

ضرورت تحول سیستم مقرراتی مالی: درس‌هایی برای ایران



چکیده

احتمالاً یکی از دلایل مهمی که ناکارایی و توسعه کم سیستم مالی و همچنین عدم قابلیت تاثیرگذاری مطلوب سیستم مالی بر متغیرهای کلان اقتصاد را در دهه‌های اخیر ایران توضیح می‌دهد، نوع سیستم مقرراتی مالی است. این مسئله چندان مورد توجه پژوهشگران و سیاست‌گذاران در ایران قرار نگرفته است؛ در حالی که کشورهای بسیاری سیستم مقرراتی مالی خود را از رویکرد سنتی به رویکردهای نوینی مانند رویکرد قله‌های دوقلو متحول کرده‌اند. در همین راستا، پژوهش حاضر تلاش دارد با تکیه بر تجربه کشورهای موفق، به واکاوی وضعیت ایران و تبیین مسیر پیش‌رو بپردازد و به این پرسش اساسی پاسخ دهد که نوع سیستم مقرراتی مالی ایران چگونه باشد؟ به بیان دیگر، اقتصاد ایران برای اثربخشی بیشتر سیستم مالی بهتر است کدام رویکرد مقرراتی را در پیش گیرد؟ یافته‌های تحلیل کوواریانس برای ۲۳ کشور در دوره زمانی ۱۹۸۱ تا ۲۰۲۰ نشان داد که تغییر در رویکرد مقام مقرراتی مالی (سنتی، کارکردی، یکپارچه‌شده و قله‌های دوقلو) در تعامل با ویژگی‌های کلان-مالی (ساختار مالی، سرکوب نرخ بهره و اعتماد عمومیت‌یافته) در اغلب موارد تغییر در عملکرد بخش واقعی (رشد اقتصادی و تورم) و همچنین بخش مالی (توسعه مالی و کارایی مالی) را به همراه داشته است. طبق یافته‌های آماری، غیربهمینه بودن مدل‌های سنتی و کارکردی، آشکار شد و تغییر سیستم مقرراتی مالی به یکپارچه‌شده و سپس، قله‌های دوقلو مورد تایید قرار گرفت. البته به دلیل پیچیدگی‌های تغییر سیستم مقرراتی، پیشنهاد می‌شود نخست برای چند سال محدود، سیستم مقرراتی مالی یکپارچه‌شده اجرا شده و پس از آن، به پیاده‌سازی سیستم مقرراتی مالی قله‌های دوقلو روی آورده شود. در یک تصویر کلان‌تر، به نظر می‌رسد اقتصاد ایران نیازمند معماری دوباره سیستم اقتصادی-اجتماعی خود است.

کلیدواژه‌گان: سیستم مقرراتی مالی، سیستم یکپارچه‌شده، سیستم قله‌های دوقلوها، رشد اقتصادی، تورم

محمدعلی ابوترابی^{۱*}، مهدی حاج‌امینی^۲

۱. استادیار، گروه اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات

فرهنگی، تهران، ایران

۲. دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و

حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران

* ایمیل نویسنده مسئول: aboutorabi.econ@gmail.com

aboutorabi.econ@gmail.com

© ۱۴۰۳ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده است. انتشار این مقاله به صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY-NC 4.0) صورت گرفته است.



شيوه استناددهی: ابوترابی، محمدعلی، و حاج‌امینی، مهدی. (۱۴۰۳). ضرورت تحول سیستم مقرراتی مالی: درس‌هایی برای ایران. *اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی*, (۱۱)، ۷۰-۸۶.

The Necessity of Financial Regulatory System Reform: Lessons for Iran

Abstract

One of the major reasons explaining the inefficiency and underdevelopment of Iran's financial system—as well as its limited effectiveness in influencing macroeconomic variables in recent decades—may lie in the type of financial regulatory system in place. This issue has received little attention from researchers and policymakers in Iran, even though many countries have shifted their financial regulatory systems from traditional frameworks to more modern approaches such as the Twin Peaks model. Accordingly, this study seeks to explore Iran's current situation by drawing on the experiences of successful countries and aims to answer the key question: What type of financial regulatory system should Iran adopt? In other words, which regulatory approach is best suited to enhance the effectiveness of Iran's financial system? Findings from a covariance analysis conducted on 23 countries over the period from 1981 to 2020 indicate that changes in the financial regulatory authority's approach (traditional, functional, integrated, and Twin Peaks) interacting with macro-financial characteristics (financial structure, interest rate repression, and generalized public trust) have, in most cases, led to changes in the performance of both the real sector (economic growth and inflation) and the financial sector (financial development and financial efficiency). The statistical results revealed the suboptimality of traditional and functional models, and confirmed the superiority of transitioning first to an integrated financial regulatory system, followed by the adoption of the Twin Peaks model. Due to the complexity of such systemic changes, it is recommended that an integrated financial regulatory system be implemented on a trial basis for a limited number of years before transitioning to the Twin Peaks model. From a broader perspective, it appears that Iran's economy is in need of a complete redesign of its socio-economic architecture.

Keywords: *financial regulatory system, integrated system, Twin Peaks model, economic growth, inflation.*



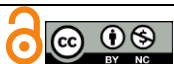
Mohammadali Abutorabi^{1*}, Mehdi Hajamini²

1. Assistant Professor, Department of Economics, Institute of Humanities and Cultural Studies, Tehran, Iran

2. Associate Professor, Department of Economics, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran

*Corresponding Author's Email: aboutorabi.econ@gmail.com

How to cite: Abutorabi, M., & Hajamini, M. (2024). The Necessity of Financial Regulatory System Reform: Lessons for Iran. *Economics and Financial Policymaking*, 1(1), 70-86.



پس از وقوع بحران مالی ۲۰۰۸ و آشکار شدن ناکارایی سیستم‌های نظارتی و مقرراتی مالی، بحث در مورد موفقیت هر یک از این سیستم‌ها در توسعه مالی (یعنی بهبود مستمر در کیفیت خدمات مالی) بیش‌تر و جدی‌تر شد. تا کنون در جهان، چهار رویکرد تجربه‌شده که عبارتند از: سنتی، کارکردی، یکپارچه‌شده و قله‌های دوقلو^۱. تحولات این سیستم‌های مقرراتی مالی بیش‌تر ناشی از این بوده که با مشاهده ناکارایی یک رویکرد، رویکرد جدیدی پیشنهاد و اجرا شده است.

علاوه بر مسئله بحران ۲۰۰۸، پژوهش‌های متعددی که در ایران انجام گرفتند، نشان دادند سیستم مالی ایران استرس‌های سیستمی^۲ شدیدی را تجربه کرده است (برای نمونه توحیدی، ۱۳۹۹). این استرس‌ها، ناکارایی سیستم مقرراتی مالی ایران (را که طبق رویکرد سنتی است) نشان می‌دهد. بانک مرکزی بیش‌تر از آن که یک مقام مالی^۳ و متولی سیستم مالی باشد، یک مقام پولی است. مقام پولی بر بانک‌ها نظارت دارد و متولی سیستم مالی نیست. همین امر موجب شده که در یک برداشت نادرست، سیستم بانکداری معادل با بازار پول و بازار سرمایه مترادف با بازار سهام پنداشته شود. در حالی که ابزارهای مالی با سررسید کم‌تر از یک سال در بازار پول و ابزارهای مالی با سررسید بالای یک سال در بازار سرمایه جای می‌گیرند؛ صرف نظر از این که ابزار مالی در بخش بانکی مورد استفاده قرار گیرد، یا بازار سهام.

با توجه به آن چه بیان شد، یکی از مسائل اساسی سیاست‌گذاری در حوزه مالی - و قاعدتاً پولی - این است که نوع سیستم مقرراتی مالی ایران چگونه باشد؟ به بیان دیگر، کدام رویکرد برای سیستم مقرراتی ایران، اثربخشی سیستم مالی - و به‌ویژه سیاست‌های بانکی - را بیش‌تر خواهد کرد؟ آیا ایران مانند اقتصادهای نوظهور و در حال گذار باید دارای یک نهاد مقرراتی مالی یکپارچه‌شده یا قله‌های دوقلو باشد؟

ادبیات موضوع

در ادبیات اقتصاد کلان-مالی، نقش سازوکارهای سیستم مالی در بهبود عملکرد بخش‌های مالی و واقعی اقتصاد تبیین شده و به‌صورت کیفی تجربه کشورهای گوناگون از تغییر سیستم‌های مقرراتی مالی در پژوهش‌های پیشین مستند شده است. البته پژوهش کمی که پیوندهای میان رویکردهای سیستم مقرراتی مالی و عملکرد بخش‌های مالی و واقعی را بررسی کند، انجام نگرفته که هدف پژوهش حاضر همین بررسی کمی است.

به‌طور تاریخی، دگرگونی در معماری سیستم‌های مقرراتی چهار مرحله را پشت سر گذاشته که در ادامه به‌طور خلاصه مرور می‌شوند.

(۱) مدل سنتی: در این مدل، هر زیربخش یا بازار از بخش مالی، به‌عنوان یک شخص حقوقی مستقل در نظر گرفته شده و برای به‌مقررات آوردن هر یک از آن‌ها یک نهاد نظارتی خاص ایجاد می‌شود. به‌عنوان مثال، یک نهاد مانند بانک مرکزی مسئول نظارت و تنظیم مقررات بر بانک‌ها است؛ نهادی دیگر، مسئول بیمه‌ها و نهادی دیگر، مسئول بازارهای اوراق بهادار (راجنداران^۴، ۲۰۱۲؛ گروه ترتی^۵، ۲۰۰۸: ۲۴-۲۵). این مدل عمدتاً در کشورهای در حال توسعه و توسعه‌نیافته رایج است. نقد اساسی وارد بر مدل سنتی این است که سیستم مالی را به‌عنوان یک کل منسجم که زیربخش‌ها و بازارهای آن پیوندهای متقابلی دارند، در نظر نمی‌گیرد.

(۲) مدل کارکردی: در این مدل، هر مقام مقرراتی تنها مسئولیت نظارت بر یک کارکرد در کل سیستم مالی را بر عهده دارد و در نتیجه، مسئول ایمنی و بی‌نقصی^۶ عملکرد زیربخش‌ها و بازارهای بخش مالی در حوزه صلاحیت قانونی خود بوده و مسئولیتی در مورد سایر کارکردها ندارد

^۱. Traditional, Functional, Integrated, Twin Peaks

^۲. استرس مالی سیستمی به وضعیتی از بازارهای مالی اطلاق می‌شود که در آن مشارکت کنندگان در بازار، نااطمینانی فزاینده یا تغییر در انتظارات خود (در مورد زیان‌های مالی آتی، ارزش بنیادی دارایی‌ها و فعالیت‌های اقتصادی) را تجربه می‌کنند (ایلینگ و لیو، ۲۰۰۶: ۲۴۴).

^۳. Financial authority

^۴. Rajendran

^۵. Group of Thirty

^۶. Safety and Soundness

(گروه ترتی، ۲۰۰۸: ۲۴). به نظر می‌رسد تا زمانی که هماهنگی میان آژانس‌های سیستم مقرراتی مالی ایجاد و حفظ شود، رویکرد کارکردی به‌خوبی کار خواهد کرد. انتقاد اصلی به مدل کارکردی این است که یک زیربخش یا بازار مالی توسط چندین نهاد مقرراتی به‌طور هم‌زمان تحت نظارت قرار می‌گیرد و امکان تداخل میان مقررات اعمال شده توسط این نهادهای مقرراتی بسیار محتمل خواهد بود.

۳) مدل یکپارچه‌شده: در این مدل، نگاه سیستمی در معماری نهاد مقرراتی مالی لحاظ شده و تنها یک ناظر واحد برای کل سیستم وجود دارد. این مقام مالی، نهاد مقرراتی کلان نامیده می‌شود.

۴) مدل قله‌های دوقلو: در این رویکرد، دو نهاد مقرراتی بر اساس «اهداف» از هم تفکیک می‌شوند. یک نهاد مسؤل سیاست‌های احتیاطی کلان^۱ و ثبات سیستمی، و نهاد دیگر مسؤل سیاست‌های احتیاطی خرد^۲ و هدایت بازار و حمایت از مصرف‌کننده است (گروه ترتی، ۲۰۰۸: ۱۴).

داده‌ها و روش پژوهش

۱- داده‌ها

متغیرهای پژوهش دو دسته کلی هستند. دسته اول متغیرهای عامل تحلیل کوواریانس هستند که عبارتند از: (۱) نوع سیستم مقرراتی مالی (سنتی، کارکردی، یکپارچه‌شده و دوقلو)؛ (۲) ساختار سیستم مالی (سهام بازار سهام از کل سیستم)؛ (۳) سرکوب نرخ بهره (تفاوت نرخ بهره اسمی از نرخ تورم) و (۴) سطح اعتماد عمومی‌یافته. در مورد شاخص آخر لازم به ذکر است که اعتماد در سطح خرد (رابطه‌های فردی، خانوادگی و ...) می‌تواند بازارها را تکه‌تکه کند (گرانووتر^۳، ۲۰۰۵: ۴۱-۳۸)، اما اعتماد در سطح کلان (که از آن به اعتماد عمومی‌یافته یا پیوندهای ضعیف^۴ یاد می‌شود) می‌تواند به ارتقاء سرمایه اجتماعی منجر شود و توسعه بازارها را تشویق کند (بالیمون-لوتز^۵، ۲۰۰۱: ۳۳۸). بر این اساس، در این پژوهش از شاخص پول قراردادبر قوی^۶ به‌عنوان شاخص اعتماد عمومی‌یافته استفاده می‌شود که برابر با یک منهای نسبت پایه پولی به پول بیرونی^۷ است (برای مطالعه بیشتر در باره این شاخص، ر. ک. ابوترابی و احمدیان، ۱۳۹۸: ۱۵۰-۱۵۱).

هدف پژوهش این است که نقش عامل‌های گسسته و پیوسته بالا را در دسته دوم متغیرها، که شاخص‌های کلان اقتصاد و نیز عملکرد سیستم مالی هستند، بررسی کند. برای عملکرد اقتصاد کلان از دو شاخص رشد سالانه تولید ناخالص داخلی به قیمت‌های بازار (به قیمت‌های ثابت سال ۲۰۱۵) و نرخ رشد سالانه شاخص قیمت‌های مصرف‌کننده استفاده می‌شود. برای سیستم مالی نیز دو شاخص توسعه مالی و کارایی سیستم مالی مد نظر قرار می‌گیرد. شاخص کارایی سیستم مالی برای بازار سهام بر اساس نسبت گردش بازار سهام محاسبه می‌شود. برای بخش بانکی نیز بر اساس نسبت اعتبارات به بخش خصوصی به اعتبارات دولتی سنجیده می‌شود. سپس، این دو شاخص بر اساس وزن‌های اعتباری^۸ (میانگین وزنی بر پایه سهم هر بخش از کل سیستم مالی) جمع می‌شوند.

برای اندازه‌گیری توسعه مالی، هفت شاخص زیر جمع‌آوری شده و سپس پنج شاخص اول برای توسعه مالی بخش بانکی (بانک‌محور) و دو شاخص آخر برای توسعه مالی بازار سهام (بازارمحور) با روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی^۹ تجمیع شدند. سرانجام دو شاخص به‌دست‌آمده با روش وزن‌های اعتباری به یک شاخص تبدیل شده‌اند^{۱۰}. هفت زیرشاخص اولیه توسعه مالی عبارتند از: (۱) نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به

^۱. Macro-prudential policies

^۲. Micro-prudential policies

^۳. Granovetter

^۴. Weak ties

^۵. Balimoune-Lutz

^۶. Highly Contract-Intensive Money

^۷. Ratio of Monetary Base to Broad Money

^۸. Credit Weights (CW)

^۹. Principal Component Analysis (PCA)

^{۱۰}. برای مطالعه بیشتر در باره ترکیب شاخص‌ها با استفاده از دو روش وزن‌های اعتباری و تحلیل مؤلفه‌های اصلی، ر. ک. ابوترابی (۱۴۰۳: ۳۸-۴۰).

کل دارایی‌های سیستم بانکی و بانک مرکزی؛ ۲) نسبت بدهی‌های نقدی به GDP؛ ۳) نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به GDP؛ ۴) نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به GDP؛ ۵) نسبت اعتبارهای اعطایی بانک‌های سپرده‌پذیر و سایر مؤسسه‌ها به بخش خصوصی نسبت به GDP؛ ۶) انباشت سرمایه بازار سهام به GDP؛ ۷) ارزش کل سهام مبادله‌شده به GDP.

دوره زمانی و مکانی پژوهش بدین صورت است: استرالیا (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، اتریش (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، بلژیک (۱۹۸۱-۲۰۱۸)، برزیل (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، کرواسی (۱۹۹۶-۲۰۲۰)، فرانسه (۱۹۸۱-۲۰۱۸)، آلمان (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، هنگ‌کنگ (۱۹۹۱-۲۰۲۰)، ایران (۱۹۹۳-۲۰۱۶)، ایرلند (۲۰۱۸-۱۹۹۵)، ایتالیا (۱۹۸۱-۲۰۱۴)، ژاپن (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، کره جنوبی (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، مکزیک (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، هلند (۱۹۸۱-۲۰۱۷)، نیوزیلند (۱۹۸۵-۲۰۲۰)، نروژ (۱۹۸۱-۲۰۱۹)، لهستان (۱۹۹۵-۲۰۲۰)، سنگاپور (۲۰۰۰-۲۰۲۰)، اسپانیا (۱۹۸۱-۲۰۲۰)، آفریقای جنوبی (۲۰۲۰-۱۹۸۱)، سوئیس (۱۹۸۱-۲۰۱۶)، ترکیه (۱۹۹۳-۲۰۲۰). لازم به ذکر است عموماً کشورهای انتخاب شدند که سطح توسعه‌یافتگی مالی مشابه و یا بالاتر از ایران داشته و حتی الامکان تغییر در رویکرد طراحی سیستم مقرراتی مالی را تجربه کرده باشند.

۲- روش تحلیل کوواریانس

برای تحلیل داده‌های پژوهش از تحلیل کوواریانس^۱ (ANCOVA) استفاده می‌شود. این روش شبیه تحلیل واریانس^۲ (ANOVA) است؛ زیرا از آن برای بررسی اختلاف میان گروه‌ها استفاده می‌شود. در ANOVA عامل اختلاف باید کیفی باشد، درحالی‌که در تحلیل کوواریانس همانند رگرسیون می‌توان از متغیر پیوسته به‌عنوان یک عامل استفاده کرد. بنابراین، همان‌گونه که فیشر^۳ (۱۹۳۴) بیان کرده، تحلیل کوواریانس با ترکیب دو روش رگرسیون و تحلیل واریانس، مزایای هر دو را خواهد داشت (نقل شده در Keller & Marchev, 2023). در تحلیل کوواریانس، بر مجموع مربعات اختلاف‌های درون‌نمونه‌ای و میان‌نمونه‌ای تمرکز می‌شود، منتها تفاوت آن با ANOVA این است که اختلاف مشاهدات نه از میانگین‌ها بلکه از مقادیر برازش‌شده (میانگین‌های شرطی) با عامل پیوسته به‌دست می‌آید (Longford, 2010; Leppink, 2018). چنان‌چه تفاوت میان گروه‌ها تأیید شد، بایستی مشخص شود که این تفاوت میان کدام گروه‌هاست. آزمون فرضیه‌های دوبه‌دو میان گروه‌ها با روش سیداک^۴ (۱۹۶۷) انجام گیرد به‌گونه‌ای که نرخ خطای جمعی بیش‌تر از حداکثر خطای نوع اول نباشد (McClave, DeCoster, 2006; & Sincich, 2016: 556-560).

یافته‌های پژوهش

۱- تحلیل کوواریانس

بهتر است قبل از ورود به استنباط آماری، تحول سیستم مقرراتی و شرایط کشورها بررسی شوند. طبق جدول ۱ از میان ۲۳ کشور منتخب، در حال حاضر شانزده کشور سیستم مقرراتی مالی یکپارچه‌شده یا قله‌های دوقلو دارند. سه کشور ایتالیا، برزیل و فرانسه سیستم غیربهبینه کارکردی دارند و چهار کشور ایران، ترکیه، مکزیک و هنگ‌کنگ سیستم‌های مقرراتی روزآمد را اجرا نکردند و همچنان رویکرد سنتی دارند. شواهد نشان می‌دهد که تنها چهار کشور هنگ‌کنگ، کره جنوبی، آفریقای جنوبی و ترکیه ساختار مالی بازارمحور دارند. هر چند برخی کشورها در برخی سال‌ها به سطح ساختار مالی به‌شدت بازارمحور (سهام بازار سهام از مجموع سهم بخش بانکی و بازار سهام بالای ۷۰ درصد) رسیده‌اند، اما اغلب نتوانسته‌اند خود را در این وضعیت نگه دارند. این مسئله می‌تواند با شرایط بعد از بحران جهانی ۲۰۰۸ مرتبط باشد.

1. Analysis of Covariance

2. Analysis of Variance

3. Fisher

4. Sidak

جدول ۱. تحول کشورهای نمونه از نظر سیستم مقرراتی مالی

کشور	تغییر سیستم مقرراتی مالی	شرایط
آفریقای جنوبی	سنٹی ← 2011 دو قلو	تبدیل از ساختار بانک‌محور به بازارمحور
آلمان	سنٹی ← 2001 یکپارچه	حرکت به بازارمحوری و عدم بهبود جدی در توسعه مالی
اسپانیا	سنٹی ← 2013 یکپارچه	توسعه مالی متوسط و تغییرات شدید در ساختار مالی
اتریش	سنٹی ← 2000 یکپارچه	به‌شدت بانک‌محور
استرالیا	سنٹی ← 1996 دو قلو	حرکت به سمت بازارمحوری اما همچنان بانک‌محور
ایتالیا	سنٹی ← 1987 کارکردی	توسعه مالی پرنوسان و به‌شدت بانک‌محور
ایران	سنٹی	به‌شدت بانک‌محور
ایرلند	سنٹی ← 2001 یکپارچه	روند نزولی توسعه مالی، به‌شدت بانک‌محور
بلژیک	سنٹی ← 2003 یکپارچه ← 2010 دو قلو	به‌شدت بانک‌محور
برزیل	سنٹی ← 1984 کارکردی	به‌شدت بانک‌محور
ترکیه	سنٹی	حرکت به سمت بازارمحوری
ژاپن	سنٹی ← 1997 یکپارچه	به‌شدت بانک‌محور
سنگاپور	سنٹی ← 2000 یکپارچه	توسعه مالی باثبات و تا حدودی بانک‌محور
سوئیس	سنٹی ← 2005 یکپارچه ← 2008 دو قلو	توسعه مالی قابل توجه و تقویت بازارمحوری
فرانسه	سنٹی ← 1989 کارکردی	توازن قبل از تغییر، سپس بانک‌محوری و پرنوسان
کرواسی	سنٹی ← 2004 دو قلو	به‌شدت بانک‌محور
کره جنوبی	سنٹی ← 1996 یکپارچه	حرکت خفیف و مقطعی به سمت بازارمحوری
لهستان	سنٹی ← 2005 یکپارچه	به‌شدت بانک‌محور
مکزیک	سنٹی	توسعه مالی کم، ساختار مالی متوازن
نروژ	سنٹی ← 1985 یکپارچه	حرکت به بازارمحوری اما بعد از بحران ۲۰۰۸ بانک‌محوری
نیوزیلند	سنٹی ← 2004 دو قلو	به‌شدت بانک‌محور و تقویت ثبات
هلند	سنٹی ← 1998 یکپارچه ← 2001 دو قلو	به‌شدت بانک‌محور و تقویت ثبات
هنگ‌کنگ	سنٹی	آسیب‌پذیری در برابر بحران‌های خارجی

نکته جالب دیگر این که، از میان کشورهای دارای سطح توسعه مالی بالا و بسیار بالا (در مجموع ۱۲ کشور)، تنها هنگ کنگ سیستم مقرراتی مالی سنتی دارد و بقیه این کشورها رویکرد یکپارچه شده یا قله‌های دوقلو را اجرا کرده‌اند. کشورهای دارای سیستم مقرراتی سنتی نتوانسته‌اند به سطح‌های بالا و بسیار بالای توسعه مالی دست یابند (به جز هنگ کنگ). در این دو مورد، بهتر است وضعیت هنگ کنگ نادیده گرفته شود؛ زیرا این کشور به‌عنوان یکی از مراکز اصلی مبادله‌های بین‌المللی مالی، شرایط بسیار متفاوتی با سایر کشورها داشته و دلالت‌های برگرفته از آن، قابلیت تعمیم به سایر کشورها را ندارند.

خلاف‌آمد آن، هیچ کدام از کشورهای دارای سیستم مقرراتی مالی کارکردی نتوانسته‌اند به سطح توسعه مالی بسیار بالا برسند؛ اگرچه از سطح توسعه مالی پایین فراتر رفته‌اند. پس می‌توان نتیجه گرفت هر چند رویکرد کارکردی، به رویکرد قله‌های دوقلو شباهت دارد، اما به‌کارگیری آن غیربهبینه بوده و توسعه مالی را با محدودیت مواجه کرده است. کشورهای دارای سیستم مقرراتی مالی یکپارچه شده یا قله‌های دوقلو (۱۶ کشور)، همگی سطح توسعه مالی متوسط و بالاتر از آن دارند و حتی بیش از نیمی از آن‌ها (۹ کشور) سطح توسعه مالی بالا و بسیار بالا داشتند. در ادامه، به گزارش و توضیح یافته‌های تحلیل کوواریانس دوعاملی برای عملکرد کلان اقتصاد (رشد اقتصادی و نرخ تورم) و وضعیت سیستم مالی (توسعه مالی و کارایی مالی) پرداخته می‌شود. در این تحلیل‌ها، یک عامل، سیستم مقرراتی مالی و عامل دیگر، یکی از ویژگی‌های کلان-مالی منتخب (ساختار مالی، سرکوب نرخ بهره و اعتماد عمومی‌یافته) است.

یافته‌های تحلیل کوواریانس رشد اقتصادی بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی و ویژگی‌های کلان-مالی گویای دو نتیجه است (جدول ۲). نخست این که تغییر در سیستم مقرراتی مالی، حرکت ساختار مالی به سمت بازار محوری و پرهیز از سرکوب نرخ بهره به‌طور معنی‌داری توضیح‌دهنده تفاوت رشد اقتصادی کشورهای بوده‌اند؛ در حالی که اعتماد عمومی‌یافته به تنهایی معنی‌دار نشده و در پیوند با تغییر در سیستم مقرراتی مالی است که می‌تواند تفاوت در رشد اقتصادی را توضیح دهد. نتیجه دوم این که، در ارتباط متقابل سیستم مقرراتی مالی با ساختار مالی و نیز سرکوب نرخ بهره، مدل کارکردی در تشویق رشد اقتصادی متفاوت از سایر رویکردها (سنتی، یکپارچه شده و قله‌های دوقلو) عمل کرده که شواهدی در حمایت از غیربهبینه بودن این رویکرد است.

یافته‌های تحلیل کوواریانس نرخ تورم بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی و ویژگی‌های کلان-مالی در جدول ۳ نشان می‌دهد که تغییر در سیستم مقرراتی مالی، حرکت به سمت ساختار مالی بازارمحور و اعتماد عمومی‌یافته نتوانسته‌اند به‌طور معنی‌داری تفاوت در نرخ تورم کشورها را توضیح دهند. البته در این مورد، سرکوب نرخ بهره تنها در پیوند با سیستم مقرراتی مالی توضیح‌دهندگی معنی‌داری دارد. در مورد ارتباط متقابل سیستم مقرراتی مالی با ساختار مالی، مدل کارکردی متفاوت با سایر مدل‌ها بوده است. هم‌چنین در ارتباط متقابل سیستم مقرراتی مالی با سرکوب نرخ بهره و اعتماد عمومی‌یافته، مدل سنتی متفاوت عمل کرده است. بنابراین، در سیستم‌های مالی‌ای که نهاد مقرراتی سنتی یا کارکردی دارند، نمی‌توان انتظار دست‌یابی به نرخ‌های تورم پایین مستمر را داشت.

جدول ۲. تحلیل کوواریانس رشد اقتصادی بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی

منشاء پراکندگی	ساختار مالی و ۷۹۶ مشاهده			سرکوب نرخ بهره و ۳۱۰ مشاهده			اعتماد عمومی‌یافته و ۳۳۰ مشاهده					
	مجموع	درجه	میانگین	آماره	مجموع	درجه	میانگین	آماره	مجموع	درجه	میانگین	
مدل	۳۶۲/۲۹	۴	۹۰/۵۷	۹/۷۱***	۱۶۷/۰۴	۴	۴۱/۷۶	۵/۰۵***	۱۵۱/۷۵	۷	۲۱/۷۰	۲/۴۴**
نوع سیستم مقرراتی مالی	۲۵۰/۰۰	۳	۱۶۳/۶۵	۱۷/۵۵***	۱۶۵/۷۹	۳	۵۵/۲۶	۶/۷۸***	۷۴/۶۰	۳	۲۴/۸۷	۲/۸۰**
متغیر پیوسته مکمل	۱۶۲/۶۵	۱	۸۳/۳۳	۸/۹۴***	۵۶/۰۳	۱	۵۶/۰۳	۶/۶۸***	۳/۸۱	۱	۳/۸۱	۰/۴۳
اثر متقابل	-	-	-	-	-	-	-	-	۶۴/۹۲	۳	۲۱/۶۴	۲/۴۴*
خطا	۷۳۷۶/۴۱	۷۹۱	۹/۳۲	۲۵۲۲/۳۶	۸/۲۷	۳۰۵	۲۵۲۲/۳۶	۸/۲۷	۲۸۵۸/۲۶	۳۲۲	۸/۸۸	-

کل	۷۷۳۸/۷۱	۷۹۵	۹/۷۳	۲۶۸۹/۳۶	۳۰۹	۸/۷۰	۳۰۱۰/۰۱	۳۲۹	۹/۱۵
گروه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه
نوع سنتی	۲/۴۵	۰/۲۰	B	۲/۲۸	۰/۲۸	A	۴/۱۴	۲/۱۶	A
سیستم کارکردی	۱/۰۰	۰/۳۸	A	۰/۱۰	۰/۵۷	B	۱۹/۳۶	۱۱/۷۶	A
مقرراتی یکپارچه‌شده	۰/۲۸	۱/۷۸	AB	۲/۶۴	۰/۳۰	A	-۲/۶۷	۲/۷۶	A
مالی	۰								
قله‌های دوقلو	۰/۳۶	۱/۰۹	A	۱/۵۴	۰/۴۰	AB	-۳/۰۵	۲/۷۵	A
اثر متقابل سنتی	-	-	-	-	-	-	-۰/۰۱	-۰/۰۲	A
کارکردی	-	-	-	-	-	-	-۰/۲۰	-۰/۱۴	A
یکپارچه‌شده	-	-	-	-	-	-	۰/۰۶	-۰/۰۳	A
مالی	۰								
قله‌های دوقلو	-	-	-	-	-	-	۰/۰۵	-۰/۰۲	A

توضیح: **، *** و * به ترتیب معنی‌داری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۳. تحلیل کوواریانس نرخ تورم بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی

منشاء پراکندگی	ساختار مالی و ۷۹۶ مشاهده			سرکوب نرخ بهره و ۳۱۰ مشاهده			اعتماد عمومیت‌یافته و ۳۳۰ مشاهده			
	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	
مدل	۰/۴۵×۱۰ ^۷	۷	۰/۶۵×۱۰ ^۶	۴۱۷۲/۳۴	۷	۵۹۶/۰۵	۳۵/۳۷***	۵۴۱۸/۸۴	۷	۷۷۴/۱۲
نوع سیستم مقرراتی مالی	۰/۴۳×۱۰ ^۷	۳	۰/۱۴×۱۰ ^۷	۲۶۳۶/۰۲	۳	۸۷۸/۶۷	۵۲/۱۴***	۲۶۳۷/۸۵	۳	۸۷۹/۲۸
متغیر پیوسته مکمل	۰/۱۹×۱۰ ^۷	۱	۰/۱۹×۱۰ ^۷	۴۲/۴۷	۱	۴۲/۴۷	۲/۵۲	۲۵۲/۵۰	۱	۲۵۲/۵۰
اثر متقابل	۰/۳۲×۱۰ ^۷	۳	۰/۱۰×۱۰ ^۷	۱۴۰۹/۴۰	۳	۴۶۹/۸۰	۲۷/۸۸***	۲۲۲۰/۲۰	۳	۷۴۰/۰۷
خطا	۰/۱۶×۱۰ ^۷	۷۸۸	۱۹۹۱۶/۲۰	۵۰۸۹/۲۰	۳۰۲	۱۶/۸۵	۶۷۲۲/۳۹	۲۰/۸۸	۳۲۲	۲۰/۸۸
کل	۰/۲۰×۱۰ ^۸	۷۹۵	۲۵۵۰۲/۶۹	۹۲۶۱/۵۴	۳۰۹	۲۹/۹۷	۱۲۱۴/۳	۳۶/۹۰	۳۲۹	۳۶/۹۰
گروه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه	
نوع سنتی	۱۱/۹۳	۱۰/۶۴	A	۱۱/۰۷	۰/۵۰	-	۴۸/۳۶	۳/۳۱	B	
سیستم کارکردی	۵۸۹/۱۷	۳۸/۳۰	-	۱/۷۹	۰/۸۵	A	۳۷/۲۴	۱۸/۰۳	AB	
مقرراتی یکپارچه‌شده	۱/۴۳	۲۰/۲۰	A	۱/۶۱	۰/۸۵	A	-۳/۱۰	۴/۲۴	A	
مالی	۱/۴۴	۲۳/۹۹	A	۲/۹۹	۱/۱۱	A	-۰/۰۵	۴/۲۲	A	
اثر متقابل سنتی	-۰/۰۶	۰/۳۴	A	-۰/۵۲	۰/۰۶	A	-۰/۴۹	۰/۰۴	B	
کارکردی	-۱۳/۸۸	۱/۰۷	-	۰/۰۹	۰/۰۲	B	-۰/۳۷	۰/۲۱	AB	
یکپارچه‌شده	۰/۰۱	۰/۵۷	A	-۰/۰۴	۰/۲۲	AB	۰/۰۵	۰/۰۵	A	
قله‌های دوقلو	۰/۰۳	۰/۶۶	A	-۰/۰۵	۰/۲۴	AB	۰/۰۳	۰/۰۵	A	

توضیح: *** معنی‌داری در سطح ۱ درصد را نشان می‌دهد.

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌های تحلیل کوواریانس توسعه مالی بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی و ویژگی‌های کلان-مالی در جدول ۴ قابل مشاهده است. بر اساس این جدول، تفاوت در سطح توسعه مالی کشورها به‌طور معنی‌داری توسط تغییر در سیستم مقرراتی مالی، حرکت ساختار مالی به سمت بازار محوری و پرهیز از سرکوب نرخ بهره توضیح داده می‌شود، اما اعتماد عمومیت‌یافته چه به تنهایی و چه در پیوند با سیستم مقرراتی مالی توضیح‌دهندگی معنی‌داری ندارد. برآوردهای ارتباط متقابل سیستم مقرراتی مالی با ساختار مالی و سرکوب نرخ بهره نیز نشان می‌دهد که مدل سنتی عملکرد متفاوتی در ایجاد توسعه مالی داشته است. هم‌چنین هر چند تفاوتی میان مدل کارکردی و یکپارچه‌شده مشاهده نمی‌شود، اما رویکرد قله‌های دوقلو کاملاً متمایز عمل کرده است. این شواهد در حمایت از این ادعا است که تقسیم کار میان دو نهاد مقرراتی در مدل قله‌های دوقلو کارآ بوده و می‌تواند دست‌یابی به بالاترین سطح‌های توسعه مالی را ممکن سازد.

جدول ۴. تحلیل کوواریانس توسعه مالی بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی

منشاء پراکندگی	ساختار مالی و ۷۹۶ مشاهده			سرکوب نرخ بهره و ۳۱۰ مشاهده			اعتماد عمومیت‌یافته و ۳۳۰ مشاهده		
	مجموع	درجه	میانگین	مجموع	درجه	میانگین	مجموع	درجه	میانگین
	مربعات	آزادی	مربعات	مربعات	آزادی	مربعات	مربعات	آزادی	مربعات
مدل	۰/۲۰×۱۰ ^۷	۷	۰/۲۸×۱۰ ^۶	۲۸۰۰۰***	۲۶۵۴۷۱/۲۱	۷	۴۵۴۸۶۲/۳۳	۷	۶۴۹۸۰/۳۳
نوع سیستم مقرراتی مالی	۰/۲۱×۱۰ ^۷	۳	۷۱۲۶۰/۴۲	۷۰۸***	۱۵۰۲۲۹/۲۷	۳	۶۸۲۸۵/۲۸	۳	۲۲۷۶۱/۸۰
متغیر پیوسته مکمل	۰/۲۴×۱۰ ^۷	۱	۰/۲۴×۱۰ ^۷	۲۳/۸۷***	۱۱۱۰/۱/۶۸	۱	۷/۸۳***	۱	۴۵۷۴۶/۲۳
اثر متقابل	۰/۰۵×۱۰ ^۷	۳	۰/۱۷×۱۰ ^۷	۱۶/۸۹***	۲۰۷۴۳/۵۶	۳	۶۹۱۴/۵۲	۳	۳۰۳۴۴/۴۸
خطا	۰/۸۰×۱۰ ^۷	۷۸۸	۱۰۰۷۰/۹۴	۴۱۹۶۶/۰۸	۳۰۲	۱۴۱۷/۷۷	۸۱۸۲۲۹۶/۹۴	۳۳۲	۲۵۴۱۰/۸۷
کل	۰/۱۰×۱۰ ^۸	۷۹۵	۱۲۴۶۵/۲۸	۶۸۵۱۳۱/۲۹	۳۰۹	۲۲۶۱/۱۶	۸۶۳۷۱۵۹/۲۷	۳۲۹	۲۶۲۵۲/۷۶
گروه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه	نهایی	انحراف معیار	نتیجه
نوع سنتی	۲۶/۷۵	۷/۵۷	B	۶۰/۲۹	۴/۵۷	-	-	-	-
سیستم کارکردی	۷۱/۳۲	۲۷/۲۳	AB	۹۰/۲۸	۸/۹۲	A	-	-	-
مقرراتی یکپارچه‌شده	۸۴/۰۰	۱۴/۳۷	A	۱۴۸/۹۴	۷/۸۴	AB	-	-	-
مالی قله‌های دوقلو	۹۰/۹۶	۱۷/۰۶	A	۱۱۸/۳۳	۱۰/۲۴	B	-	-	-
اثر سنتی	۳/۲۷	۰/۲۴	-	۰/۵۴	۰/۵۷	A	-	-	-
متقابل کارکردی	۰/۲۸	۰/۷۶	A	۰/۶۴	۰/۲۵	A	-	-	-
یکپارچه‌شده	۰/۶۸	۰/۴۰	A	۰/۱۵	۲/۰۲	B	-	-	-
قله‌های دوقلو	۰/۷۰	۰/۴۷	A	۰/۲۲	۲/۱۷	AB	-	-	-

توضیح: *** معنی‌داری در سطح ۱ درصد را نشان می‌دهد.

منبع: یافته‌های پژوهش

سرانجام یافته‌های تحلیل کوواریانس کارایی مالی بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی و ویژگی‌های کلان-مالی که در جدول ۵ گزارش شده‌اند، گویای آن هستند که تغییر در سیستم مقرراتی مالی، حرکت ساختار مالی به سمت بازار محوری، پرهیز از سرکوب نرخ بهره و بهبود اعتماد عمومیت یافته در توضیح تفاوت کارایی سیستم مالی نقش معنی‌داری دارند. بر اساس روابط متقابل سیستم مقرراتی مالی با ساختار مالی، رویکرد کارکردی در بهبود کارایی سیستم مالی موفقیتی نداشته و رویکرد قله‌های دوقلو مناسب‌تر به نظر می‌رسد. البته بر اساس ارتباط متقابل سیستم مقرراتی مالی با سرکوب نرخ بهره و اعتماد عمومیت، به استثناء مدل سنتی، تفاوتی میان مدل‌های پیشرفته‌تر مشاهده نمی‌شود.

جدول ۵. تحلیل کوواریانس کارایی مالی بر اساس نوع سیستم مقرراتی مالی

منشاء پراکندگی		ساختار مالی و ۷۹۶ مشاهده			سرکوب نرخ بهره و ۳۱۰ مشاهده			اعتماد عمومیت یافته مالی و ۳۳۰ مشاهده		
مجموع	درجه	میانگین	آماره	مجموع	df	میانگین	آماره	مجموع	درجه	میانگین
مربعات	آزادی	مربعات	مربعات	مربعات		مربعات	مربعات	مربعات	آزادی	مربعات
مدل	۲۰۷۰۹۸۷	۷	۲۹۵۸۵۵	۱۰/۸۴***	۴	۴۱۷۹۹۵۰	۱۰۴۴۹۸۷	۳۴/۶۸***	۷	۱۲۱۵۰/۸۶
نوع سیستم مقرراتی مالی	۹۵۱۱/۴۰	۳	۳۱۷۰/۴۷	۱۱/۶۳***	۳	۳۱۲۰۹۹۹	۱۰۴۰۳۳۳	۳۴/۵۳***	۳	۷۲۷۷/۴۰
متغیر پیوسته مکمل	۵۴۰۱/۲۲	۱	۵۴۰۱/۲۲	۱۹/۸۰***	۱	۱۳۵۵۱/۹۴	۱۳۵۵۱/۹۴	۴۴/۹۸***	۱	۲۵۱۱/۲۱
اثر متقابل	۹۵۳۲/۱۰	۳	۳۱۷۷/۳۷	۱۱/۶۴***	-	-	-	-	۳	۷۳۷۸/۰۴
خطا	۰/۱۶×۱۰ ^۶	۷۸۸	۲۷۲/۸۶		۲۴۷	۷۴۴۲۱/۸۹	۳۰/۱۳۰		۳۲۲	۹۳۶۴۷/۶۷
کل	۰/۱۸×۱۰ ^۶	۷۹۵	۳۰۴/۵۶		۲۵۱	۱۱۶۲۲۱/۳۹	۴۶۳/۰۳		۳۲۹	۱۰۵۷۹۸/۵۳
گروه	نتیجه	انحراف معیار	نتیجه	انحراف معیار	نتیجه	انحراف معیار	نتیجه	انحراف معیار	نتیجه	انحراف معیار
نوع سنتی	۶۹/۶۰	۱/۷۳	A	۶۱/۸۳	۱/۹۷	-	۱۱۴/۰۲	۱۲/۷۴	-	-
سیستم کارکردی	۳۹/۳۹	۷/۴۸	-	۹۰/۸۰	۴/۳۰	A	-۱۳/۱۹	۶۹/۳۷	A	-
مقرراتی یکپارچه‌شده	۷۴/۸۱	۲/۴۶	AB	۸۶/۲۳	۲/۰۳	A	۴۵/۳۰	۱۶/۳۷	A	-
مالی قله‌های دوقلو	۸۲/۶۸	۲/۹۹	B	۷۹/۰۷	۲/۴۶	A	۴۹/۳۴	۱۷/۵۷	A	-
اثر سنتی	۰/۰۸	۰/۰۵	A	-	-	-	-	۰/۱۵	-	-
متقابل کارکردی	۰/۹۲	۰/۱۹	-	-	-	-	-	۰/۸۰	A	-
یکپارچه‌شده	۰/۲۰	۰/۰۷	A	-	-	-	-	۰/۱۹	A	-
قله‌های دوقلو	-۰/۲۰	۰/۰۸	-	-	-	-	-	۰/۲۰	A	-

توضیح: *** معنی‌داری در سطح ۱ درصد را نشان می‌دهد.

منبع: یافته‌های پژوهش

۲- شواهدی از اقتصاد ایران

چنان که پیش تر اشاره شد، سیستم مقرراتی مالی در ایران بدون هیچ گونه پیشرفتی، به همان شکل سنتی باقی مانده است؛ به گونه‌ای که بانک مرکزی مسئول به مقررات در آوردن بخش بانکی است، بیمه مرکزی این کار را در مورد مؤسسات بیمه انجام می‌دهد و سازمان بورس اوراق بهادار در مورد بازارهای بورس (بازار سهام، بازار بورس کالا، بازار بورس انرژی، و فرابورس). بنابراین، نگاه سیستمی در معماری سیستم مقرراتی مالی ایران مغفول مانده که پایش، پیش‌هشدار و نیز درمان بحران‌های مالی را برای سیاست‌گذاران اقتصادی کشور دشوار ساخته است. بر این اساس، ویژگی‌های کلیدی کلان-مالی ایران که در جدول ۶ و نمودارهای ۱ گزارش شده‌اند.

جدول ۷. وزن شاخص‌ها در شاخص چندبعدی توسعه مالی بخش بانکی و توسعه مالی بازار سهام

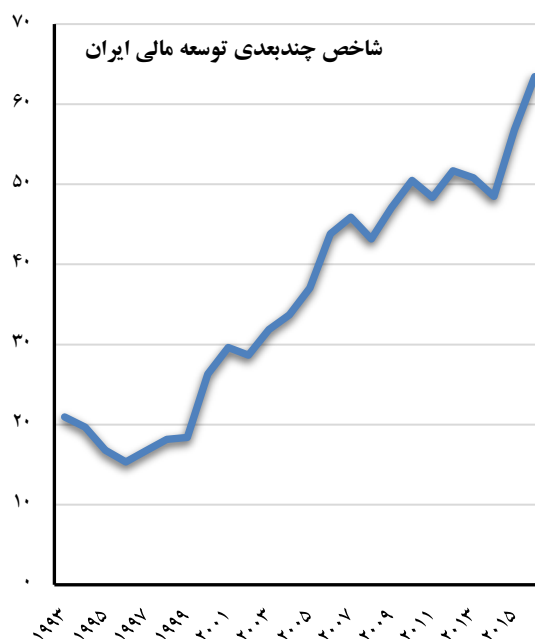
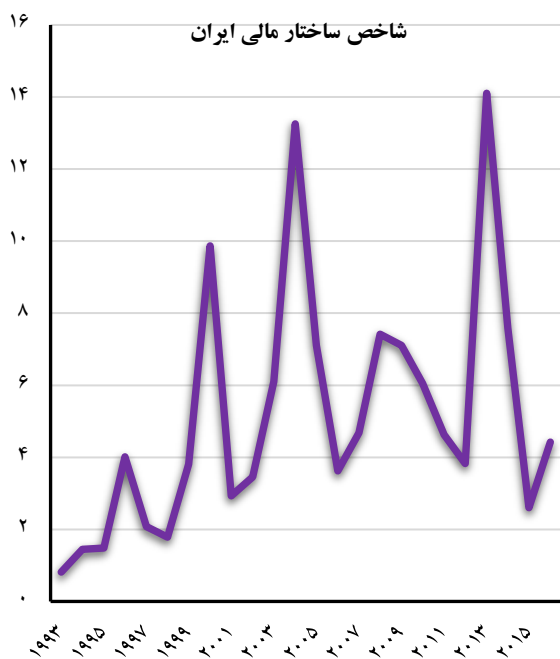
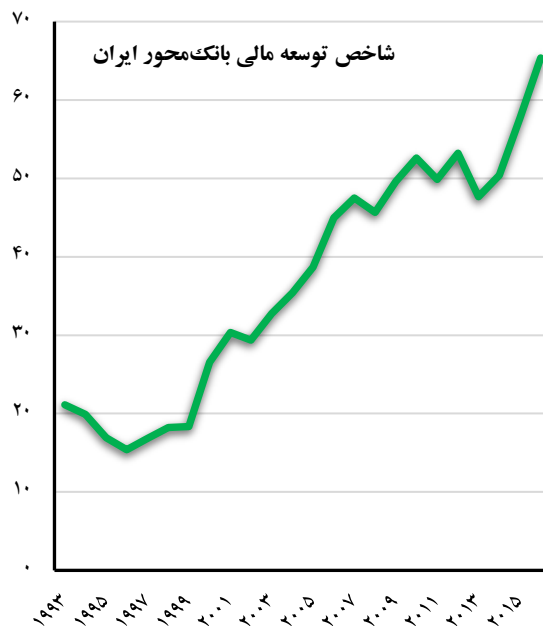
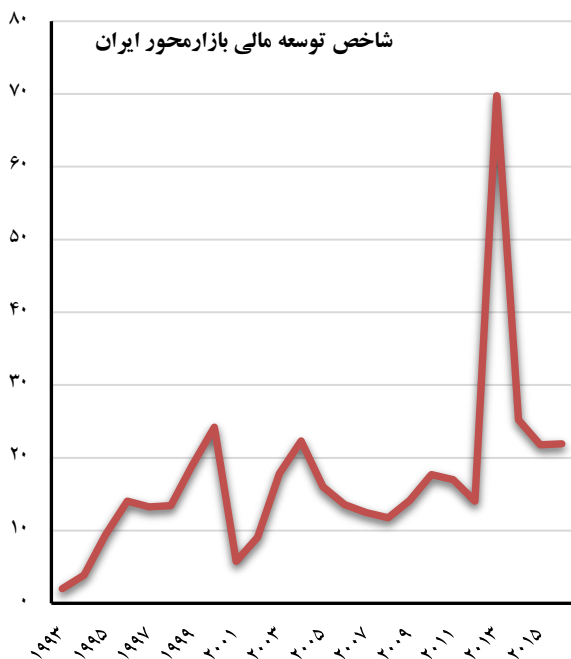
متغیر	وزن استخراج شده
نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به کل دارایی‌های بانک‌ها و بانک مرکزی	۰/۴۲
نسبت بدهی‌های نقدی به تولید ناخالص داخلی	۰/۰۳
نسبت دارایی‌های بانک مرکزی به تولید ناخالص داخلی	۰/۰۶
نسبت دارایی‌های بانک‌های سپرده‌پذیر به تولید ناخالص داخلی	۸/۳۳
نسبت اعتبارهای اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی	۹۱/۱۶*
انباشت سرمایه بازار سهام به تولید ناخالص داخلی	۹۹/۳۴*
ارزش کل سهام مبادله شده به تولید ناخالص داخلی	۰/۶۵

علامت * نشان‌دهنده شاخصی است که بیش‌ترین وزن را در شاخص چندبعدی به خود اختصاص داده است.

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول بالا بیانگر آن است که توسعه مالی بخش بانکی عمدتاً بر پایه رشد اعتبارها به بخش خصوصی و توسعه مالی بازار سهام آن عمدتاً بر پایه رشد انباشت سرمایه بوده است. این شواهد نشان می‌دهد که بخش بانکی ایران مسیر توسعه خوبی را طی کرده و توانسته است اعتبارها به بخش خصوصی را به‌طور قابل قبولی افزایش دهد؛ اما بازار سهام لازم است بسیار بالغ‌تر شود تا بتواند بر پایه این سرمایه انباشته شده، مبادله‌های بیش‌تری انجام دهد (به‌طور عجیبی، سرمایه انباشته شده تنها ۰/۶ درصد در توسعه مالی بازار سهام نقش داشته است).

هم‌چنین با توجه به نمودارهای ۱، روند کلی توسعه مالی بخش بانکی و نیز بازار سهام (با نوسان‌های بیش‌تر) افزایشی بوده است. بنابراین، شاخص چندبعدی توسعه مالی نیز با شیب ملایمی رو افزایش یافته؛ اما با در نظر گرفتن ۵ سال آخر مشاهده‌ها، نتوانسته خود را به سطح توسعه مالی متوسط (۵۰ تا ۱۰۰ درصد) برساند. ساختار مالی طی این دوره زمانی به‌شدت بانک‌محور بوده و حرکت معنی‌داری به سمت بازارمحوری نداشته است.



شکل ۱. شاخص‌های توسعه مالی و ساختار مالی ایران

منبع: یافته‌های پژوهش

در اقتصاد ایران، بانک مرکزی بیش‌تر از آن که یک مقام مالی و متولی سیستم مالی باشد، یک مقام پولی است. عمدتاً بر بانک‌ها نظارت دارد و از نظر سیاستی نیز تمرکز عمده آن بر سیاست پولی (و در واقع سیاست ارزی) است. همین امر موجب شده که در یک برداشت نادرست، سیستم بانکداری معادل با بازار پول، و متناظراً بازار سرمایه مترادف با بازار سهام پنداشته شود. به موازات این برداشت، هر نوع مؤسسه‌های مالی مانند بیمه‌ها یا کارگزاری‌ها و بورس که شکل گرفته، یک نهاد برای نظارت و راهبری آن‌ها در نظر گرفته شده است. احتمالاً یکی از دلایل مهمی که استرس‌های سیستمی شدید سیستم مالی ایران را در دهه‌های اخیر توضیح می‌دهد، همین رویکرد سنتی در مدیریت سیستم مالی از نظر مقرراتی است. این نوع برخورد ساده‌سازی شده و چندگانه، آسیب‌هایی را به همراه داشته که از یک سو، ناکارایی سیستم مالی و به‌ویژه بانکی را موجب شده است، و از سوی دیگر، مقام‌های سیاست‌گذار مانند وزارت اقتصاد و دارایی و بانک مرکزی را از تاثیرگذاری مطلوب بر اقتصاد ایران باز داشته است.

در حالی که در ایران این معضل مقرراتی وجود دارد، بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه به‌ویژه پس از وقوع بحران مالی ۲۰۰۸، سیستم مقرراتی مالی خود روی محتول کرده‌اند. در این تحول هدف این بوده به ساختار مقرراتی دست یافته شود که نخست، توسعه سیستم مالی به معنای واقعی آن (یعنی بهبود مستمر در کیفیت خدمات مالی) رقم بخورد؛ و دوم، آن بخش از عملکرد مطلوب اقتصاد کلان که در گرو سیستم مالی است، به بهترین شکل قابل تحقق شود. به همین جهت، مشاهده می‌شود کشورهای متعددی از رویکرد سنتی به شیوه‌های مدرن مدیریت سیستم مالی مانند یکپارچه‌سازی یا پایش بر اساس اهداف دوگانه (رویکرد قله‌های دوقلو) حرکت کرده‌اند.

بر اساس توضیحات بالا، پژوهش حاضر به واکاوی وضعیت ایران و کشورهای دیگر پرداخته تا از طریق آن به تبیین مسیر پیش‌رو بپردازد. هدف اصلی پاسخ به این سؤال است که نوع سیستم مقرراتی مالی ایران چگونه باشد؟ به بیان دیگر، اقتصاد ایران برای اثربخشی بیش‌تر سیستم مالی و به‌ویژه سیاست‌های بانکی کدام رویکرد مقرراتی را در پیش گیرد؟

یافته‌های تحلیل کوواریانس برای ۲۳ کشور در دوره زمانی ۱۹۸۱ تا ۲۰۲۰ نشان داد که تغییر در رویکرد مقام مقرراتی مالی در اغلب موارد تغییر در عملکرد بخش واقعی (رشد اقتصادی و تورم) و هم‌چنین بخش مالی (توسعه مالی و کارایی مالی) را به همراه داشته است. طبق یافته‌های آماری، غیربهبود بودن مدل‌های سنتی و کارکردی، آشکار شد و لزوم تغییر سیستم مقرراتی مالی به قله‌های دوقلو مورد تایید قرار گرفت. مزیت رویکرد قله‌های دوقلو در مقایسه با سایر رویکردها (حتی رویکرد یکپارچه‌شده) غیرقابل انکار است. در رویکرد قله‌های دوقلو کارکردهای دو مقام مالی متنوع‌تر و دقیق‌تر مشخص شده و لایه‌های عمیق‌تری از مقررات‌زایی مالی ممکن می‌شود.

البته باید توجه کرد که اجرای رویکرد قله‌های دوقلو دشوار بوده و در سال‌های آغازین ممکن است مقررات‌زایی مالی را با چالش‌هایی مواجه کند. حداقل در سال‌های ابتدایی، درک دو مقام مالی از کارکردهای خود و کارکردهای مقام مالی دیگر به سختی اتفاق می‌افتد و در نتیجه، برای تمرین اجرای درست و اثربخش این سیستم مقرراتی به چند سال زمان نیاز است. پس در ایران، مشابه سایر کشورها پیشنهاد سیاستی بلندمدت آن است که سیستم مقرراتی مالی قله‌های دوقلو پیاده‌سازی و اجرا شود، اما به جهت احتیاط (به دلیل فهم عمومی مبنی بر مشابه نبودن شرایط اقتصاد ایران با سایر کشورها) پیشنهاد می‌شود، برای دوره‌ای چندساله سیستم مقرراتی مالی یکپارچه‌شده اجرا شود و پس از آن، به سیستم مقرراتی مالی قله‌های دوقلو ارتقاء یابد.

البته هشدار داده می‌شود که با توجه به عملکرد متمایز کشورهای که مدل قله‌های دوقلو را اجرا کرده‌اند (در تشویق رشد، مهار تورم، ایجاد توسعه مالی و ارتقاء کارایی سیستم مالی)، باقی‌ماندن در رویکرد مقرراتی مالی یکپارچه‌شده و ارتقاء ندادن سیستم مقرراتی مالی به قله‌های دوقلو ممکن است به مانع جدیدی برای دستیابی به توسعه مالی بیش‌تر و اهداف مطلوب اقتصاد کلان تبدیل شود. با لحاظ سیستم مقرراتی مالی سنتی، ساختار مالی به‌شدت بانک‌محور، سرکوب شدید نرخ بهره برای چندین دهه و پایین بودن اعتماد عمومی یافته (که از این لحاظ، ایران در نمونه این پژوهش یک استثناء است)، لازم است هم تغییر در رویکرد مقرراتی مالی در دستور کار سیاست‌گذاران قرار گیرد و هم

ویژگی‌های کلان-مالی (به‌عنوان زیرساختارهای توسعه مالی) بهبود یابند. به بیان دیگر، ساختار مالی به سمت متوازن‌تر شدن حرکت کند، از استمرار در سرکوب نرخ بهره (و سایر شکل‌های سرکوب مالی) پرهیز شود و اعتماد جامعه بازسازی شود. سه کانال یاد شده به‌عنوان مکمل تحول در سیستم مقرراتی مالی عمل کرده و در نتیجه، هم‌افزایی در کارایی و توسعه سیستم مالی و هم‌چنین دستیابی به سطح‌هایی مطلوب از شاخص‌های اقتصاد کلان ایجاد خواهند کرد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

فهرست منابع

Extended Abstract

Introduction

The global financial crisis of 2008 exposed fundamental flaws in many countries' financial supervisory and regulatory architectures, sparking an urgent need for reform and transformation in how financial systems are managed. Scholars and policymakers began re-evaluating the efficiency and systemic stability of traditional regulatory models, prompting a wave of regulatory redesigns. These transitions have spurred interest in the efficacy of various financial regulatory frameworks—most notably, the traditional, functional, integrated, and twin peaks approaches (Group of Thirty, 2008; Rajendran, 2012).

While advanced economies have initiated progressive transitions toward more holistic frameworks, such as the integrated or twin peaks models, developing economies often remain entrenched in traditional or functionally fragmented regulatory structures. Iran exemplifies this disparity. Despite experiencing persistent financial stress and macroeconomic volatility (Tohidi, 2020), its financial regulatory system has remained unchanged and rigidly traditional. In Iran, the Central Bank oversees the banking sector, the Insurance Regulatory Authority manages the insurance industry, and the Securities and Exchange Organization regulates

capital markets. These siloed institutions, each responsible for discrete financial domains, lack systemic coordination and an overarching supervisory vision.

The lack of a system-wide regulatory approach has significant implications. Most critically, it weakens the capacity to monitor, anticipate, and respond to systemic financial risks effectively. This institutional fragmentation contributes to Iran's underdeveloped financial system, inability to mobilize and allocate capital efficiently, and susceptibility to repeated financial stress.

This study explores the implications of financial regulatory reforms by drawing upon a quantitative comparative analysis of 23 countries from 1981 to 2020. Through an analysis of covariance (ANCOVA), it examines how different regulatory regimes interact with structural macro-financial features—such as financial structure, interest rate repression, and generalized trust—and how these factors shape both macroeconomic outcomes (growth and inflation) and financial system performance (development and efficiency). The findings provide a policy-relevant roadmap for transitioning Iran toward a more resilient and effective financial regulatory architecture.

Methods and Materials

This research adopts a quantitative comparative approach utilizing panel data from 23 countries over the period 1981 to 2020. Countries were selected based on financial development levels similar to or greater than Iran's and the presence of at least one transition in their financial regulatory systems.

The analysis incorporates two broad categories of variables. The first category includes four regulatory and macro-financial factors used as covariates: the type of financial regulatory system (traditional, functional, integrated, or twin peaks), the structure of the financial system (measured by the share of equity markets), the degree of interest rate repression (measured by the gap between nominal interest rates and inflation), and the level of generalized trust (proxied by monetary indicators).

The second category comprises performance metrics of macroeconomic and financial systems: GDP growth rate and inflation as macroeconomic indicators; and a composite financial development index and a financial efficiency index representing the financial system's performance.

The financial development index was constructed using principal component analysis across seven sub-indicators, capturing bank-based and market-based development. The financial efficiency index combines turnover ratios for equity markets and credit allocation ratios for banks, weighted by sectoral contributions.

ANCOVA was applied to analyze the interaction between categorical and continuous predictors, testing the effect of regulatory systems in combination with structural variables on economic and financial performance.

Findings

Among the 23 countries examined, 16 had already transitioned to either an integrated or twin peaks regulatory model. Only four retained the traditional model, and three were operating under a functional framework. Notably, countries that adopted modern regulatory systems demonstrated more significant progress in financial development and macroeconomic performance.

For example, countries with twin peaks models often exhibited high levels of financial development and greater financial system stability. In contrast, countries like Iran and Turkey, still using traditional frameworks, showed stunted financial sector evolution and remained bank-centric with minimal diversification into equity markets.

1. GDP Growth: Statistical analysis showed that changes in regulatory frameworks and shifts toward market-based financial structures significantly influenced GDP growth. Interest rate liberalization had a strong positive effect, while generalized trust only played a meaningful role in interaction with regulatory reform. Among the models, the functional approach performed poorly, showing less effectiveness in fostering growth compared to the integrated and twin peaks models.

2. Inflation: The analysis indicated that inflation rates were significantly lower in countries that had adopted integrated or twin peaks models. Interest rate repression and low trust levels were associated with higher inflation, particularly in traditional and functional systems. Again, twin peaks demonstrated superior inflation control performance.

3. Financial Development: A clear pattern emerged where countries with integrated and twin peaks frameworks achieved higher levels of financial development. The traditional and functional models were statistically less effective. Market-based structures and reduced financial repression contributed positively, while generalized trust was not a significant standalone predictor.

4. Financial Efficiency: Financial efficiency was significantly impacted by regulatory systems, trust levels, and structural reforms. Twin peaks models outperformed others, particularly in countries with higher trust and market-oriented financial systems. The functional model again lagged, often showing no significant improvement in efficiency despite structural changes.

Iran remains bank-dominated, with its financial system showing low development and efficiency scores. While banking sector credit to the private sector has grown, the capital market remains underdeveloped. Generalized trust, a prerequisite for market expansion, remains low, and interest rate repression continues to distort capital allocation.

Discussion and Conclusion

The findings underscore the profound impact that regulatory architecture can have on financial development, macroeconomic performance, and systemic resilience. Countries that adopted integrated or twin peaks models not only experienced improved growth and lower inflation but also saw tangible gains in financial system development and efficiency.

Iran's continued reliance on a traditional regulatory model has proven inadequate in addressing modern financial challenges. The segmented oversight structure hampers coordinated policy implementation, systemic risk management, and capital market deepening. This configuration reinforces a bank-centric model that cannot effectively support long-term economic growth or absorb shocks.

While transitioning directly to a twin peaks model may be ideal, it could face substantial institutional and political resistance. Thus, a phased reform is recommended. Iran could begin by adopting an integrated model to develop the institutional capacity and coordination mechanisms necessary for more sophisticated regulation. Once foundational improvements are achieved, it could transition to a twin peaks system to enhance policy granularity, improve supervisory specialization, and ensure both macro- and micro-prudential oversight.

However, structural reforms in the regulatory model must be complemented by broader macro-financial reforms. This includes reducing financial repression, fostering a more balanced financial structure that supports market-based instruments, and rebuilding public trust in institutions. These complementary measures will reinforce the impact of regulatory reform and create an enabling environment for sustainable financial and economic development.

In conclusion, a meaningful transformation of Iran's financial regulatory architecture—toward an integrated and eventually twin peaks model—is both necessary and feasible. Such a transition, if strategically executed, can unlock the latent potential of the Iranian financial system, support macroeconomic stabilization, and position the economy for more inclusive and robust growth in the decades ahead.

References

Abotorabi, M. A. (2024). Does the Phillips Curve Really Exist? A Cross-Country Analysis of Fiscal Policies and Shocks. *New Economics and Trade*, 19(1), 29–71. (In Persian)

- Abotorabi, M. A., & Ahmadian Yazdi, F. (2019). A Study of the Impact of Financial Development on the Effectiveness of Natural Resource Rents on Generalized Trust in Iran. *Monetary and Financial Economics*, 26(1), 137–166. (In Persian)
- Tohidi, S. (2020). Financial Stress and Growth of Economic Sectors in Iran (Master's thesis). Tarbiat Modares University, Tehran, Iran. (In Persian)
- Baliamoune-Lutz, M. (2011). Trust-based social capital, institutions, and development. *The Journal of Socio-Economics*, 40(4), 335–346.
- DeCoster, J. (2006). Testing group differences using t-tests, ANOVA, and nonparametric measures. Retrieved November 30, 2010, from <https://www.stat-help.com>
- Fisher, R. A. (1934). *Statistical methods for research workers* (5th ed.). London, England: Oliver and Boyd.
- Granovetter, M. (2005). The impact of social structure on economic outcomes. *Journal of Economic Perspectives*, 19(1), 33–50.
- Group of Thirty. (2008). *The structure of financial supervision: Approaches and challenges in a global marketplace*. Washington, DC: Group of Thirty.
- Illing, M., & Liu, Y. (2006). Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada. *Journal of Financial Stability*, 2(3), 243–265.
- Keller, B., & Marchev, D. (2023). Analysis of covariance: Univariate and multivariate approaches. In *Handbook of Statistics* (Vol. 536–547).
- Leppink, J. (2018). Analysis of covariance (ANCOVA) vs. moderated regression (MODREG): Why the interaction matters. *Health Professions Education*, 4(3), 225–232.
- Longford, N. T. (2010). Multivariate analysis of variance. In E. Baker, P. Peterson, & B. McGaw (Eds.), *International Encyclopedia of Education* (3rd ed., Vol. 7, pp. 319–323). Elsevier.
- McClave, J. T., & Sincich, T. (2016). *Statistics* (12th ed.). Pearson Education.
- Rajendaran, D. (2012). *Approaches to financial regulation and the case of South Africa*. IFMR Finance Foundation.
- Šidák, Z. (1967). Rectangular confidence regions for the means of multivariate normal distributions. *Journal of the American Statistical Association*, 62(318), 626–633.