست دارندگان پول (M4)	بخش خصوصی غیرمالی (بنگاه‌ها و خانوارها)، شرکت‌های غیرمالی دولتی، دولت‌های محلی و ایالتی	بانک مرکزی، مؤسسات سپرده‌پذیر و دولت مرکزی*	M4	برزیل

\* دولت مرکزی صرفاً در تعریف M4 ناشر پول است و در تعاریف دیگر کل‌های پولی حضور ندارد. مؤسسات سپرده‌پذیر شامل بانک مرکزی، بانک‌های تجاری، بانک پس‌انداز فدرال، تعاونی‌های اعتباری، بانک‌های توسعه‌ای و سرمایه‌گذاری، شرکت‌های اعتباری، مالی و سرمایه‌گذاری، مؤسسات پس‌انداز و وام<sup>۲</sup>، شرکت‌های رهنی<sup>۳</sup>، شرکت‌های اعتباری املاک<sup>۴</sup> و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالی بازار پول می‌باشد.

### ۱.۳ دارایی‌های مالی غیرمشمول در تعریف پول در مفهوم وسیع

بر اساس مطالعه تجارب کشورهای مشاهده می‌شود که سهام، واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری (غیر از واحدهای صندوق‌های بازار پول)، مشتقات مالی، بیمه زندگی، طرح‌های بازنشستگی در تعریف گسترده پول وارد نمی‌شوند. سهام از طریق فروش در بازار سهام به پول تبدیل می‌شود با این حال این ابزار مالی نوسان قیمت را تجربه می‌کند و فروش آن با هزینه مبادله و تأخیر همراه است و به این دلیل در تعریف گسترده پول وارد نمی‌شود (البته واحدهای صندوق‌های بازار پول به دلیل ماهیت متفاوت آن‌ها در تعریف گسترده پول وارد می‌شوند). مشتقات مالی هم با این که قابل معامله هستند اما به دلیل نوسانات قیمتی و فقدان کارکرد حفظ ارزش در صورت کاهش قیمت در تعریف گسترده پول لحاظ نمی‌شوند.

سپرده‌های مربوط به بیمه زندگی و طرح‌های بازنشستگی غیرنقدشونده هستند (به دلیل جریمه‌های مالی سنگینی که خروج از این طرح‌ها در بردارند) و لذا در تعریف گسترده پول جای نمی‌گیرند. علی‌رغم آنکه طرح‌های پس‌انداز بلندمدت توسط خانوارها باهدف خرید مسکن، تأمین مالی تحصیل فرزندان در دانشگاه و درآمد مکمل بازنشستگی قبل از سررسید قابل بازپرداخت بوده ولی برداشت پیش از موعد این سپرده‌ها با جریمه‌هایی از جمله عدم بهره‌مندی از مزایای طرح، کاهش یا حذف کامل درآمد بهره و پرداخت مالیات همراه است و بنابراین این سپرده‌ها به‌عنوان آخرین نجات‌دهنده (LOLR) برای دارندگان آن‌ها محسوب می‌شود و به‌ندرت دارندگان این سپرده‌ها مبادرت به دریافت پیش از موعد آن می‌نمایند و لذا این سپرده‌های بلندمدت در تعریف گسترده پول وارد نمی‌شوند.

<sup>1</sup> Participation Banks

<sup>2</sup> Savings and loan institutions

<sup>3</sup> Mortgage companies

<sup>4</sup> Real estate credit companies



### ۲.۳ نگاهی به تعریف نقدینگی در برخی از کشورها

مطالعه تجارب کشورها نشان می‌دهد در کشورهای معدودی مانند ژاپن و کره جنوبی علاوه بر تعریف پول در مفهوم وسیع، تعریفی از نقدینگی نیز ارائه می‌شود. در ژاپن، «نقدینگی در مفهوم وسیع»<sup>۱</sup> شامل M3 به علاوه اوراق بهادار دولت، اسناد قرضه تجاری منتشره توسط مؤسسات مالی، اوراق قرضه بانکها، تراست‌های سرمایه‌گذاری، تراست‌های پولی و اوراق قرضه خارجی است.

بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ نشان داد که پول در مفهوم وسیع ممکن است نتواند به خوبی تمامی ابزارها و مکانیزم‌های تولیدکننده نقدینگی را به دلیل اهمیت مؤسسات مالی غیر از بانکها و مؤسسات سپرده‌پذیر پوشش دهد. کل‌های نقدینگی (شامل بدهی‌های سایر ناشران پول) تصویر کامل‌تری از نقدینگی در دسترس در اقتصاد را به نسبت پول در مفهوم وسیع ارائه می‌دهد. صندوق بین‌المللی پول، مفهوم نقدینگی و کل‌های نقدینگی را از منظر ناشر بدهی‌های مالی این‌طور تعریف می‌کند: نقدینگی مجموع پول در مفهوم وسیع و بدهی‌های سایر ناشرین (به غیر از ناشرین در نظر گرفته شده در پول به مفهوم وسیع) که تا حدی قابلیت نقدشوندگی دارند. برای مثال، در کنار مؤسسات سپرده‌پذیر، دولت مرکزی هم به عنوان ناشر نقدینگی حضور دارد و اوراق بدهی منتشر شده توسط دولت مرکزی در تعریف نقدینگی لحاظ می‌شود.

یکی از تفاوت‌های مهم در ابزارهای مالی در نظر گرفته شده در تعریف پول در مفهوم وسیع و ابزارهای مالی در تعریف نقدینگی، به سررسید این دو دسته از ابزارها برمی‌گردد. در نقدینگی بر خلاف پول در مفهوم وسیع، ابزارهای با سررسید طولانی مدت‌تر وارد می‌شوند. برای مثال در کره جنوبی، همانطور که اشاره شد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از دو سال در تعریف نقدینگی وارد می‌شود. آنچه مسلم است، سهام (به جز واحدهای صندوق‌های بازار پول) به دلیل ویژگی‌هایی که به آن‌ها در بخش قبلی اشاره شد، حتی در تعریف نقدینگی در کشورها و همچنین دستورالعمل صندوق بین‌المللی پول وارد نمی‌شود.

### ۴. مقایسه آمار کل‌های پولی در ایران با دستورالعمل صندوق بین‌المللی پول و تجارب جهانی<sup>۲</sup>

در این بخش با توجه به آخرین نسخه از راهنمای صندوق بین‌المللی پول و همچنین تجارب کشورها، میزان انطباق آمارهای پولی کشور با استانداردها و رویه‌ها معمول بین‌المللی ارزیابی می‌شود.

#### ۱.۴ اختلاف تعریف پایه پولی از تعریف استاندارد صندوق

مطابق آمارهای پولی کشور، پایه پولی به صورت محدود<sup>۳</sup> و به صورت مجموع اسکناس و مسکوک در جریان (شامل اسکناس و مسکوک در دست اشخاص، اسکناس و مسکوک نزد بانکها و مؤسسات اعتباری غیربانکی)، سپرده‌های قانونی و سپرده‌های دیداری ریالی و ارزی بانکها و مؤسسات اعتباری نزد بانک مرکزی تعریف می‌شود. این در حالی است که بر اساس استاندارد صندوق بین‌المللی پول، کشورهای عضو بایستی در تعریف پایه پولی از تعریف وسیع آن استفاده نمایند. تعریف وسیع پایه پولی مطابق استاندارد صندوق بین‌المللی پول برای آمارهای پولی کشور علاوه بر موارد مذکور شامل سپرده‌های شرکت‌های دولتی و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی (شهرداریها) نزد بانک مرکزی و اوراق مشارکت یا ودیعه منتشره بانک مرکزی (که سررسید نشده و در دست اشخاص قرار دارند) نیز هست.

با توجه به صفر بودن رقم اوراق مشارکت منتشره بانک مرکزی و حجم اندک سپرده‌های شرکتها و مؤسسات دولتی نزد بانک مرکزی (در سال ۹۸ این میزان ۵۶۵۰۰ میلیارد ریال بوده است)، مقادیر پایه پولی در دو فرمت تفاوت قابل ملاحظه‌ای با یکدیگر ندارند. اما بر اساس تصمیم اخیر بانک مرکزی در انتشار اوراق ودیعه در سال جاری اجرای این طرح سبب اختلاف هر چه بیشتر این دو تعریف نسبت به سال‌های گذشته (که حجم اوراق مشارکت بانک مرکزی در دست اشخاص صفر بوده) می‌شود.

### ۲.۴ تورش برخی از اجزای پایه پولی: استفاده از معیار واحد پول به جای مقیم بودن

علت اصلی تفاوت در طبقه‌بندی بخشها و زیربخش‌های اقتصادی و همچنین داراییها و بدهی‌های مالی در آمارهای پولی کشور با استاندارد صندوق، استفاده از معیار «واحد پول» به جای معیار «مقیم بودن» در آمارهای پولی است. استفاده از معیار «واحد پول» در طبقه‌بندی بخشها و زیربخش‌های اقتصادی کشور موجب می‌شود برخی از بدهی‌های انواع بخشها و زیربخشها که منشأ داخلی دارند ولی به پول

<sup>1</sup> Broadly defined liquidity

<sup>۲</sup> این بخش برگرفته از نتایج طرح تحقیقاتی «تهیه آمارهای پولی و مالی ایران بر اساس دستورالعمل صندوق بین‌المللی پول» است که در پژوهشکده پولی و بانکی به مدیریت ابوالفضل اکرمی مدیر کل اقتصادی سابق بانک مرکزی انجام گرفت.

<sup>3</sup> Narrow





خارجی هستند - در بخش خارجی طبقه‌بندی شود. همچنین این عمل باعث می‌شود برخی از بدهی‌های انواع بخش‌ها و زیربخش‌ها که منشأ خارجی دارند - ولی به پول داخلی هستند - در بخش داخلی طبقه‌بندی شوند. این در حالیست که استفاده از «معیار مقیم بودن» در بخش بندی واحدهای نهادی در آمارهای پولی کشور، سبب طبقه‌بندی دارایی‌ها و بدهی‌های مالی در بخش‌ها و زیربخش‌های مربوطه شده و تحلیل‌ها را به واقعیت نزدیک‌تر می‌کند.

در صورت استفاده از «معیار مقیم بودن» بایستی سپرده‌های ارزی دولت نزد بانک مرکزی که منشأ داخلی داشته در گروه بدهی‌های داخلی (سپرده‌های بخش دولتی) طبقه‌بندی گردد. در حالی که استفاده از معیار «واحد پول» باعث می‌شود تا سپرده‌های ارزی دولت نزد بانک مرکزی در گروه بدهی‌های خارجی بانک مرکزی طبقه‌بندی شود و در نتیجه آن کاهش این متغیر باعث افزایش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی گردد. این امر منجر به انجام تحلیل نادرست از سوی برخی تحلیل‌گران اقتصادی می‌شود. تحلیل‌گران پس از بررسی دقیق آمارها متوجه خواهند شد که افزایش خالص دارایی‌های خارجی منشأ داخلی (و نه خارجی) دارد. در مجموع، عدم طبقه‌بندی صحیح دارایی‌ها و بدهی‌های مالی در آمارهای کنونی کشور می‌تواند مشکلات زیادی را ایجاد نماید؛ این درحالی است که طبقه‌بندی صحیح سرفصل‌ها از یک سو بر شفافیت آمارهای پولی افزوده و تحلیل سیاست‌های پولی را تسهیل می‌نماید و از سوی دیگر وجهه بانک مرکزی را در تولید آمارهای پولی در محافل علمی داخلی و بین‌المللی بهبود خواهد بخشید.

### ۳.۴ تفاوت تعریف نقدینگی در آمارهای پولی کشور با تعریف پول در مفهوم وسیع

برخلاف تجربه سایر کشورها در زمینه تعریف پول و نقدینگی در مفهوم وسیع که شامل دامنه گسترده‌ای از ابزارهای مالی می‌شود، آخرین سطح از کل‌های پولی در کشور یا همان نقدینگی (M2) صرفاً شامل اسکناس و مسکوک در دست اشخاص و سپرده‌های ریالی بخش غیردولتی (شامل سپرده‌های دیداری و غیردیداری<sup>۱</sup>) است.

در آمارهای پولی کشور عبارت «پول در مفهوم وسیع» به اشتباه «نقدینگی» ترجمه شده است. تعریف نقدینگی گسترده‌تر از تعریف پول در مفهوم وسیع بوده و علاوه بر بدهی‌های پول در مفهوم وسیع، شامل بدهی‌های دیگری است که توسط سایر بخش‌ها منتشر شده و درجه نقدینگی این بدهی‌ها کمتر از درجه نقدینگی اجزای پول در مفهوم وسیع است. تعریف پول در مفهوم وسیع در ایران دارای نقایصی است که در ادامه به آن‌ها پرداخته می‌شود:

- **سپرده شرکت‌های دولتی و نهادهای عمومی غیردولتی** (مانند شهرداری‌ها) نزد سیستم بانکی در داخل تعریف پول در مفهوم وسیع قرار ندارد.
- **سپرده‌های دیداری، پس‌انداز و مدت‌دار ارزی اشخاص مقیم** در تعریف پول در مفهوم وسیع قرار ندارد و در حال حاضر تحت عنوان بدهی‌های خارجی طبقه‌بندی می‌شوند.

بر اساس چارچوب صندوق بین‌المللی پول، تعریف نقدینگی در آمارهای پولی کشور به سمت پایین‌تورش دارد و به نوعی کم‌برآوردی دارد. همچنین با توجه به تعریف نقدینگی در آمارهای پولی ایران مشخص می‌شود که در حال حاضر نقدینگی شامل تمامی ابزارهای مالی نقد اسناد خزانه، اوراق مالی دولتی و ... نیست. این امر قابلیت مقایسه آمارهای پولی کشور را با آمارهای نظیر کشورهای دیگر با مشکل مواجه ساخته است. ضمناً در مطالعات تجربی نیز لازم است نقدینگی شامل تمام ابزارهای مالی نقد باشد. بدیهی است با گسترده‌تر شدن ابزارهای مالی در بازارهای پولی، اهمیت این موضوع دوچندان می‌شود.

با اجرای طرح فروش اوراق ودیعه بانک مرکزی، اهمیت در نظر گرفتن این اوراق در تعریف نقدینگی دوچندان می‌شود. زیرا در صورت عدم در نظر گرفتن آن و همچنین کم شدن اسکناس و مسکوک در دست اشخاص (در نتیجه خرید اوراق توسط مردم)، حجم نقدینگی با فرض ثبات سایر اجزا کاهش می‌یابد. این در حالی است که اوراق ودیعه بانک مرکزی جزئی از تعهدات و بدهی‌های بانک مرکزی است و می‌بایست در ترازنامه بانک در سمت بدهی‌ها و جزئی از نقدینگی وارد شود.

همانطور که گفته شد واحدهای صندوق‌های بازار پول در نقدینگی در مفهوم وسیع قرار می‌گیرند. مشابه این صندوق‌ها در بازار سرمایه ایران صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت<sup>۲</sup> هستند که دارایی‌های خود را در گواهی سپرده بانکی، اسناد خزانه و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌کنند. باقی‌مانده دارایی‌های صندوق نیز به اختیار مدیر صندوق (تا سقف ۱۵ درصد) می‌تواند در سهام

<sup>۱</sup> سپرده‌های غیردیداری شامل سپرده‌های کوتاه مدت، بلندمدت، قرض الحسنه پس‌انداز و سایر سپرده‌ها نزد بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی می‌باشد. گواهی سپرده در قلم سایر سپرده‌ها قرار می‌گیرد. علاوه بر این، سایر سپرده‌ها شامل پیش‌دریافت از مشتریان بابت اعتبارات اسنادی، وجوه اداره شده مصرف نشده، سپرده نقدی ضمانت‌نامه‌ها، پیش‌دریافت از مشتریان بابت تسهیلات اجاره به شرط تملیک، پیش‌دریافت از مشتریان بابت سایر تسهیلات، پس‌انداز کارکنان، صندوق بازنشستگی کارکنان، پس‌انداز کارکنان دولت، سپرده خرید مسکن و سپرده صندوق پس‌انداز مسکن می‌باشد.

<sup>۲</sup> Fixed-Income Fund



سرمایه‌گذاری می‌شود. اما تفاوت‌هایی نیز با صندوق‌های بازار پول دارند که مهم‌ترین آن‌ها سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بلندمدت است که جزئی از نقدینگی قرار نمی‌گیرند. در صندوق‌های بازار پول در اوراق با سررسید حداکثر یک سال و با رتبه‌بندی اعتباری بالا سرمایه‌گذاری انجام می‌شود و به این دلیل درجه نقدشوندگی ابزارهای مالی صندوق بسیار بالاتر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت است. در نتیجه ابزارهای مالی در صندوق‌های بازار پول زیرمجموعه‌ای از ابزارهای موجود در صندوق‌های با درآمد ثابت است. با توجه به تفاوت‌های مذکور و بر اساس تجارب بین‌المللی، لحاظ واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت در تعریف پول در مفهوم وسیع توصیه نمی‌شود.

## ۵. ضرورت مطرح شدن سطوح بالاتر کل‌های پولی در اقتصاد ایران

پول در مفهوم وسیع یک تعریف استاندارد و مناسب برای همه کشورها و در تمامی دوره‌های زمانی ندارد زیرا بسته به ساختار بازارهای مالی و شرایط اقتصادی هر کشور در هر زمان قابل تغییر است. در اقتصاد ایران نیز با توجه به تحولات دهه اخیر در زمینه معرفی ابزارهای مالی نوین و تغییرات ساختاری در بازار سرمایه و پول بازنگری تعریف کل‌های پولی ضرورت دارد. زیرا همانطور که گفته شد مهم‌ترین اصل در بازنگری تعریف پول در مفهوم وسیع، توانایی این متغیر کلیدی در پیش‌بینی تحولات متغیرهای مهمی نظیر نرخ تورم است. هر چه ابزارهای مالی در یک اقتصاد قدرت نقدشوندگی بیشتری داشته باشند و با صرف هزینه (یا جریمه) کمتر و با تأخیر زمانی بسیار کوتاه قابلیت تبدیل به نقد داشته باشند آنگاه خانوارها از پتانسیل قدرت خرید بیشتری برخوردار هستند و لذا فشارهای تورمی افزایش خواهد یافت.

نوآوری‌های مالی و ظهور روش‌های نوین پرداخت نقش بسزایی در تغییر تعریف کل‌های پول داشته است. دستگاه‌های خودپرداز، کارت‌های بدهی، انتقال الکترونیکی و برخط وجوه (با کاهش هزینه و زمان نقل و انتقالات) در کنار ابزارهای نوین مالی نظیر سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازار پول باعث شده تا تحولات جدی در تعریف پول و نقدینگی در مفهوم وسیع ایجاد گردد. در نتیجه معرفی ابزارهای نوین مالی، بهره‌مندی از سود و بازده بالاتر (از سپرده‌گذاری در بانک) در کنار قابلیت سریع و کم‌هزینه انتقال وجه برای پرداخت عملاً دامنه شمول ابزارهایی که کارکرد پول را دارا هستند را وسیع‌تر کرده و تقاضا برای نگهداری اسکناس و سپرده‌های دیداری و پس‌انداز که سود پایین‌تری دارند را کاهش داده است. این نوآوری‌ها رقابت میان انواع مختلف واسطه‌های مالی بانکی و غیربانکی در ایجاد بدهی‌هایی که به سادگی قابل تبدیل به نقد خواهند بود را به‌طور جدی افزایش داده و ایجاد دارایی‌های جدید مانند صندوق‌های مشترک بازار پول و غیره را ممکن ساخته است.

امروزه دارایی‌های مالی متنوعی که کارکردهای پول را با درجات متفاوتی ایفا می‌کنند در اقتصادهای مختلف وجود دارند. این دارایی‌ها در کنار بازده بالاتر (نسبت به سپرده‌های دیداری و پس‌انداز و حتی سپرده‌های مدت‌دار) کارکرد وسیله مبادله بودن پول را نیز به نحو مطلوبی تأمین می‌کنند. برای مثال، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های با درآمد ثابت بانک‌ها همواره به‌عنوان پیشنهاد جایگزین سپرده‌های بانکی برای بهره‌مندی از سود بیشتر محسوب می‌شود. این واحدها قابل ابطال بوده و با توجه به ساختار سرمایه‌گذاری این صندوق‌های با درآمد ثابت از ریسک پایینی برخوردار هستند.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که نه در راهنمای صندوق بین‌المللی پول و نه بر اساس تجارب کشورهای منتخب، سهام به دلایلی همچون نوسانات قیمتی و در نتیجه کارکرد به‌عنوان ذخیره ارزش و همچنین هزینه معامله و تأخیر زمانی در تبدیل به نقد در تعریف پول در مفهوم وسیع و حتی تعریف نقدینگی وارد نمی‌شود. علی‌رغم آنکه شاید در شرایط وجود رونق در بازار سرمایه دلایل ذکر شده بالاخص در رابطه با کارکرد حفظ ارزش دارایی سهام چندان قابلیت دفاع ندارد ولی نمی‌توان ریسک بالقوه کاهش ارزش سهام را نادیده گرفت و لذا شاید به همین دلیل باشد که در کشورهایی که علاوه بر کل‌های پولی، نقدینگی در مفهوم وسیع نیز در آن‌ها تولید می‌شود هم سهام در نظر گرفته نمی‌شود و صرفاً اوراق بدهی مؤسسات مالی و اوراق بهادار دولتی بدون ریسک در تعریف وارد می‌شود.

در رابطه با سپرده‌های ارزی در اقتصادهای دلاریزه شده که ارزهای قوی از مقبولیت بالایی برخوردار هستند، این سپرده‌ها می‌توانند جایگزین نزدیکی برای وجه نقد داخلی باشند و به‌عنوان وسیله مبادله مورد استفاده قرار گیرند. در این شرایط عدم لحاظ این سپرده‌ها در تعریف پول می‌تواند میزان قدرت خرید موجود در اقتصاد و فشار تورمی را کمتر از حد برآورد کند.

## ۶. جمع‌بندی و ارائه پیشنهادات

در سال‌های اخیر با توجه به تحولات در ابزارهای مالی در ایران لازم است تعریف وسیعی از پول برای درک بهتر تحولات تورمی ارائه گردد. در راستای تحقق این امر، همانطور که گفته شد، باید در تعریف پول در مفهوم وسیع باید سه بعد مهم ناشر پول، دارندگان پول و ابزارهای مالی تعیین تکلیف شود. در رابطه با آمارهای پولی کشور، لازم است در خصوص دارندگان پول تجدید نظر جدی صورت گیرد زیرا در حال حاضر شرکت‌های دولتی و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی جزء دارندگان پول محسوب نمی‌شوند و لذا سپرده‌های آن‌ها در سیستم





بانکی نیز جزئی از تعریف پول در مفهوم وسیع نمی‌باشد. این در حالی است که بر اساس راهنمای صندوق بین‌المللی پول و همچنین تجارب جهانی، صرفاً دولت مرکزی از دارندگان پول کنار گذاشته می‌شود و دولت‌های محلی، شهرداری‌ها، شرکت‌های غیرمالی دولتی و نهادهای عمومی در تعریف دارندگان پول لحاظ می‌شوند.

در رابطه با ناشران پول نیز طبق تجربیات جهانی، اتحادیه‌ها و تعاونی‌های اعتباری<sup>۱</sup> نیز جزئی از تعریف مؤسسات سپرده‌پذیر قرار می‌گیرند. علی‌رغم اقدامات مؤثری که بانک مرکزی در ساماندهی مؤسسات اعتباری غیرمجاز و افزایش پوشش آماری مؤسسات اعتباری غیربانکی مجاز در سال‌های اخیر انجام داده است اما کماکان تعاونی‌های اعتباری<sup>۲</sup> به‌صورت مجزا به‌عنوان ناشر پول در تعریف کل‌های پولی وارد نمی‌شوند. البته با توجه به اینکه بخش قابل توجهی از سپرده‌های جذب شده، توسط مدیران این تعاونی‌ها در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی سپرده‌گذاری می‌شود، لذا به‌صورت غیرمستقیم در کل‌های پولی وارد می‌شوند. با این وجود فقدان آمارهای دقیق سپرده‌گذاری اشخاص در این تعاونی‌های اعتباری یکی از چالش‌های لحاظ آن‌ها به‌عنوان ناشر پول در تعاریف کل‌های پولی همانند سایر کشورهاست. در رابطه با ابزارهای مالی، اوراق بهادار به‌جز سهام می‌توانند با توجه به سررسید و ناشر اوراق در تعریف پول یا نقدینگی در مفهوم وسیع وارد شوند. برای مثال اوراق بدهی دولتی با سررسید کمتر از دو سال می‌تواند در M3 و بالای دو سال در تعریف نقدینگی وارد شود. با توجه به این توضیحات، در جدول ۳، اقلامی که بایستی در بازتعریف کل‌های پولی و نقدینگی در اقتصاد ایران در نظر گرفته شوند آورده شده است.

جدول ۳. بازتعریف کل‌های پولی در اقتصاد ایران

اصلاحات مورد نیاز در راستای انطباق با آمارهای پولی سایر کشورها	اجزای فعلی	کل‌های پولی
لحاظ سپرده‌های دیداری شرکت‌های دولتی و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی (شهرداری‌ها) نزد بانک مرکزی و اوراق ودیعه بانک مرکزی (در صورت انتشار)	اسکناس و مسکوک در جریان (اسکناس و مسکوک در دست اشخاص و اسکناس و مسکوک نزد بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی) و سپرده‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نزد بانک مرکزی	پایه پولی
سپرده‌های دیداری شرکت‌های دولتی و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی (شهرداری‌ها) نزد سیستم بانکی، سپرده‌های دیداری ارزی اشخاص مقیم	اسکناس و مسکوک در دست اشخاص و سپرده‌های دیداری بخش غیردولتی نزد بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی	M1
M1 + سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار ارزی اشخاص مقیم	M1 + سپرده‌های غیردیداری شامل سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، بلندمدت، قرض‌الحسنه پس‌انداز و سایر سپرده‌ها نزد بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی	M2
M2 + اوراق بدهی منتشره توسط مؤسسات سپرده‌پذیر <sup>۳</sup> + اسناد خزانه و اوراق مالی دولت (با سررسید کمتر از دو سال) + اوراق مشارکت دولتی و نهادهای عمومی غیردولتی شامل اوراق مشارکت شهرداری‌ها (با سررسید کمتر از دو سال)	-	M3

<sup>1</sup> Credit union and credit cooperatives

<sup>۲</sup> بر اساس درگاه بانک مرکزی، تعداد شرکت‌های تعاونی اعتبار مجاز بالغ بر ۱۷۹ عدد می‌باشد که از البته بیشتر آن‌ها صنفی هستند.

<sup>۳</sup> در حال حاضر آمار مربوط به گواهی سپرده در سایر سپرده‌ها لحاظ و در تعریف نقدینگی وارد می‌شود. منظور از اوراق بدهی سایر اوراق بهادار منتشر شده توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی است.



M3 + اسناد خزانه و اوراق مالی دولت + اوراق مشارکت دولتی و نهادهای عمومی غیردولتی شامل اوراق مشارکت شهرداری‌ها	-	L (نقدینگی)
---	---	-------------

## ۷. منابع و مأخذ

- اکرمی، ابوالفضل. (۱۳۹۲). تهیه آمارهای پولی و مالی ایران بر اساس دستورالعمل صندوق بین‌المللی پول. پژوهش‌های پولی و بانکی، شماره ۱۷، پاییز ۹۲، ص ۱۰۵ - ۱۳۲.
- Lim, M. E. G., & Sriram, M. S. S. (2003). Factors Underlying the Definition of Broad Money: An Examination of Recent US Monetary Statistics and Practices of Other Countries (No. 3-62). International Monetary Fund.
- Bank of Japan. (2019). Guide to Japan's Money Stock Statistics. Research and Statistics Department of Bank of Japan, October 2019.
- International Monetary Fund. (2017). *Monetary and financial statistics manual and compilation guide*, pp 179-207.
- O'Brien, Y. Y. C. (2007). Measurement of monetary aggregates across countries. Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.





پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰  
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۷۹۴۹

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)