

فصلنامه‌ی اقتصاد مقداری

صفحه ی اصلی وب سایت مجله:
www.jqe.scu.ac.ir
شاپا الکترونیکی: ۴۲۷۱-۲۷۱۷
شاپا چاپی: ۵۸۵۰-۲۰۰۸

تاثیر فضایی ریسک‌های اقتصادی و مالی بر روی توسعه مالی (شاخص ترکیبی)

علاء طالب ماطور*، یوسف محمدزاده**، صمد حکمتی فرید***

* دانشجوی دکتری علوم اقتصادی، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران.
** دانشیار اقتصاد، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران (نویسنده‌ی مسئول).
*** دانشیار اقتصاد، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

اطلاعات مقاله

تاریخ دریافت: ۲۵ فروردین ۱۴۰۳
تاریخ بازنگری: ۵ خرداد ۱۴۰۳
تاریخ پذیرش: ۱۹ مرداد ۱۴۰۳

طبقه‌بندیJEL: G32، D72، D53، P34

واژگان کلیدی:
ریسک مالی، ریسک اقتصادی، توسعه مالی، سرریز فضایی

ارتباط با نویسنده مسئول:

آدرس پستی:
ارومیه، جاده سرو، دانشگاه ارومیه، دانشکده اقتصاد و مدیریت، گروه اقتصاد، کد پستی: ۵۷۵۶۱-۵۱۸۱۸

ایمیل:
yo.mohammadzadeh@urmia.ac.ir

0000-0002-4364-5832

اطلاعات تکمیلی:

این مقاله برگرفته از پایان‌نامه دکتری آقای علاء طالب ماطور النعیم در رشته اقتصاد مالی به راهنمایی دکتر یوسف محمدزاده و دکتر صمد حکمتی فرید در دانشگاه ارومیه است.

قدردانی: نویسندگان از نظرات و پیشنهادات ارزشمند داوران که کیفیت این مقاله را بهبود بخشیده‌اند و همچنین ویراستار مجله برای راهنمایی ویرایشی متن مقاله، تشکر و قدردانی می‌کنند.
تضاد منافع: نویسندگان مقاله اعلام می‌کند که در انتشار مقاله ارائه شده تضاد منافعی وجود ندارد.
منابع مالی: نویسنده‌ها هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده اند.

چکیده

با توجه به نقش کلیدی و موثر توسعه بخش مالی در رشد و توسعه اقتصادی، بررسی عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی مورد توجه سیاست‌گذاران و پژوهشگران بوده است. به نظر می‌رسد فضای نااطمینان و ریسکهای موجود در بخش مالی و اقتصادی، می‌تواند توسعه بخش مالی را با اخلال روبرو سازد. از این‌رو، مطالعه با هدف بررسی تاثیر شاخص ترکیبی ریسک مالی و اقتصادی بر روی شاخص چندبعدی توسعه مالی در کشورهای آسیایی انجام شده است. توسعه مالی مورد استفاده در این مقاله شامل عمق، دسترسی و کارایی نهادهای مالی است. همچنین در این مطالعه از رویکرد اثرات فضایی که در حوزه ریسک مالی و اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار است، استفاده شده است. نمونه مورد بررسی شامل ۳۱ کشور قاره آسیا طی سالهای ۲۰۰۰-۲۰۲۱ و برای برآورد مدلها از رویکرد پانل فضایی دوربین(رویکرد SDM) استفاده شده و جهت استحکام نتایج، ریسک مالی و اقتصادی در مدلهای جداگانه برآورد شده است. نتایج حاکی از آن است که ریسک مالی و ریسک اقتصادی تاثیر منفی بر روی شاخص ترکیبی توسعه مالی در کشورهای آسیایی داشته است. همچنین ریسک مالی و اقتصادی بصورت فضایی به توسعه مالی کشورهای همجوار نیز اثر منفی گذاشته است. کشورهایی که از درجه اقتصادی بالاتری برخوردار هستند، توسعه مالی بالاتری را تجربه می‌کنند. کشورهای شرق آسیا با اینکه از منابع انرژی و طبیعی کمتری برخوردار هستند، ولی با اینحال از توسعه مالی بالاتری نسبت به کشورهای غرب آسیا که دارای منابع زیاد نفت و گاز و معدنی هستند، برخوردار بوده‌اند. در نهایت کشورهایی که از شاخصهای حکمرانی بهتری برخوردار هستند، بازارها و نهادهای مالی توسعه یافته‌تری دارند. کنترل ریسک‌های اقتصادی و مالی، کاهش محدودیتهای تجاری، بهبود شاخصهای کیفیت نهادی، کاهش وابستگی به فروش منابع طبیعی و ایجاد همکاری‌های اقتصادی و مالی بین کشورهای آسیایی از جمله توصیه‌های مقاله حاضر است.

ارجاع به مقاله:
طالب ماطور، علاء.، محمدزاده، یوسف و حکمتی فرید، صمد. (۱۴۰۵). تاثیر فضایی ریسکهای اقتصادی و مالی بر روی توسعه مالی (شاخص ترکیبی). *اقتصاد مقداری (بررسی‌های مقداری سابق)*، ۲۳(۲)، ۶۹-۳۴.
10.22055/jqe.2024.46605.2621

© 2026 Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0 license) (http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

۱- مقدمه

بخش مالی اقتصاد، تامین‌کننده منابع سرمایه‌گذاری در اقتصاد بوده که در نهایت نقش تعیین‌کننده در رشد اقتصادی دارد ((King and Levine, 1993; Stiglitz, 1998)) و لذا محدودیت بخش مالی موجب محدودیت در تامین مالی سرمایه‌گذاری و در نتیجه کند شدن رشد اقتصادی می‌شود(McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Pagano, 1993). توسعه مالی یک از مهمترین ابزارهای رشد و توسعه اقتصادی مخصوصا برای کشورهای درحال-توسعه محسوب می‌شود. مطالعات بسیاری در خصوص نقش و عملکرد توسعه مالی در رشد اقتصادی کشورها انجام شده است که عموما اثر کلیدی و موثر توسعه مالی بر روی رشد اقتصادی را نتیجه گرفته‌اند(Durusu-Ciftci et al, 2017; Calderón & Liu, 2003; Abu-Bader & Abu-Qarn, 2008; Christopoulos & Tsionas, 2004; Al-Awad & Harb, 2005; Al-Yousif, 2002; Hassan et al, 2001; Leylian et al, 2023). همچنین مطالعات مربوط به کشورهای آسیایی نیز نشان می‌دهد که توسعه مالی نقش موثری در رشد و توسعه اقتصادی کشورهای آسیایی دارد(Sinha & Macri, 2001; Habibullah & Eng, 2006; Estrada et al, 2010; Bayar, 2014; Sharma and Sharma, 2020; Chakraborty & Ghosh, 2011; Murari, 2017). لذا بررسی عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی از اهمیت ویژه‌ای علی‌الخصوص برای کشورهای درحال-توسعه برخوردار است.

در بررسی‌های بین کشوری عواملی مانند تجارت آزاد، کیفیت نهادها، آزادی اقتصادی، ثبات اقتصادی، چارچوب قانونی، توسعه انسانی، ثبات سیاسی، تورم، رشد اقتصادی و غیره به عنوان مهمترین تعیین‌کننده‌های توسعه مالی مورد شناسایی قرار داده-اند(Cherif & Dreger, 2016; Ibrahim & Sare, 2018; Khalfaoui, 2015; Law & Habibullah, 2009; Anwar et al, 2017; Salahmanesh et al, 2021). اما به نظر می‌رسد که ریسک‌های بخش اقتصادی و مالی می‌تواند فرآیند تامین مالی و توسعه مالی را با موانعی روبروی سازد که این مساله در مطالعات قبلی کمتر مورد توجه بوده است. وقتی فضای اقتصاد کلان دچار آسیب شده و رشد اقتصادی کافی نباشد، هم از مسیر تقاضا برای منابع مالی و هم از منظر ایجاد منابع برای نظام مالی تامین سرمایه گذاری، اختلال بوجود خواهد آمد(Demirhan et al, 2011; Hsueh et al, 2013)). سرمایه‌گذاری خصوصی تا حدی زیادی به وضعیت ثبات اقتصادی بستگی دارد(Pindyck & Solimano, 1993). به

عنوان مثال نااطمینانی‌های انتظارات تورمی می‌تواند اثر بازدارنده بر روی سرمایه‌گذاری خصوصی داشته باشد(Zelekha, 2010; Bambe, 2022) از سوی دیگر، ناتوانی کشورها در پرداخت هزینه‌ها و بدهی خود، یک عامل محدود کننده تامین مالی محسوب می‌شود. در کشورهایی که دولت دریافت کننده اصلی وام بانکی است، بدهی عمومی احتمالاً به توسعه مالی آسیب می‌رساند. علاوه بر این، هر چه عمق مالی کمتر باشد، اثرات نامطلوب استقراض عمومی بر توسعه مالی و نتایج کلان اقتصادی بیشتر خواهد بود(Altaylıgil & Akkay, 2013; Ismihan & Ozkan, 2012). بدهی‌های خارجی با برهم زدن ثبات مالی یک مانع جدی برای توسعه اقتصادی ایجاد می‌کند(Holloway, 2013).

اهمیت ریسک‌های اقتصادی و مالی علی‌الخصوص در کشورهای درحال‌توسعه و در کشورهایی که بیشتر در معرض چنین ریسک‌هایی هستند، بیشتر خواهد بود. عدم قطعیت‌های اقتصاد کلان، مانع عملکرد مطلوب اقتصادی می‌شود(Shabani et al, 2025). کشورهای آسیایی تحت انواع ریسکهای کشوری قرار دارند. کشورهای آسیای شرقی با توجه به وابستگی شدید به تجارت بین‌المللی و منابع انرژی خارجی در معرض انواع ریسکهای اقتصادی مانند تغییرات قیمت نفت، تغییرات قیمت ارز، بدهی خارجی، نرخ بهره و عرضه پول هستند(Verma & Verma, 2014; Cevik et al, 2014). از سوی دیگر کشورهای غرب آسیا و خاورمیانه با انواع ریسک‌ها وابستگی به قیمت نفت، وابستگی به رشد کشورهای صنعتی، بی‌ثباتی سیاسی، ریسکهای سیاسی، حملات تروریستی و غیره هستند که فضای اقتصادی و بخش مالی و همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را با نااطمینانی‌های زیادی مواجه می‌کند(Spulbar et al, 2022; Bayar & Gavriletea, 2018). البته می‌توان گفت وابستگی اقتصادی عمیقی بین اقتصادهای غرب و شرق آسیا وجود دارد. کشورهای غرب آسیا بیشتر تامین‌کننده انرژی و مواد اولیه صنایع کشورهای شرق آسیا هستند و لذا به نظر می‌رسد نااطمینانی‌ها و تغییرات فضای اقتصادی کشورهای آسیایی می‌تواند بر روی هم اثرگذار باشد. لذا می‌توان انتظار داشت که ریسک‌های اقتصادی و مالی بین این کشورها سرایت داشته باشد. توسعه مالی در یک کشور در صورت وجود زمینه‌ها و روابط گسترده اقتصادی با کشورهای دیگر، می‌تواند منجر به آثار مثبت مانند رشد اقتصادی در جوامع همسایه شود(Minh & Ngoc, 2023). تفاوت در سیاست‌های مالی و بودجه‌ای دولت‌ها نیز می‌تواند اثرات فضایی ریسک‌ها را تعدیل یا تشدید کند؛ به‌ویژه در کشورهایی که سیاست مالی چرخه‌ای دارند و مخارج عمومی با جذب نقدینگی از بازارهای مالی، توان واسطه‌گری

مالی را تضعیف می‌کنند(jafari & Fatholahi, 2026). دسترسی به منابع مالی می‌تواند به مناطق همجوار نیز تسری پیدا کند و برعکس ممکن است به دلیل تفاوت در مقررات و سیاستهای اقتصادی دو کشور، امکان جریان نقدینگی بین دو منطقه وجود نداشته باشد(Yu and Huang, 2023). از این‌رو، مطالعه حاضر با هدف بررسی تاثیر ریسکهای اقتصادی و مالی و سایر عوامل تعیین‌کننده، بر روی توسعه مالی در کشورهای آسیایی انجام شده است. در این مطالعه از شاخص چند بعدی توسعه مالی که هر سه بعد عمق، کارایی و دسترسی نهادها و بازارهای مالی را نشان می‌دهد، استفاده شده است. همچنین رویکرد فضایی برای بررسی سرایت و سرریز متغیرها بین کشورهای همجوار بکار گرفته شده است. نتایج این تحقیق منجر به گسترش ادبیات این حوزه و شواهد جدیدی از روابط این متغیرها را ارائه می‌دهد.

۲- ادبیات موضوع

۲-۱- مبانی نظری

توسعه مالی به مجموعه ای از عوامل، خط‌مشیها و نهادهایی اطلاق می‌شود که به ایجاد بازارهای مالی و واسطه های مالی اثربخش منجر شده و دسترسی عمیق و گسترده به سرمایه و خدمات مالی را فراهم می‌کند(Zoraki et al, 2015). منظور از توسعه مالی به معنای گسترده آن، انتقال وجوه از پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران از طریق واسطه‌های مالی به صورت کارا است(Hye and Dolgopolova, 2011). در بخش مالی، وجوه، اعتبارها و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات، از طرف صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می‌یابد. به عبارتی توسعه مالی از طریق ایجاد و گسترش ابزارها شامل سهام، اوراق قرضه و سپرده‌های دیداری و بازارهای مالی شامل بانک‌ها، بازار سرمایه و بازار بیمه به فرایند سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی کمک می‌کند. یک سیستم مالی توسعه‌یافته، نقشی مهمی در تجمیع پس‌انداز، کاهش ریسک از طریق متنوع‌سازی، تسهیل معاملات، تولید اطلاعات مرتبط در مورد چشم‌انداز سرمایه‌گذاری، و جذب سرمایه‌گذاری خارجی دارد. یک بازار مالی کارآمد، فضایی مناسب برای تخصیص کارآمد منابع مالی ایجاد و همزمان جنبه‌های مدیریت ریسک، شفافیت و حاکمیت شرکتی را بهبود می‌بخشند، در نتیجه منجر به افزایش کارایی تامین مالی سرمایه گذاری می‌شوند(Deidda & Fattouh, 2008). در مطالعات حوزه توسعه مالی از ابزارهای مختلفی برای سنجش میزان توسعه مالی کشورها بکار گرفته

می‌شود، یکی از ساده‌ترین این شاخصها، میزان اعتبارات اعطای بانکها به بخش خصوصی[1] و یا پول گسترده[2] است(Odhiambo & Musakwa, 2024; Salifu et al, 2024; Ganda, 2024; Aboagye & Kwakwa, 2023). اما اخیرا IMF[3] یک شاخص ترکیبی برای توسعه مالی کشورها محاسبه و منتشر می‌کند که شامل سه شاخص دسترسی، عمق و کارایی هم برای موسسات مالی و هم برای بازارهای مالی را است. این شاخص می‌تواند دید کاملتری نسبت به وضعیت توسعه مالی در کشورهای مختلف ارایه دهد(Svirydzenka, 2016).

با توجه به اهمیت و جایگاه توسعه مالی برای رشد و توسعه اقتصادی، مطالعات زیادی به بررسی تعیین‌کننده‌های توسعه مالی در نمونه‌های کشورهای مختلف پرداخته‌اند. یکی از این موارد، توسعه تجارت و درجه باز بودن اقتصاد است. گسترش تجارت مجراهای تامین مالی خارجی را فعال می‌کند و لذا دسترسی اقتصاد به منابع مالی خارجی را تسهیل می‌کند که منجر به تقویت توسعه مالی می‌شود(Do & Levchenko, 2007). از منظر اقتصاد سیاسی، گسترش تجارت، قدرت شرکتها و واسطه‌های مالی فعلی که با انگیزه‌های انحصارگری، موانعی را برای توسعه مالی ایجاد می‌کنند را تضعیف می‌کند و لذا توسعه مالی تقویت می‌شود(Braun & Raddatz, 2005). سوالرید و ولاچوس (۲۰۰۲) بر نقش تنوع ریسک تأکید دارند. در فرآیند باز بودن تجارت با قرار گرفتن بیشتر در معرض شوک‌های خارجی و رقابت خارجی، تقاضا برای خدمات مالی برای متنوع کردن چنین ریسک‌هایی را افزایش می‌یابد(Svaleryd & Vlachos, 2002). چنین استدلالی را نیوبری و استیگلیتز (۱۹۸٤) نیز مطرح کرده بودند که تجارت، با تأثیر بر کشش قیمت، به طور بالقوه می‌تواند عدم اطمینان و نوسانات درآمد را افزایش دهد(Newbery & Stiglitz, 1984). توسعه مالی می‌تواند با افزایش تقاضا برای بیمه جهت پوشش این نوسانات و نااطمینانی‌ها تقویت شود. البته محققانی مانند لویزا و راداتز(۲۰۰۷) و تورنل و همکاران(۲۰۰٤) استدلال می‌کنند که اگر باز بودن تجاری همراه با افزایش آسیب‌پذیری در برابر شوک‌های خارجی باشد، ممکن است نارسایی بازار سرمایه را بدتر کرده و در نتیجه مانع از توسعه مالی شود(Loayza & Raddatz, 2007; Tornell et al, 2004).

[1] Domestic credit to private sector
[2] Broad money supply
[3] International Monetary Fund

عامل مهم دیگر، میزان وجود منابع و ثروتهای طبیعی در کشورهاست. در خصوص نحوه اثرگذاری وفور منابع طبیعی بر روی توسعه مالی در بررسی‌های قبلی، استدلالهای نظری و نتایج تجربی متفاوتی حاصل شده است. برخی بررسی‌های به اثرات مثبت وفورر منابع بر توسعه مالی تاکید داشته‌اند. آنها استدلال می‌کنند که کشورهای دارای منابع طبیعی از نظر تعدیل کسری تجاری و همچنین افزایش فعالیت‌های اقتصادی، توسعه مالی را تقویت می‌کند. کمبود منابع طبیعی باعث ایجاد ریسک و عدم اطمینان مالی می‌شود. در حالی که دسترسی بیشتر به منابع طبیعی، کشورها را در استفاده بهینه از منابع طبیعی و ارتقای توسعه مالی بسیار کمک کرده است. منابع طبیعی توسعه مالی را با صادرات منابع طبیعی یا جمع‌آوری درآمد از منابع طبیعی بهبود می‌بخشد. کشورهای غنی از منابع طبیعی شانس بالایی برای توسعه بخش مالی خود دارند (Han et al, 2022; Shahbaz et al, 2018). اما در مقابل مطالعات دیگری به رابطه منفی بین وفور منابع طبیعی و توسعه مالی دست یافته‌اند(Elbadawi & Soto, 2012; Mehlum et al, 2006; Sachs & Warner, 2001; Sun et al, 2020). استدلال اصلی این مطالعات مربوط به تئوری نفرین منابع و بیماری هلندی می‌باشد. در کشورها با وفور منابع طبیعی به دلیل وجود نرخ بالایی از رانت‌خواری، فساد، وابستگی به صادرات تک‌محصولی و کیفیت پایین نهادی، سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی کمتر بوده و لذا این کشورها رشدهای اقتصادی پایین‌تری را تجربه می‌کنند. بر همین اساس برخی از مطالعات به بررسی کانالهای تبدیل نفرین منابع به نعمت منابع پرداخته‌اند. بیشتر مطالعات این حوزه نشان می‌دهد که بهبود کیفیت نهادها و حکمرانی خوب می‌تواند وفور منابع طبیعی را به سمت تامین مالی سالم و گسترده بخش مولد اقتصادی هدایت کرده و لذا توسعه مالی را تقویت کند. کشورهایی که از کیفیت مقررات بهتری برخوردار بوده، شفافیت مالی بالاتری دارند، میزان پاسخگویی دولت بالا بوده و ثبات سیاسی بالاتری را تجربه می‌کنند، منابع طبیعی نقش مفید و موثری را در تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های مفید ایفا می‌کند (Khan et al, 2020(a); Chinn & Ito, 2006). البته برخی مطالعات مانند آصیف و همکاران(۲۰۲۰) نشان دادند که بین کوتاه‌مدت و بلندمدت تفاوت وجود دارد؛ وفور منابع طبیعی در کوتاه‌مدت می‌تواند باعث بهبود توسعه مالی گردد ولی در بلندمدت این اثرگذاری به دلیل فعال شدن کانالهای تئوری بلای منابع، منفی خواهد بود(Asif et al, 2020). کشورهای آسیایی طیف وسیعی از میزان برخورداری از منابع طبیعی را دارا هستند. برخی کشورها مانند کشورهای حوزه خلیج فارس به عنوان

قطب انرژی دنیا محسوب می‌شوند و اقتصاد وابسته به فروش منابع نفت و گاز دارند. در مقابل برخی کشورهای جنوب شرق آسیا مانند کره جنوبی، مالزی، اندونزی، سنگاپور و غیره از منابع طبیعی ناچیزی برخوردار هستند و وابسته به واردات منابع طبیعی مانند نفت و گاز هستند. چنین تفاوتی از میزان منابع طبیعی در این کشورها، وابستگی اقتصادی عمیقی را بین این کشورها ایجاد می‌کند و لذا تحولات اقتصادی کشورها می‌تواند سایر کشورها را تحت تاثیر قرار دهد.

عامل دیگر تعیین‌کننده توسعه مالی، کیفیت نهادها است. مطالعات زیادی در خصوص نقش و اهمیت کیفیت نهادها و حکمرانی خوب در توسعه مالی انجام شده است. در یک چارچوب نهادی می‌تواند موجب انسجام اجتماعی شده و مشارکت در تامین مالی را بهبود ببخشد (Khan et al, 2020(b)). ثبات سیاسی، کنترل فساد و کیفیت نظارتی اثر تعیین‌کننده بر روی توسعه مالی دارد. کیفیت نهادها نه تنها بطور مستقیم بر روی توسعه مالی موثر است بلکه روابط سایر متغیرها اقتصادی با توسعه مالی را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهد. مثلا وجود منابع طبیعی در یک کشور زمانی می‌تواند موجب توسعه مالی شود که فساد و فرصتهای رانت‌جویانه محدود شوند(Khan et al, 2019(a)). لوین(۱۹۹۷) اذعان دارد که مؤسسات نقش مهمی در عملکرد بازارهای مالی دارند. برای مثال، دولت‌های بی‌ثبات نمی‌توانند به‌طور قابل اعتمادی متعهد به سیاست‌هایی شوند که می‌توانند فعالیت‌های کارآفرینی، پس‌انداز و عملکرد بازارهای مالی را تشویق و تقویت کنند(Levin, 1997). بی‌ثباتی سیاسی احتمالاً منجر به سیاست‌های اقتصاد کلان نامطمئن می‌شود و از این رو، توسعه زیرساخت‌های مالی را مختل می‌کند (Roe & Siegel, 2007). کاپاسو(۲۰۰۴) تاکید کرد که موسسات خوب بازارهای مالی را قادر می‌سازند تا منابع را به سمت فعالیت‌های تولیدی هدایت کنند و اتلاف و سوء استفاده از آنها را به حداقل برسانند(Capasso, 2004).

همچنین شرایط اقتصاد کلان به عنوان یک ویژگی تعیین‌کننده توسعه مالی کشورها است که رشد اقتصادی به عنوان یک پراکسی از شرایط اقتصادی کلان، در مدلسازی‌های توسعه اقتصادی مورد استفاده قرار گرفته شده است. رشد اقتصادی که در واقع رشد درآمد یک کشور است از طریق انباشت سرمایه و منابع مالی می‌تواند به توسعه و تامین مالی در اقتصادی اثرگذار باشد. البته خود رشد اقتصادی نتیجه بهبود بسیاری از عوامل اقتصادی و حتی اجتماعی است و لذا این شاخص می‌تواند نماینده‌ای از بهبود فضای اقتصادی حاکم بر جامعه باشد(Khan et al, 2020(a)). افزایش تقاضا برای خدمات مالی ممکن است با رشد

اقتصاد واقعی باعث گسترش بخش مالی شود؛ بدین معنی که بخش مالی به طور منفعلانه به رشد اقتصادی پاسخ می‌دهد (Calderón & Liu, 2003; Kaushal & Pathak, 2015; Jung, 1986).

از منظر رشد اقتصادی، در بیست سال گذشته کشورهای قاره آسیا، بهتر از سایر نقاط جهان عمل کرده است و همچنین تحولات عمده‌ای را در بانک‌های سنتی خود تجربه کرده است. اما تفاوتهای زیادی بین کشورهای آسیایی از لحاظ تجربه رشد اقتصادی وجود دارد. همچنین منطقه آسیا شامل اقتصادهایی است که از نظر توسعه مالی متنوع هستند. حتی در میان اقتصادهای توسعه‌یافته، امتیازات در مقیاس‌های مختلف توسعه مالی کاملاً متفاوت است. به عنوان مثال، طبق گزارش توسعه مالی مجمع جهانی اقتصاد، تا سال ۲۰۱۲، هنگ کنگ، چین در محیط تجاری و اندازه و کارایی سیستم بانکی امتیاز خوبی کسب کرد، اما در مجموع عملکرد نسبتاً کمتری داشت. سنگاپور، به نوبه خود، در ثبات مالی امتیاز خوبی کسب کرد و علاوه بر این، به بازارهای ارز خارجی، مشتقات و سهام بسیار توسعه یافته دست یافته است. ولی این کشور فاقد بازار اوراق قرضه توسعه‌یافته بود. علاوه بر این، افشای اطلاعات مالی نسبتاً ضعیف بود. ژاپن برای خدمات مالی بانکی و غیربانکی و بازارهای مالی از امتیازات بالایی برخوردار بود. در مقابل، محیط تجاری و دسترسی مالی آن به عنوان یک کشور توسعه یافته نسبتا ضعیف بود. جمهوری کره در دسترسی مالی عملکرد خوبی داشت اما در محیط نهادی و ثبات مالی ضعیف عمل کرد. (Le et al, 2016). کشورهای غرب آسیا علی‌الخصوص کشورهای خاورمیانه از ثروتهای طبیعی زیادی برخوردار هستند ولی برخی از این کشورها نتوانسته‌اند این درآمدها را در جهت توسعه مالی خود استفاده کنند.

اما آنچه در مطالعات قبلی کمتر مورد توجه قرار گرفته است، اثر ریسک‌های اقتصادی و مالی بر روی توسعه مالی در اقتصادهای مختلف است. درحالیکه به نظر می‌رسد ریسک‌های بخش مالی و اقتصادی بطور مستقیم و غیرمستقیم می‌تواند تاثیر قوی بر روی توسعه مالی قرار دهد. بهرحال یکی از مهمترین بحثهای بخش مالی، ریسک و نااطمینانی است. در بازارهای مالی عموما ریسک را به دو نوع ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک تقسیم می کنند. ریسک غیرسیستماتیک که ریسک قابل کنترل نیز گفته می شود در درون یک نهاد قابل مدیریت است ولی ریسک سیستماتیک به عوامل خارجی مربوط می شود. ریسک سیستماتیک شامل ریسکهای سیاسی، ریسکهای شرایط کلان اقتصادی مانند تورم، نوسانات نرخ ارز، ریسک تجاری، ریسک نقدینگی، ریسکهای مالی و

غیره می شود(Sukrianingrum & Manda, 2020). همچنین ریسک را در سه سطح بین الملل، سطح کشور، سطح شرکت و سطح پروژه های سرمایه گذاری طبقه بندی کرد. در سطح ملی میتوان ریسک سطح کشور را به ریسک مالی، ریسک اقتصادی و ریسک سیاسی تقسیم کرد(Erb et al, 1996). بر اساس تعریف موسسه PRS ریسک اقتصادی ابزاری برای ارزیابی نقاط قوت و ضعف اقتصادی یک کشور است. مؤلفه های ریسک اقتصادی شامل مشکلات مربوط به تولید ناخالص داخلی سرانه، رشد اقتصادی حقیقی، نرخ تورم، کسری بودجه به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی سرانه و کسری تراز تجاری به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی سرانه است. از سوی دیگر، ریسک مالی به وضعیتی گفته می شود که بحران های مالی سیستماتیک، ثبات اقتصاد کلان را تهدید نماید. بر اساس تعریف PRS، ریسک مالی ابزاری برای ارزیابی توانایی کشور در پرداخت هزینه های خود است. در واقع، ریسک مالی یک سیستم اندازه گیری برای توان یک کشور در تأمین مالی رسمی، تعهدات تجاری و بدهی تجاری آن است. مؤلفه های شاخص ریسک مالی عبارت اند از: بدهی خارجی به صورت درصدی از GDP، بدهی خارجی در بخش خدمات به عنوان درصدی از صادرات کالاها و خدمات، تراز تجاری به عنوان درصدی از صادرات کالاها و خدمات، خالص نقدینگی بین المللی به عنوان پوشش واردات در یک ماه و ثبات نرخ ارز.

بطور کلی فضای با ثبات و آرام مالی و اقتصادی، هم باعث تحریک پس انداز و هم سرمایه گذاری خصوصی خواهد شد. لذا وجود کسری های بودجه و بدهی های خارجی محدودیتهای جدی برای تامین مالی سرمایه گذاری ایجاد می کند و لذا عملکرد و کارایی نظام مالی را تضعیف می کند(Hwang et al, 2010). زمانی که ریسکهای اقتصاد کلان بیشتر باشد، سرمایه گذاری خصوصی و نظام تامین مالی آن تضعیف خواهد شد(Lee, 2004) بر اساس نظریه شتاب سرمایه گذاری، تقاضا برای محصول به تغییرات در کالای سرمایه‌ای و بنابراین سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. لذا زمانی که ریسکهای اقتصادی پایین بوده و رشد اقتصادی همراه با تورم پایین و ثبات نرخ ارز برقرار باشد، تقاضا برای سرمایه گذاری افزایش یافته و در نتیجه تقاضا برای منابع مالی افزایش می یابد(Knox, 1952). از سوی دیگر موفقیتهای اقتصادی بصورت رشد اقتصادی، بهبود تراز تجاری و مازاد بودجه دولتی، موجب تشکیل منابع مالی بیشتر در اقتصاد و لذا توسعه بخش مالی اقتصاد می شود. یافته های کالدرون و لیو(۲۰۰۳) و دمیرحان و همکاران(۲۰۱۱) نشان می دهد که یک رابطه علی از رشد اقتصادی به طرف توسعه مالی وجود دارد(Calderón & Liu, 2003;

(Demirhan et al, 2011). از این رو می توان انتظار داشت که ریسکهای اقتصادی بر روی توسعه مالی اثرگذار باشد. توسعه بخش مالی همچنین با ریسک مالی می‌تواند مرتبط باشد. بدهی های خارجی یک کشور، تراز تجاری منفی، کمبود نقدینگی بین المللی و بی ثباتی نرخ ارز تا حدی زیادی منابع مالی مورد نیاز در یک اقتصاد را با محدودیت روبرو می سازد. فرای(۱۹۹۳) نشان داد که کسری حساب جاری و انباشت بدهی های دولت، از طریق تأثیرات مالی و ثروت موجب فرار سرمایه از اقتصاد می شود(Fry, 1993). مطالعه بوردو و همکاران(۲۰۱۰) نشان داد که نسبت‌های بیشتر بدهی ارز خارجی به کل بدهی با افزایش خطرات ناشی از بحران‌های ارزی و بدهی همراه است(Bordo et al, 2010). بنابراین بحران‌های مالی، ناشی از قرار گرفتن در معرض ارز خارجی، منجر به زیان دائمی قابل توجهی در تولید شده است. بدهی ارز خارجی احتمال بروز بحران ارزی و بدهی را افزایش می دهد. زمانی که استقراض به ارز خارجی سریع و زیاد باشد، سیستم‌های بانکی مستعد بحران می‌شود. از این رو ریسکهای مالی نظام تامین مالی و دسترسی به منابع مالی داخلی را با مشکل مواجه می‌سازد.

در نهایت نکته مهمی که در عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی در کشورهای آسیایی باید مورد توجه قرار داد، سرریز توسعه مالی و عوامل تعیین‌کننده آن بین کشورهای مجاور است. در کشورهای آسیایی هم بلحاظ قرارگیری در یک جغرافیا و وجود کریدورهای حمل-ونقل جاده‌ای و دریایی نزدیک بهم و هم بلحاظ وابستگی اقتصادی از تامین مواد اولیه و انرژی تا تامین تکنولوژی و بازارهای مصرفی، به نظر می‌رسد که تحولات و شرایط اقتصادی و بازارهای مالی به سایر کشورهای مجاور سرایت داشته باشد. بررسی‌ها نشان می‌دهد که میزانی از سرایت مالی بین بازارهای مالی کشورهای آسیایی وجود دارد و بدلیل وجود چنین سرایتی، بحرانهای مالی جهانی تا حدی بین کشورهای آسیایی سرریز می‌شود. البته میزان این سرریز در اقتصادهای بزرگ و کوچک متفاوت است (Tanaka & Fukuda, 2019; Gulzar et al, 2019). البته وجود ارتباطات مالی و اقتصادی بین کشورهای آسیایی، از یک‌سو ممکن است باعث همگرایی اقتصاد کشورها شود و کشورهای کمترتوسعه‌یافته‌تر به کشورهای پیش‌رو نزدیک شوند ولی از سوی دیگر ممکن است تنشهای مالی مانند استرس مالی بین کشورها سرایت پیدا کرده و اقتصادهای دیگر را نیز تحت تاثیر قرار دهد(Gil-Alana et al, 2021). بنابراین به نظر می‌رسد که در بررسی تاثیر ریسک‌های مالی و اقتصادی بر روی توسعه مالی کشورهای آسیایی باید اثرات سرریز و فضایی نیز مدنظر قرار

گیرد. البته تفاوت‌های زیادی در بین کشورهای آسیایی در مسیر حرکت به سمت توسعه در دهه‌های گذشته وجود داشته است. برخی از کشورها مانند کشورهای جنوب شرق آسیا به سرعت سرسام‌آوری رشد اقتصادی بالاتری داشته‌اند. اقتصاد چین، ژاپن و کره بزرگ شده و سهم قابل توجهی از اقتصاد جهانی را به خود اختصاص داده‌اند. در مقابل برخی از کشورها مخصوصا در آسیای میانه و غرب از توسعه جهانی به شدت عقب افتاده‌اند. از نظر سیاست‌گذاری نیز، طیف گسترده‌ای از سیاست‌های دولتی در کشورهای آسیایی تجربه می‌شود. برخی از دولت‌های آسیایی به سمت اقتصاد جهانی و آزاد حرکت کردند مانند کشورهای سنگاپور، کره جنوبی، اندونزی؛ اما در مقابل برخی کشورها مانند ایران از تجارت جهانی و سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی بطور قالب توجهی فاصله گرفته‌اند. به همین دلیل و همچنین برای ارائه توصیه‌های سیاستی برای ایران، این مقاله متمرکز بر کشورهای قاره آسیا بوده است.

۲-۲- مطالعات تجربی

مطالعات زیادی در خصوص تعیین‌کننده‌های توسعه مالی و تاثیر عوامل مختلف بر روی آن انجام شده است. اما تاثیر ریسک‌های اقتصادی و مالی بر روی توسعه مالی که با توجه به ادبیات نظری تحقیق، به نظر می‌رسد از اهمیت زیادی برخوردار بوده و تعیین‌کننده باشدِ، مورد توجه مطالعات قبلی نبوده است. البته بصورت جزئي ارتباط متغیرهای اقتصادی و بخش مالی با توسعه مالی در ادبیات تجربی قبلی مورد توجه قرار گرفته است.

لاو و حبیب‌اله(۲۰۰۹) با استفاده از داده‌های ۲۷ اقتصاد (G-7، اروپا، آسیای شرقی و آمریکای لاتین) طی سال‌های ۱۹۸۰-۲۰۰۱، شواهد جدیدی را از تعیین‌کننده‌های توسعه مالی ارائه می‌کند. نتایج تحلیل داده‌های پانل پویا نشان می‌دهد که درآمد سرانه واقعی و کیفیت نهادی از نظر آماری تعیین‌کننده‌های معنادار توسعه بخش بانکی و توسعه بازار سرمایه هستند. با این حال، باز بودن تجارت در ترویج توسعه بازار سرمایه برجسته‌تر است. از نظر آزادسازی مالی، نتایج تجربی نشان می‌دهد که اصلاحات بخش مالی داخلی تمایل به ارتقای توسعه بخش بانکی دارد، در حالی که آزادسازی بازار سهام در ارائه توسعه بازار سهام قوی است. با این وجود، برنامه‌های آزادسازی مالی در اقتصادهای توسعه‌یافته نتایج بهتری را به همراه دارد(Law & Habibullah, 2009). مطالعه آکینولو و اگبتوند(۲۰۱۰) برای کشورهای آفریقای علیت دو طرفه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی را تائید می‌کند(Akinlo & Egbetunde, 2010). در خصوص سایر شاخصهای اقتصادی مانند

تورم، کیم و لین(۲۰۱۰) با رویکرد پانلی برای ۸۷ کشور نشان دادند که درآمد کم و تورم بالا در بلندمدت تاثیر منفی بر روی توسعه مالی می‌گذارد. آنها بحث می‌کنند که با اینکه ممکن است در کوتاه‌مدت تورم به توسعه مالی تاثیر مثبت داشته باشد ولی در بلندمدت این ارتباط منفی است(m and Lin, 2010). البته مطالعات درون کشوری متعددی مانند بیتنکورت(۲۰۱۱) برای برزیل، اوزتورک و کاراگوز(۲۰۱۲) برای ترکیه، آبی(۲۰۱۲) برای کشور غنا نشان می‌دهد که تورم عموما تاثیر منفی بر روی توسعه مالی کشورها دارد(Bittencourt, 2011; Ozturk & Karagoz, 2012; Abbey, 2012).

مطالعه مروری وقویی و همکاران(۲۰۱۱) که به بررسی نتایج مطالعات قبلی در خصوص تعیین‌کننده‌های اصلی توسعه مالی، می‌پردازد کیفیت نهادها و باز بودن تجاری را مهمترین عوامل موثر بر توسعه مالی شناسایی می‌کنند(Voghouei et al, 2011). لی و همکاران(۲۰۱۶) به بررسی عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی در ۲۶ کشور آسیایی و اقیانوسیه از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۱ پرداخته‌اند. آنها از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته پویا برای این منظور استفاده کرده‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که حکمرانی بهتر و کیفیت نهادی توسعه مالی را در اقتصادهای درحال‌توسعه تقویت می‌کند، و همچنین رشد اقتصادی و باز بودن تجارت، تعیین‌کننده‌های کلیدی عمق مالی در اقتصادهای توسعه‌یافته هستند(Le et al, 2016). مطالعه چریف و درگر(۲۰۱۶) در خصوص عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی برای کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا(MENA)، که از توسعه بخش بانکی و بازار سهام به عنوان توسعه مالی استفاده شده است، نشان می‌دهد که کیفیت نهادها(کنترل فساد و حاکمیت قانون)، درآمد سرانه، تورم و درجه باز بودن اقتصاد از مهمترین عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی در این کشورها بوده است(Cherif & Dreger, 2016).

انور و همکاران(۲۰۱۷) نیز به بررسی عوامل تعیین‌کننده فرآیند توسعه مالی در کشورهای منتخب اتحادیه همکاری‌های جنوب آسیا (SAARC) یعنی پاکستان، هند، سریلانکا، نپال و بنگلادش پرداخته‌اند. توسعه مالی با شاخص عمق مالی اندازه‌گیری شده که با استفاده از تجزیه‌وتحلیل مؤلفه اصلی (PCA) حاصل شده است. برای برآورد تجربی، از مدل اثرات ثابت بر روی داده‌های تابلویی دوره ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۲ استفاده شده است. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که تورم تأثیر منفی بر توسعه مالی دارد در حالی که رشد اقتصادی، باز بودن تجارت، باز بودن مالی، نرخ ثبت‌نام ناخالص متوسطه اثر مثبت بر روی توسعه مالی داشته‌اند. همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، دموکراسی و حاکمیت قانون

به طور مشترک تأثیر مثبتی بر پیشرفت مالی کشورهای SAARC دارند(Anwar et al, 2017). زین‌الدین و نورالدین(۲۰۱۷) به بررسی مهمترین عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی در کشورهای ASEAN شامل مالزی، سنگاپور، تایلند و فیلیپین با دو تکنیک پانلی POLS و SUR پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان داد که متغیرهای درآمد واقعی و باز بودن تجارت، مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی برای همه کشورهای منتخب ASEAN بوده است. نتایج برآورد سیستم SUR نشان داد که درآمد واقعی تنها برای سنگاپور و تایلند مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده توسعه مالی است، در حالی که باز بودن تجارت مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده توسعه مالی برای مالزی و فیلیپین بوده است. بنابراین، سیاست‌گذاران، دولت و سازمان‌های مربوطه ممکن است سیاست‌های لازم مانند تشویق آزادسازی تجارت بیشتر بین کشورها را ترویج کنند، زیرا این امر می‌تواند توسعه مالی و رشد اقتصادی را افزایش دهد(Zainudin & Nordin, 2017).

ایگیاموس و همکاران(۲۰۱۹) نیز با رویکرد پانل پویا برای ۱۲۵ کشور دنیا نشان داد که تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی در کشورهای با درآمد بالا و متوسط دارد و این رابطه در بیش از ۶۰ درصد کشورها غیرخطی است. نویسندگان همچنین نشان می‌دهند که تورم تأثیر منفی بر توسعه مالی در کشورهای با تورم بالا و متوسط دارد. علاوه بر این، تورم بالا اثر تولید ناخالص داخلی بر توسعه مالی را در بیش از ۷۰ درصد کشورها تعدیل می‌کند(Ehigiamusoe et al, 2019). همچنین در مطالعه دیگری، ایگیاموس و همکاران(۲۰۲۰) به بررسی اثرات ثبات اقتصاد کلان بر توسعه مالی در منطقه غرب آفریقا می‌پردازد. ثبات اقتصاد کلان بر اساس پنج متغیر نرخ تورم، نرخ ارز واقعی، بدهی دولت، کسری مالی و نرخ بهره واقعی اندازه‌گیری می‌شود. این مطالعه از مدل‌های پویا بر روی داده‌های تابلویی استفاده می‌کند. نتایج نشان می‌دهد ثبات اقتصاد کلان اثرات قابل توجهی بر توسعه مالی در منطقه دارد. به طور خاص، نرخ تورم، نرخ واقعی ارز و کسری مالی اثرات منفی دارند، در حالی که اثرات بدهی دولت و نرخ بهره واقعی مثبت است. مفهوم این مطالعه این است که متغیرهای ثبات کلان اقتصادی از عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی هستند. از این رو، اقتصادهای در حال توسعه باید برای دستیابی به ثبات اقتصاد کلان به منظور پیشبرد توسعه مالی با هدف دستیابی به توسعه اقتصادی پایدار تلاش کنند(Ehigiamusoe et al, 2020). میرحسینی(۲۰۲۳) طی مطالعه‌ای برای ۴۰ کشور درحال توسعه نشان دادند که کسری بودجه دولتی که یکی از نشانگرهای ریسک مالی است،

تاثیر منفی بر روی توسعه اقتصادی و مالی دارد. کسری بودجه دولتی نظام مالی را در جهت تامین مالی رشد اقتصادی تضعیف می‌کند. در برخی مطالعات تناقضهایی در اثرات ریسکهای مالی بر روی توسعه مالی مشاهده می‌شوند(Mirhosseini et al, 2023). با اینکه هالووی(۲۰۱۲) نشان داد که بدهی‌های خارجی اثر محدودکننده بر توسعه مالی کشورهای آسیایی دارد(Holloway, 2012) ولی مطالعه اخیر نگوین(۲۰۲۳) با بررسی ۱۵ کشور آسیایی طی دوره ۱۹۹۲-۲۰۲۱ نشان دادند که بدهی خارجی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی در کشورهای آسیای شرقی و اقیانوس آرام دارد، جایی که رشد اقتصادی نقش حیاتی در ارتقای توسعه مالی دارد. همچنین، آنها نشان دادند که تأثیر غیرخطی بدهی خارجی بر توسعه مالی این کشورهای آسیای شرقی و اقیانوس آرام مشاهده می‌شود(Nguyen, 2023). در نهایت در خصوص سرایت مالی بین کشورهای آسیایی مطالعاتی مانند تاناکا و فوکودا(۲۰۱۹)، گلزار و همکاران(۲۰۱۹) و گیل آلانه و همکاران(۲۰۲۱) سرایت بین بازارهای مالی، بحران‌های مالی و همچنین بخش تولید را در بین کشورهای آسیایی مورد تایید قرار داده‌اند. لذا به نظر می‌رسد که در مطالعات حوزه توسعه مالی باید بحث سرریزها و سرایت مالی نیز در نظر گرفته شود(Tanaka & Fukuda, 2019; Gulzar et al, 2019; Gil-Alana et al, 2021).

تفاوت در مطالعات به دوره زمانی، شاخصهای مورد استفاده و نمونه مورد بررسی بستگی دارد. اغلب مطالعات قبلی تنها به بررسی اثرات یکی از شاخصهای ریسک اقتصادی و ریسک مالی بر روی یک شاخص توسعه مالی توجه کرده‌اند که در بررسی این ارتباطات نیز اثرات فضایی را در نظر نگرفته‌اند. مطالعه حاضر به بررسی تاثیر مستقیم و غیرمستقیم(فضایی) رتبه کشورها در شاخصهای چندبعدی ریسک اقتصادی و ریسک مالی بر روی شاخص چندبعدی توسعه مالی IMF (شامل عمق، دسترسی و کارایی بخش مالی) پرداخته است که در مطالعات قبلی مشاهده نشده است.

۳- روش‌شناسی و مدل

در بررسی برخی روابط اقتصادی و کلان کشور، ممکن است متغیرها دارای اثرات بعد مکانی باشند. بدین صورت که آثار آن متغیر خارج از مرزهای یک منطقه نیز سرایت کند. در این موارد می توان از روشهایی که می تواند بعد مکانی را وارد استنباط و برآوردهای آماری کند، استفاده کرد. با توجه به رویکرد رگرسیون پانلی مطالعه حاضر، می توان از رویکردهای رگرسیون پانل فضایی برای مدلسازی و برآورد مدلها بهره برد. وقتی اثرات فضایی بین متغیرها

وجود داشته باشد، میتوان آنها را تحت عناوین وابستگی فضایی یا خودهمبستگی فضایی و ناهمسانی فضایی یا ساختار فضایی توضیح داد. فرم عمومی معادله رگرسیون برای داده های تابلویی فضایی بصورت معادله (۱) خواهد بود.

$$Y_{it} = \tau Y_{t-1} + \rho WY_{it} + \beta X_{it} + \theta WX_{it} + \alpha l_N + \gamma + u_{it} \quad (۱)$$
$$u_{it} = \lambda Eu_{it} + \varepsilon_{it} \quad \rightarrow \quad \varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2 I_{n)}$$

که در آن i و t به ترتیب نشان‌دهنده مقطع و زمان، Y یک بردار $n \times 1$ از متغیر وابسته و X بیانگر بردار $n \times k$ از متغیرهای مستقل، W ماتریس وزنی فضایی متغیر وابسته $n \times n$ و E قالب ماتریس جملات خطا است (Elhorst, 2010). در رابطه (۱) مدلهای متفاوت فضایی قابل بیان است. مدل خود رگرسیون فضایی (SAR[1]) یک اثر فضایی خودرگرسیونی در مدل ایجاد خواهد شد($\lambda = \theta = 0$). در مدل دوربین فضایی (SDM[2]) اثرفضایی متغیر وابسته و اثر فضایی متغیرهای توضیحی در نظر گرفته خواهد شد($\lambda = 0$). در مدل خطای فضایی (SEM[3]) فقط اثر فضایی جمله اخلال در نظر گرفته می‌شود ($\rho = \theta = \tau = 0$). در نهایت در مدل خودهمبستگی فضایی (SAC[4]) نیز اثرات فضایی متغیرهای توضیحی و وقفه متغیر وابسته در نظر گرفته نمی شود($\theta = \tau = 0$). ضریب خودرگرسیون فضایی ρ بیانگر حد وابستگی متغیر وابسته در یک منطقه به تغییرات آن در منطقه مجاور است. همچنین در صورت پیوستگی فضایی اجزای اخلال، یک شوک خارجی در یک ناحیه به تغییرات متوسط در متغیر وابسته پیرامون مجاور اثرگذار خواهد بود که ضریب خطای فضایی λ مقدار آن را نشان می‌دهد. همچنین در الگوی دوربین فضایی θ بیانگر اثرات فضایی متغیرهای مستقل بر روی متغیر وابسته می باشد (Elhorst, 2014). با توجه به ماهیت برخی متغیرها برای داشتن یک رگرسیون با توضیح دهندگی بالا، وقفه متغیر می تواند تا حد زیادی رفتار آن را توضیح دهد. در این موارد استفاده از رویکردهای رگرسیون پویا می تواند بسیار سودمند باشد. شدت انرژی با توجه به زیرساختهای تولید و مصرف چنین خصوصیتی را دارد. لذا استفاده از رگرسیون پویا برای برآورد رفتار متغیر توسعه مالی مفید خواهد بود. از این رو در این مطالعه از رویکرد رگرسیون پانل فضایی پویا برای برآورد مدل مورد نظر استفاده خواهد شد. قبل از برآورد الگوهای پانل فضایی نیاز است تا آزمون‌های وابستگی فضایی و خودهمبستگی برای اطمینان از وجود اثرات فضایی انجام شود. برای انجام این

[1] Spatial Autoregressive Model
[2] Spatial Durbin Model
[3] Spatial Error Model
[4] Spatial Autocorrelation Model

هدف از آزمون موران[1] استفاده می‌شود. آزمون موران فرض وجود خودهمبستگی فضایی میان جملات اختلال را مورد آزمون قرار می‌دهد.

$$I = \sum_{i=1}^{N}\sum_{j=1}^{N} W_{ij}\,(y-\bar{y}_i).e_j / \sum_{j=1}^{N}(y-\bar{y})_i^2 \qquad (۲)$$

فرضیه صفر این آزمون عبارتست از $H_0: (\lambda = 0)$ به‌طوری‌که λ ضریب خودهمبستگی فضایی و I آماره آزمون موران است. آماره I از پراکنش نرمال استاندارد تبعیت می‌کند. در حالتی‌که فرضیه صفر نقض شود، میان جملات اختلال خودهمبستگی فضایی وجود دارد.

همچنین برای برآورد پانلهای فضایی نیاز به ضرایب مکانی برای نشان دادن همسایگی بین مناطق است که تحت عنوان ماتریس مجاورت مطرح می شود. ماتریس مجاورت عناصر ۰ و ۱ را در بر می‌گیرد که در آن مولفه‌های روی قطر اصلی برابر صفر و مولفه‌های خارج از قطر اصلی در موقعی که دو منطقه(کشور) همجوار یکدیگر باشد، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر خواهد بود. رابطه (۳) چنین ماتریسی را نشان می دهد که W_{ij} چگونگی وابستگی فضایی کشور i با کشور j را از نظر مجاورتی را نشان می‌دهد.

$$W = \begin{bmatrix} 0 & w_{12} & w_{13} & \dots & w_{1n} \\ w_{21} & 0 & w_{23} & \dots & w_{2n} \\ w_{31} & w_{32} & 0 & \dots & w_{3n} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ w_{n1} & w_{n2} & w_{n3} & \cdots & 0 \end{bmatrix} \qquad (۳)$$

تاکنون مطالعه ای به بررسی تاثیر ریسک مالی و ریسک سیاسی بر روی شاخص چند بعدی توسعه مالی انجام نشده است و اغلب مطالعات به بررسی رابطه ریسک مالی با ریسک سیاسی پرداخته‌اند. لذا برای مدلسازی تحقیق از مطالعاتی که به شناسایی تعیین کننده‌های اصلی توسعه مالی متمرکز بوده‌اند، مانند مطالعات لی و همکاران(۲۰۱۶)، انور و همکاران(۲۰۱۷)، لاو و حبیب‌اله(۲۰۰۹)؛ زین‌الدین و نورالدین(۲۰۱۷) و چریف و درگر(۲۰۱۶) استفاده می‌شود(Le et al, 2016; Anwar et al, 2017, Law & Habibullah, 2009; Zainudin & Nordin; 2017; Cherif & Dreger, 2016). عموما در این مطالعات درجه باز بودن اقتصادی، کیفیت حکمرانی، فضای حاکم بر اقتصاد، وفور منابع و جغرافیا به عنوان مهمترین عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی شناسایی شده‌اند. لذا مدل مطالعه حاضر با رویکرد فضایی بصورت معادله (۴) در نظر گرفته شده است.

[5] Moran

$$FD_{it} = \rho \sum_{j=1}^{n} W_{ij}\, WnIntens_{jt} + \beta_1 Finriskrank/Ecriskrank_{it} + \beta_2 Lgdpperc_{it} + \beta_3 Open_{it} + \beta_4 Concorrup_{it} + \beta_5 Natresource_{it} + \beta_5 E_W_{it} + \gamma_1 W_{ij} Firiskrank/Ecriskrank_{it} + \gamma_2 W_{ij} Lgdpperc_{it} + \gamma_3 W_{ij} Open_{it} + \gamma_4 W_{ij} Concorrup_{it} + \gamma_5 W_{ij} Natsource_{it} + \beta_5 \gamma_{ij} E_W_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

در این معادله، FD شاخص ترکیبی توسعه مالی شامل عمق، دسترسی و کارایی نهادهای مالی می‌شود که وضعیت توسعه بانکی، بازار سرمایه و مالیه عمومی را در بر می‌گیرد. این داده‌ها از محاسبات IMF اخذ شده است. Finriskrank رتبه ریسک مالی و Ecrieskrank رتبه ریسک سیاسی است که در مدلهای جداگانه وارد خواهد شد و علاوه بر بررسی جداگانه این دو شاخص، استحکام نتایج نیز حاصل خواهد شد. در این شاخص رتبه های اول یعنی ریسکهای بالاتر و رتبه های پایین تر به معنی ریسکهای کمتر است. هر دو شاخص چندبعدی ریسک مالی و ریسک سیاسی از گزارشات گروه PRS اخذ شده است. Lgdpperc لگاریتم درآمد سرانه به قیمت ثابت بوده یک پراکسی از وضعیت کلان اقتصادی است. Open درجه باز بودن اقتصادی است که بصورت سهم صادرات و واردات از تولید ناخالص داخلی و از داده‌های Word Bank استفاده شده است. Governance شاخص حکمرانی خوب که ترکیبی از شش شاخص پاسخگویی، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون، ثبات سیاسی و کنترل فساد است که از گزارشات شاخص حکمرانی خوب WGI[1] اخذ شده است. Natsource رانت منابع طبیعی بصورت درصدی از GDP بوده و از Word Bank استخراج شده است. در نهایت E_W با توجه به تفاوت زیاد بین ساختار سیاسی، اقتصادی و ژئوپولیک کشورهای شرق و غرب آسیا این متغیر مجازی برای تفکیک دو گروه از کشورها در نظر گرفته شده است. نمونه مورد بررسی این مطالعه کشورها قاره آسیایی طی دوره ۲۰۰۰-۲۰۲۱ می باشد. البته برخی از کشورهای این منطقه فاقد داده کافی بوده‌اند که از نمونه حذف شده‌اند.

[1] Worldwide Governance Indicators

۴- نتایج تجربی

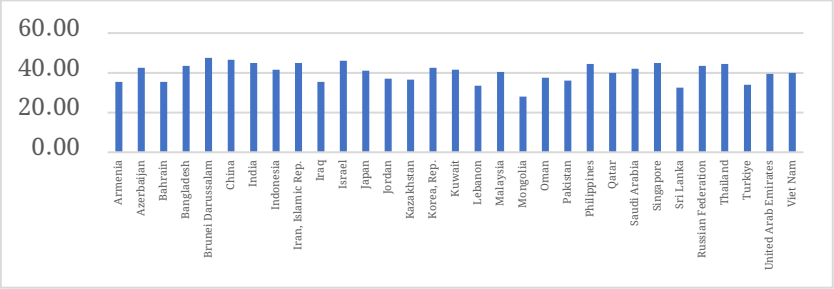
قبل از برآورد مدلها، ابتدا آمارهای توصیفی مربوط به متغیرهای مطالعه مرور می‌شود. در **جدول ۱** گزارش آمارهای توصیفی شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، مینینمم و ماکسیمم متغیرها گزارش شده است.

جدول ۱. آمارهای توصیفی
مأخذ: نتایج پژوهش

Tabel 1. Descriptive statistics
Source: Research results

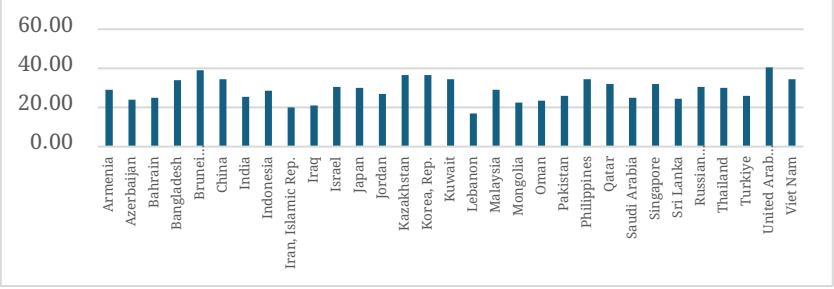
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FD	۶۸۲	۰.۴۲۶	۰.۱۷۶	۰.۱	۰.۹۳
Firiskrank	۶۸۲	۴۰.۳۷	۵.۱۵۵	۹.۵	۵۰
Ecriskrank	۶۸۲	۳۷.۱۳۵	۶.۱۵	۶.۵	۵۰
open	۶۸۲	۹۱.۲۲	۶۲.۸۱	۱۹.۵۵	۴۳۷.۳۲
lgdpperc	۶۸۲	۸.۹۶۹	۱.۲۰۹	۶.۴۷	۱۱.۲
natsource	۶۸۲	۱۳.۲۷	۱۵.۵۴	۰.۰۰۰۲	۶۵.۳۲
Governance	۶۸۲	۴۶.۳۵	۱۹.۶۸	۱.۹۶	۸۹.۹

بر اساس **جدول ۱** کمترین مقدار شاخص توسعه مالی ۰.۱ و بیشترین مقدار ۰.۹۳ بوده است. این مقادیر به ترتیب مربوط به کشورهای آرژانتین و ژاپن بوده است. میانگین شاخص رتبه ریسک مالی و اقتصادی در کشورهای مورد بررسی قاره آسیا به ترتیب برابر با ۴۰.۳۷ و ۳۷.۱۳ بوده است. در **نمودار ۱** و **نمودار ۲** رتبه ریسک مالی و اقتصادی در کشورهای مورد بررسی (مربوط به سال ۲۰۲۱) گزارش شده است.



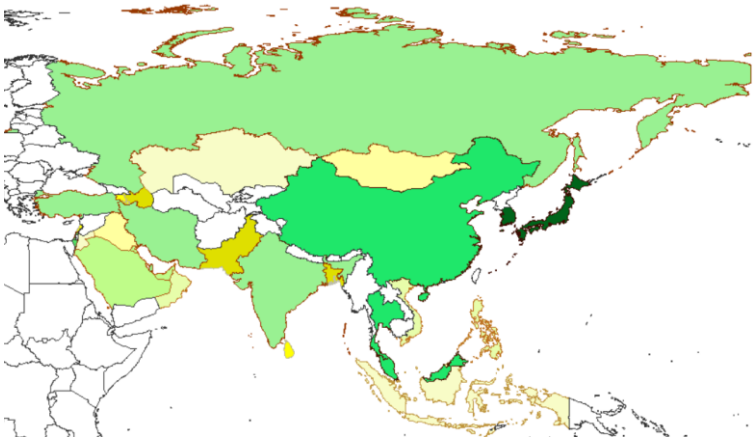
نمودار ۱. رتبه ریسک مالی در نمونه کشورهای مورد بررسی
مأخذ: نتایج پژوهش
Figure 1. Financial risk rating in the sample of countries under review
Source: Research results

کشورهای عراق، لبنان و ترکیه در رتبه های اول ریسک مالی(بالاترین ریسک مالی) قرار دارند. عراق و لبنان در ریسک اقتصادی هم جز کشورهای پر ریسک هستند. قطر و سنگاپور کمترین ریسک اقتصادی را در بین کشورها دارند.



نمودار ۲. رتبه ریسک اقتصادی در نمونه کشورهای مورد بررسی
مأخذ: نتایج پژوهش
Figure 2. Economic risk rating in the sample of countries under review
Source: Research results

از منظر شاخص توسعه مالی ترکیبی کشورهای ژاپن و کره جنوبی از بالاترین میزان این شاخص برخوردار بوده‌اند. اما کشور پاکستان از کمترین میزان آن برخوردار بوده است. در نقشه شماره ۱ وضعیت شاخص توسعه مالی در کشورهای مورد بررسی نمایش داده شده است. حرکت از رنگ زرد به رنگ سبز نشان دهنده بهبود شاخص توسعه مالی می‌باشد.



شکل ۱. شاخص توسعه مالی ترکیبی در کشورهای قاره آسیا
مأخذ: نتایج پژوهش

Shape 1. Composite financial development index in Asian countries
Source: Research results

قبل از برآورد مدل لازم است مانایی متغیرها مورد بررسی قرار گیرد تا از برآورد احتمالی رگرسیون کاذب جلوگیری شود. در **جدول ۲** نتایج بررسی مانایی متغیرهای مدل مورد نظر، با استفاده از دو شاخص Levin, Lin & Chu و Im, Pesaran and Shin گزارش شده است.

نتایج بررسی مانایی متغیرها نشان می‌دهد که از منظر هر دو آزمون مانایی لوین، لین و چو و آزمون ایم، شین و پسران، همه متغیرهای مورد نظر مطالعه نمونه مورد بررسی مانا هستند.

جدول ۲. آزمون مانایی برای متغیرهای مدل
ماخذ: نتایج پژوهش

Tabel 2. Statinary test for model variables
Source: Research results

	Levin, Lin & Chu		Im, Pesaran and Shin	
Variable	Statistic	Prob	Statistic	Prob
FD	-۳.۵۱۷۷	۰.۰۰۰۲	-۱.۶۵۵۳	۰.۰۴۲۰۵
finriskrank	-۶.۷۵۵	۰.۰۰۰۰	-۵.۳۲۳۶	۰.۰۰۰۰

ecriskrank	-۱.۸	۰.۰۳۵۹	-۵.۲۴۷۶	۰.۰۰۰۰
open	-۲.۹۱۴۵	۰.۰۰۱۸	-۱.۶۴۴۶	۰.۰۴۱۲۸
lgdpperc	-۱۲.۹۴۰۹	۰.۰۰۰۰	-۱۱.۲۲۵۱	۰.۰۰۰۰
natsource	-۳.۲۶۵۶	۰.۰۰۰۵	-۱.۶۶۶۷	۰.۰۴۶۳
governance	-۲.۱۲۶۳	۰.۰۱۶۷	-۱.۶۸۱۲	۰.۰۵

همچنین در **جدول ۳** آزمونهای مربوط به وجود آزمون اثرات فضایی آورده شده است. آزمون Global Moran MI، ضریب لاگرانژ Burridge (LM) و Robust برای وابستگی به خطای فضایی، آزمون وقفه ضریب لاگرانژ Anselin (LM) و Robust برای اثرات فضایی وقفه متغیر وابسته و همچنین آزمون خودهمبستگی عمومی فضایی رویکرد SAC برای هر دو مدل ریسک اقتصادی و ریسک مالی در **جدول ۳** آمده است. از برآیند نتایج آزمونهای **جدول ۳** می‌توان گفت که احتمال وجود اثرات فضایی در مدلهای مورد نظر وجود دارد.

جدول ۳. آزمونهای اثرات فضایی
مأخذ: نتایج پژوهش

Tabel 3. Spatial effects tests
Source: Research results

مدل ریسک اقتصادی			
Global Moran MI	۰.۱۶۶۹	P-Value(۰.۰۰۰۰)	
LM Error (Burridge)	۲۵.۴۴۳۰	P-Value(۰.۰۰۰۰)	
LM Error (Robust)	۰.۰۱۰۲	P-Value(۰.۹۱۹۵)	
Spatial AutoCorrelation Lagged Dependent Variable	LM Lag (Anselin)	۲۷.۲۶۰۵	p-Value(۰.۰۰۰۰)
	LM Lag (Robust)	۱.۸۲۷۷	p-Value(۰.۱۷۶۴)
General Apatial AutoCorrelation	LM SAC(LMErr+LMLag_R)	۲۷.۲۷۰۷	p-Value(۰.۰۰۰۰)
	LM SAC(LMLag+LMErr_R)	۲۷.۲۷۰۷	p-Value(۰.۰۰۰۰)
مدل ریسک مالی			
Global Moran MI	۰.۱۷۲۰	P-Value(۰.۰۰۰۰)	
LM Error (Burridge)	۲۷.۰۲۹۱	P-Value(۰.۰۰۰۰)	
LM Error (Robust)	۲.۱۳۵۹	P-Value(۰.۱۴۳۹)	

Spatial AutoCorrelation Lagged Dependent Variable	LM Lag (Anselin)	۲۵.۲۳۳۷	p-Value(۰.۰۰۰۰)
	LM Lag (Robust)	۰.۳۴۰۶	p-Value(۰.۵۵۹۵)
General Apatial AutoCorrelation	LM SAC(LMErr+LMLag_R)	۲۷.۳۶۹۷	p-Value(۰.۰۰۰۰)
	LM SAC(LMLag+LMErr_R)	۲۷.۳۶۹۷	p-Value(۰.۰۰۰۰)

بعد از اطمینان از وجود اثرات فضایی طبق انتظار منطقی در خصوص مدل شدت انرژي، مدل مورد نظر با رویکرد در نهایت بر اساس رویکرد SDM برآورد شده و در **جدول ٤** گزارش شده است. نتایج تخمین برای هر دو مدل ریسک مالی و ریسک اقتصادی در **جدول ٤** گزارش شده است. تعداد کشورهای مورد بررسی ۳۱ کشور و حجم داده ها ۶۸۲ می‌باشد.

جدول ۴. برآورد مدلهای ریسک مالی و ریسک اقتصادی با روش SDM
مأخذ: نتایج پژوهش

Tabel 4. Estimation of financial risk and economic risk models by SDM method
Source: Research results

	مدل ریسک مالی		مدل ریسک اقتصادی	
Variable	Coef	t	Coef	t
Finriskrank	۰.۰۰۹۱	۷.۸۸*		
Ecriskrank			۰.۰۰۲۹	۴.۸*
Lgdpperc	۰.۰۴۵۶	۷.۸۳*	۰.۰۶۶	۱۰.۶۶*
Open	۰.۰۰۱۱	۱۰.۶۵*	۰.۰۰۱۳	۸.۸*
Natsource	-۰.۰۰۳۵	-۵.۸۲*	-۰.۰۰۲۶	-۷.۲۶*
Governance	۰.۰۰۲۱	۴.۳۶*	۰.۰۰۱۴	۴.۲۲*
E_W	۰.۰۷۲۱	۵.۲۲*	۰.۱۰۸	۸.۱۳*
Wlx_ Finriskrank	۰.۰۰۰۷	۲.۵**		
Wlx_ Ecriskrank			۰.۰۰۰۹	۳.۱*
Wlx_ Lgdpperc	۰.۰۱۰۴	۴.۰۱*	۰.۰۰۲۱	۱.۵۶
Wlx_ Open	-۰.۰۰۰۲	-۳.۲*	-۰.۰۰۰۳	-۴.۱۷*
Wlx_ Natsource	-۰.۰۰۰۵	-2.6*	۰.۰۰۰۳	۱.۷۱***

Wlx_ Governance	-۰.۰۰۰۲	-۰.۶۴	-۰.۰۰۰۴	-۲.۰۹**
Wlx_ E_W	۰.۰۳۰۲	۴.۱۰*	۰.۰۳۰۲	۳.۴۸*
_cons	-۰.۷۰۷۸	-۱۳.۹*	-۰.۴۵۱۵	-۹.۷۰*
Rho1	۰.۱۷۹	۸.۲	۰.۰۸۴	۴.۱۶
Sigma	۰.۰۲۶	۳.۰۴	۰.۰۳۶	۰.۰۱۱
Wald test(Rho1=0) ۶۷.۲۴ (P-value>Chi2(1) ۰.۰)			Wald test(Rho1=0) ۱۷.۳۲ (P-value>Chi2(1) ۰.۰)	
F-test: ۳۸۲	Wald-test: ٤٥٨٩		F-test: ١٦٦٢	Wald-test: ١٩٩٥٠
R2: ۰.۹۴	R2 Adj: ۰.۹۴		R2: ۰.۹۸	R2 Adj: ۰.۹۸
Cross number: ۳۱			Sample size: ٦٨٢	

*، ** و *** به ترتیب معنی داری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ می باشد.

بر اساس **جدول ٤**، نتایج نشان می دهد که ریسک مالی و ریسک اقتصادی هر دو بطور معنی دار موجب کاهش توسعه مالی می شود(با توجه به اینکه داده های ریسک مالی و ریسک سیاسی بصورت رتبه بندی بوده و رتبه های کمتر به معنی ریسکهای بیشتر و رتبه های بالا به معنی ریسک کمتر است و لذا ضریب متغیر با ملاحظه این نکته تفسیر می گردد). ضرایب رتبه بندی ریسک مالی و اقتصادی به ترتیب ۰.۰۰۹۱ و ۰.۰۰۲۹ بوده و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی دار است. از طرف دیگر به توجه به ضریب Rho در هر دو مدل، می توان گفت توسعه مالی نیز دارای اثرات فضایی و همجواری می باشد. یعنی توسعه مالی در یک کشور بر روی بهبود این شاخص در کشور همسایه نیز داشته است. این نتیجه احتمالا به دلیل روابط تجاری و مبادلات و حتی رقابت اقتصادی بین دو کشور همسایه می باشد.

طبق انتظار درآمد سرانه تاثیر مثبت و معنی دار بر روی توسعه مالی کشورها داشته است. ضریب این متغیر در مدل ریسک مالی و ریسک اقتصادی به ترتیب ۰/۰۴۵۶ و ۰/۰۶۶ بوده و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی دار است. درآمد سرانه یک پراکسی از وضعیت کلان اقتصادی و در واقع نماینده طیف وسیعی از متغیرهای اقتصادی است. لذا رونق اقتصادی طبیعتا منجر به توسعه بازارهای مالی و بهبود مالیه عمومی خواهد بود. رشد تولید در یک کشور تقاضا برای جذب منابع مالی را افزایش می دهد. اصل شتاب اقتصادی نیز یک مفهوم نزدیک به این مساله را دارد. لذا زمانی که تولید، مصرف و در نتیجه رقابت اقتصادی افزایش می یابد، سرمایه گذاران برای اخذ اعتبار به بانکها فشار خواهند آورد. در چنین وضعیتی سیاستگذارن جهت تضمین رشد اقتصادی، به تقاضای منابع پاسخ داده و تسهیلات

مالی بیشتری را تشویق می‌کنند. لذا می‌توان انتظار داشت در این شرایط، نهادهای مالی تحرک بیشتری داشته و شاخصهای مالی بهبود یابند.

اما متغیر دیگر درجه باز بودن اقتصاد است که در مطالعه حاضر تاثیر مثبت و معنی داری بر روی توسعه مالی در کشورهای مورد بررسی داشته است. در فرآیند تجارت سطح تولید کالاها و خدمات به بازارهای وسیعتری تسری پیدا می کند. به همان اندازه که بازارهای فروش یک کالا در سطح وسیعتری گسترش یابد، نیاز به سرمایه گذاری بیشتر و افزایش مقیاس تولید احساس می شود. در این شرایط شرکتها و تولیدکنندگان نیاز به منابع مالی بیشتری خواهند داشت. برعکس محدود شدن به بازارهای داخلی به مراتب منابع مالی کمتری نیز نیاز دارد و کشورهای که اقتصاد بسته تری دارند، خطوط تولید کمتر و مقیاس تولید کوچکتری نیز خواهند داشت. این مساله حتی در بحث واردات نیز صادق است. همچنین اقتصادهایی که در سطح بین المللی فعالیت دارند، از سطح رقابتی بالاتری برخودار هستند. رقابت منجر به بهبود کارآیی و بهره وری در استفاده از منابع مالی و غیرمالی می‌شود و در نتیجه شاخصهای مالی در چنین اقتصادهای سطوح بالاتری را تجربه می کنند. همچنین معنی دار بودن اثرفضایی باز بودن اقتصاد بر توسعه مالی، موید ادعای قبلی است. تجارت دو کشور همسایه منجر به بهبود شاخصهای مالی هر دو کشور می شود.

یکی از نتایج مهم این تحقیق اثر رانت منابع طبیعی بر روی شاخص توسعه مالی بوده است. ضریب این متغیر ۰.۰۰۳۵- بوده و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی بوده است. این بدان معنی است که کشورهایی که از منابع بیشتر طبیعی برخوردار بوده اند، در توسعه مالی موفق نبوده اند. شاید در نگاه اول به نظر برسد که وجود ثروتهای طبیعی می تواند منابع بیشتری را برای سرمایه گذاران از طریق بازارهای مالی ایجاد کند، ولی نتایج تحقیق نشان می دهد که وجود منابع طبیعی نیاز به تامین مالی از سیستم بانکی را کاهش داده است. این نتیجه می تواند دلایل بسیاری داشته باشد. طبق نظریه های منابع و رشد اقتصادی مانند تئوری بلای منابع، وفور منابع طبیعی ساختار حکمرانی و کارآمدی اقتصادی را تضعیف می کند. لذا وقتی کشورهای دارای منابع طبیعی رشد اقتصادی پایینتر و کارایی کمتری را تجربه کنند، می توان انتظار داشت که سطح توسعه مالی در این کشورها پایینتر باشد. بهرحال مطالعه حاضر نشان می دهد که کشورهای با ثروتهای طبیعی بیشتر، از سطوح پایینتر توسعه بازارهای مالی برخوردار هستند. اما نکته ای که در این مورد باید به آن توجه کرد اثر فضایی مثبت وفور منابع بر توسعه مالی کشورهای همسایه است. این بدان معنی است که وجود منابع طبیعی وسیعتر در کشور همسایه می تواند نهادهای مالی و

ساختار تامین مالی را در کشور هدف، بهبود دهد. احتمالا این نتیجه به خاطر رقابت اقتصادی و یا دستیابی به منابع طبیعی کشورهای همسایه بوده است.

شاخص حکمرانی خوب یکی دیگر از متغیرهای موثر بر روی توسعه مالی می باشد. این شاخص در بسیاری از مطالعات بررسی تعیین کننده های توسعه مالی مورد استفاده قرار گرفته است. این متغیر از میانگین ۶ شاخص WGI در خصوص شاخصهای حکمرانی خوب ایجاد شده است. شاخص حکمرانی خوب در هر دو مدل ریسک مالی و ریسک سیاسی، تاثیر مثبت و معنی داری بر روی توسعه مالی دارد. زمانی که فساد در یک اقتصاد کنترل شود و کیفیت مقررات دولتی بالا بوده و ثبات سیاسی و فضای پاسخگویی بهبود یابد، شرایط برای فعالیتهای اقتصادی و مالی مستعدتر شده و لذا می توان انتظار توسعه نهادها و بازارهای مالی بود. نهادهای مالی بطور مستقیم و غیر مستقیم می تواند با نهادهای سیاسی در ارتباط باشد. نهادهای سیاسی کارآمد از نهادهای مالی کارآمد حمایت خواهد کرد.

در نهایت با توجه به تفاوت زیاد در ساختار سیاسی، اقتصادی و ژئوپولیک کشورهای شرق آسیا و غرب آسیا مخصوصا در بحث ریسک سیاسی، نیاز به متغیر مجازی در مدل برای تفکیک و بررسی این تفاوت ضروری بوده است. لذا متغیر مجازی شرق-غربی به مدل اضافه شد و برای کشورهای شرق آسیا عدد ۱ و برای کشورهای غرب آسیا عدد صفر در نظر گرفته شد. ضریب این متغیر حاکی از آن است که کشورهای شرق آسیا از وضعیت بازارهای مالی بهتری برخودار هستند. کشورهایی مانند ژاپن و کره جنوب و سنگاپور از کشورهای پیشرو در توسعه مالی هستند. تنشهای سیاسی در شرق آسیا نسبت به غرب آسیا کمتر بوده و همین موضوع نیز تفاوتهای زیادی در بین کشورهای دو منطقه ایجاد می کند. این متغیر حتی بصورت فضایی نیز بر روی توسعه مالی اثرگذار است؛ در واقع این ضریب ادعای بالا را مورد تائید قرار می دهد که حضور یک کشور در شرق آسیا، بهبود شاخصهای توسعه مالی را در پی دارد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

این مطالعه به بررسی تاثیر ریسکهای مالی و اقتصادی بر روی شاخص توسعه مالی(شاخص ترکیبی) و همچنین سرریز آن در کشورهای قاره آسیا طی دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ پرداخت. برای این کار از رویکرد پانل فضایی SDM استفاده گردید. نتایج نشان داد که ریسکهای مالی و اقتصادی تاثیر منفی و معنی‌دار بر روی شاخص ترکیبی توسعه مالی در کشورهای مورد نظر داشته است. همچنین اثر فضایی ریسکهای مالی و اقتصادی نیز تاثیر منفی بر شاخص توسعه در کشورهای همسایه داشته است. سرمایه گذاری در سایه ریسک و نااطمینانی با

ترسهای زیادی مواجه می شود و لذا در کشورهایی که فضای اقتصادی و بازارهای مالی ریسکهای بالاتری را تجربه می کنند، از سطوح پایینتر سرمایه گذاری داخلی و خارجی برخوردار هستند. به عنوان مثال کشورهایی مانند عراق و لبنان که ریسکهای مالی و اقتصادی بالاتری را تجربه می کنند، حتی با اینکه منابع وسیع انرژی برخودار هستند که جذابیت بالای سرمایه گذاری در سطح جهانی دارد، ولی در جذب منابع مالی خارجی ضعیف بوده اند. حتی بسیاری از منابع مالی در این کشورها به سمت خارج سرازیر می شود. نکته مهم دیگری که باید مورد توجه سیاستگذاران کلان جوامع باشد، اثرات فرامرزی ریسکهای مالی و اقتصادی است. این بدان معنی است که نااطمینانی های مالی و اقتصادی می تواند به کشورهای همسایه تسری پیدا کند و لذا این ماهیت منطقه ای بودن این ریسکها را نشان می دهد. از این رو، مشارکت و توافقات منطقه ای برای کاهش ریسکهای مالی و اقتصادی برای توسعه اقتصادی کشورها از موارد مورد تاکید این مطالعه می باشد. ایجاد منطقه امن و باثبات منطقه ای باعث سرایت و همگرایی مولفه های توسعه اقتصادی و مالی خواهد شد.

همانطور که نتایج تحقیق نشان داد، درجه باز بودن اقتصاد و گستردگی تجارت منجر به فعالیت در بازارهای وسیعتر می‌شود که نیازمند تامین مالی بیشتری نیز است. درجه باز بودن اقتصاد در بسیاری از مطالعات به عنوان عامل کلیدی تعیین‌کننده برای توسعه مالی بوده است. مطالعاتی مانند چریف و درگر(۲۰۱۶)، لاو و حبیب‌اله(۲۰۰۹)، لی و همکاران(۲۰۱۶) و تی‌تای و نگوین ترانگ(۲۰۱۲) نتایج مشابهی را گزارش کرده‌اند(Cherif & Dreger, 2016; Law & Habibullah, 2019, Le et al, 2016; Thi Thuy and Nguyen Trong, 2012). کشورها برای موفقیت در بازارهای جهانی نیازمند بهبود سیستم تامین مالی داخلی هستند. رقابت و تجارت در سطح بازارهای بین المللی منجر به بهبود کارآیی و بهره وری در اقتصاد و استفاده از منابع مالی خواهد شد. لذا رفتن به سمت اقتصاد باز و گسترش تجارت، می تواند منجر به بهبود عمق، دسترسی و اثربخشی نهادهای مالی گردد. در واقع در معرض رقابت قرار گرفتن اقتصاد نه تنها در مساله بهره وری و دانش فنی، بلکه در نهادهای مالی نیز منجر به کارایی بیشتر می شود. در چنین شرایطی نهادهای مالی یک کشور مجبور به بهبود عملکرد و کارایی خود برای عقب نماندن از مسابقه رقابت اقتصادی هستند. البته بسیاری از نهادهای مالی و بازارهای مالی امروز در سطح بین المللی عمل می کنند و اقتصادهای باز به استانداردهای بازارهای جهانی نزدیکتر خواهند بود چراکه از خدمات مالی هوشمند و قوی تر جهانی برخوردار می‌شوند.

بر اساس نتایج این مطالعه، وجود منابع طبیعی وسیع در کشورهای مورد بررسی منجر به ناکارآمدی مالی نیز شده است. در خصوص تاثیر وفور منابع بر روی توسعه مالی

نتایج متفاوتی در مطالعات قبلی مشاهده می‌شود. نتایج این تحقیق با مطالعات ملوم و همکاران، ۲۰۰۶، ساچ و وارنر، ۲۰۰۱، سان و همکاران، ۲۰۲۰ در یک راستا بوده (Mehlum et al, 2006; Sachs, J. D., & Warner, 2001; Sun et al, 2020) ولی با هان و همکاران، ۲۰۲۲، شهباز و همکاران، ۲۰۱۸ که به اثر مثبت وفور منابع نائل آمده‌اند، متفاوت است(Han et al, 2022, Shahbaz et al, 2018). نتایج این تحقیق نشان داد که کشورهای دارای منابع طبیعی بیشتر نتوانسته‌اند از این منابع استفاده بهینه انجام دهند. از نظر جغرافیایی اغلب کشورهای ثروتمند از منظر منابع طبیعی در غرب آسیا واقع شده اند. کشورهای نفت خیز و کشورهایی که معادن بسیار غنی را دارا هستند. اما کشورهایی مانند ژاپن و کره جنوب و کشورهای آسیای جنوب شرق اغلب از منابع غنی انرژی و طبیعی برخوردار نیستند. اما توسعه مالی برعکس داربودن این منابع، در کشورهای شرق آسیا در سطح بالاتری است. نهادهای مالی این کشورها از عمق و کارایی بیشتری برخوردار هستند و در تامین مالی اقتصادی عملکرد بهتری دارند. کمبود نقدینگی و منابع مالی در کشورهای خاورمیانه مانند ایران از موانع جدی رشد سرمایه گذاری محسوب می شود ولی این در حالی است که این کشور یکی از ثروتمندترین کشورهای جهان به لحاظ برخورداری از ثروتهای طبیعی است. لذا توصیه سیاستی این مطالعه تغییر در نحوه بهره مندی کشورها از منابع طبیعی خود هستند. منابعی که به نظر می رسد منجر به ناکارمدی ساختار مدیریتی و اقتصادی نیز می شود. این هدف نیازمند اصلاح ساختار مالی دولتها و نحوه مالکیت بر منابع طبیعی است. مالکیت دولتها بر این منابع منجر به ایجاد رانت و ناکارمدی در سیستم دولتی می شود که به بخش مالی تسری پیدا می کند.

همچنین بهبود شاخصهای حکمرانی خوب فضای مناسبتری را برای توسعه و تعمیق نهادها و بازارهای مالی ایجاد می‌کند. بسیاری از مطالعات این نتایج را قویا تایید می‌کند. مطالعاتی مانند کاپاسو(۲۰۰۴)، لاو و حبیب‌اله(۲۰۰۹)، لی و همکاران(۲۰۱۶)، خان و همکاران(۲۰۲۰)، چریف و درگر (۲۰۱۶)؛ لاو و آزمان-ساینی(۲۰۱۲) و آتانگا اوندو و سیبروک(۲۰۲۲) کیفیت نهادها و حکمرانی خوب را یکی از مهمترین تعیین‌کننده توسعه مالی در نمونه‌ها مورد بررسی دانسته‌اند(Capasso, 2004; Law & Habibulllah, 2009; Le et al, 2016; Khan et al, 2020; Cherif & Dreger, 2016; Law & Azman-Saini, 2012; Atanga Ondoa & Seabrook, 2022). در کشورهایی با سطح فساد بیشتر و مقررات ضعیف دولتی و عدم وجود مکانیسم پاسخگویی، نهادها مالی به درستی توسعه و

تقویت نمی‌شوند. منابع اقتصادی به درستی به فعالیتهای مولد و عامه سرمایه گذاران هدایت نخواهد شد بلکه در فرآیند بروز رانتها، از فرآیند سالم مالی منحرف خواهد شد. لذا بهبود مقررات دولتی، ثبات سیاسی، کنترل فساد و پاسخگو کردن دولتمردان از توصیه های مورد تاکید این مطالعه است.

در نهایت یکی از مهمترین نتایج تحقیق حاضر حاکی از آن بود که هم توسعه مالی و هم ریسک‌های اقتصادی و مالی دارای اثرات فضایی و مجاورتی بوده و لذا تغییرات این متغیرها در یک کشور به کشورهای مجاور سرریز و سرایت می‌شود. مطالعاتی مانند تاناکا و فوکودا(۲۰۱۹)، گلزار و همکاران(۲۰۱۹) و گیل آلانه و همکاران(۲۰۲۱) نیز وجود سرایت در بازارهای مالی کشورهای آسیایی را مورد تایید قرار داده‌بودند(Tanaka & Fukuda, 2019; Gulzar et al, 2019; Gil-Alana et al, 2021). اما نتایج این تحقیق نشان داد که توسعه مالی در یک کشور می‌توان به توسعه مالی کشورهای مجاور نیز موثر و مثبت باشد. همچنین ریسک‌های اقتصادی و مالی در یک کشور قویا توسعه مالی در کشورهای مجاور را تحت تاثیر قرار داده و آن را تضعیف می‌کند. لذا این نتایج حائز توصیه مهمی است که برای بهبود توسعه مالی و کاهش پیامدهای ریسکهای اقتصادی و مالی نیاز به همکاری‌های منطقه‌ای است. ایجاد تشکلهای همکاری اقتصادی و مالی، ایجاد کریدورهای تجاری، وضع قوانین مشترک حمایتی، ایجاد سیستمهای مالی مشترک و همکاری‌های قضایی می‌تواند به بهبود توسعه مالی و کاهش آثار ریسکهای بخش اقتصادی و مالی در کشورهای آسیایی گردد.

Acknowledgments: Acknowledgments may be made to individuals or institutions that have made an important contribution.

Conflict of Interest: The authors declare no conflict of interest.

Funding: The authors received no financial support for the research, authorship, and publication of this article.

Reference

Abbey, E. N. (2012). Inflation and financial development: Evidence. *American Journal of Economics and Business Administration*, 4(4), 227-236.

Aboagye, S., & Kwakwa, P. A. (2023). The role of international tourism, trade openness and renewable energy in the financial development of selected African countries. *Research in Globalization*, 7, 100170.

Akinlo, A. E., & Egbetunde, T. (2010). Financial development and economic growth: The experience of 10 sub-Saharan African countries revisited. *The review of finance and banking*, 2(1).

Altaylıgil, Y. B., & Akkay, R. C. (2013). The effect of the domestic debt on the financial development: A case study for Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, 5(5), 64-74.

Anwar, S., Shahzadi, H., & Nasreen, S. (2017). Determinants of financial development for selected SAARC countries: A panel data analysis. *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 7(7), 109-118.

Asif, M., Khan, K. B., Anser, M. K., Nassani, A. A., Abro, M. M. Q., & Zaman, K. (2020). Dynamic interaction between financial development and natural resources: Evaluating the 'Resource curse'hypothesis. *Resources Policy*, 65, 101566.

Atanga Ondoa, H., & Seabrook, A. M. (2022). Governance and financial development: Evidence from a global sample of 120 countries. *International Journal of Finance & Economics*, 27(3), 3405-3420.

Bambe, B. W. W. (2023). Inflation targeting and private domestic investment in developing countries. *Economic Modelling*, *125*(C).

Bayar, Y., & Gavriletea, M. D. (2018). Peace, terrorism and economic growth in Middle East and North African countries. *Quality & Quantity*, 52(5), 2373-2392.

Bittencourt, M. (2011). Inflation and financial development: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, 28(1-2), 91-99.

Bordo, M. D., Meissner, C. M., & Stuckler, D. (2010). Foreign currency debt, financial crises and economic growth: A long-run view. *Journal of international Money and Finance*, 29(4), 642-665.

Braun, M., & Raddatz, C. E. (2005). Trade liberalization and the politics of financial development (Vol. 3517). *World Bank Publications*.

Calderón, C., & Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of development economics*, 72(1), 321-334.

Capasso, S. (2004). Financial markets, development and economic growth: tales of informational asymmetries. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 267-292.

Cevik, E. I., Dibooglu, S., & Kenc, T. (2016). Financial stress and economic activity in some emerging Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 36, 127-139.

Cherif, M., & Dreger, C. (2016). Institutional determinants of financial development in MENA countries. *Review of Development Economics*, 20(3), 670-680.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development economics*, 81(1), 163-192.

Demirhan, E., Aydemir, O., & Inkaya, A. (2011). The direction of causality between financial development and economic growth: evidence from Turkey. *International Journal of Management*, 28(1), 3.

Do, Q. T., & Levchenko, A. A. (2007). Comparative advantage, demand for external finance, and financial development. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 796-834.

Ehigiamusoe, K. U., Guptan, V., & Narayanan, S. (2019). The effects of income and inflation on financial development: Evidence from heterogeneous panels (No. 2019-11). *Economics Discussion Papers. Kiel Institute for the World Economy* (IfW Kiel).

Ehigiamusoe, K. U., Lean, H. H., & Chan, J. H. (2020). Influence of macroeconomic stability on financial development in developing economies: Evidence from West African region. *The Singapore Economic Review*, 65(04), 837-856.

Elbadawi, I., & Soto, R. (2012). Resource rents, political institutions and economic growth. *In Economic Research Forum Working* Paper (Vol. 678).

Elhorst, J. P. (2010). Applied spatial econometrics: raising the bar. *Spatial economic analysis*, 5(1), 9-28.

Elhorst, J. P. (2014). Spatial econometrics: from cross-sectional data to spatial panels (Vol. 479, p. 480). *Heidelberg: Springer*.

Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1996). Political risk, economic risk, and financial risk. *Financial Analysts Journal*, 52(6), 29-46.

Fry, M. J. (1993). Foreign debt accumulation: financial and fiscal effects and monetary policy reactions in developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 12(4), 347-367.

Ganda, F. (2024). The interplay between technological innovation, financial development, energy consumption and natural resource rents in the BRICS economies: Evidence from GMM panel VAR. *Energy Strategy Reviews*, 51, 101267.

Gil-Alana, L. A., Abakah, E. J. A., & Abakah, M. K. (2021). Financial stress spillover across Asian Countries. *Review of Financial Economics*, 39(2), 146-162.

Gulzar, S., Mujtaba Kayani, G., Xiaofen, H., Ayub, U., & Rafique, A. (2019). Financial cointegration and spillover effect of global financial crisis: A study of emerging Asian financial markets. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 32(1), 187-218.

Han, J., Raghutla, C., Chittedi, K. R., Tan, Z., & Koondhar, M. A. (2022). How natural resources affect financial development? Fresh evidence from top-10 natural resource abundant countries. *Resources Policy*, 76, 102647.

Holloway, M. C. (2012). Foreign debt and economic development: an analysis of financial instability in developing economics (Unpublished doctoral dissertation). *The University of North Carolina at Greensboro*.

Hsueh, S. J., Hu, Y. H., & Tu, C. H. (2013). Economic growth and financial development in Asian countries: A bootstrap panel Granger causality analysis. *Economic modelling*, 32, 294-301.

Hwang, J. T., Chung, C. P., & Wang, C. H. (2010). Debt overhang, financial sector development and economic growth. *Hitotsubashi Journal of Economics*, 13-30.

Hye Q. M. A. & L. Dolgopolova (2011). Economics, Finance and Development in China: Johansen -Juselius co -integration Approach. *Chinese Management Studies*, 5(3), pp. 311 -324.

Ibrahim, M., & Sare, Y. A. (2018). Determinants of financial development in Africa: How robust is the interactive effect of trade openness and human capital?. *Economic analysis and policy*, 60, 18-26.

Ismihan, M., & Ozkan, F. G. (2012). Public debt and financial development: A theoretical exploration. *Economics Letters*, 115(3), 348-351.

Jafari, M. and Fatholahi, E. (2026). The effect of government spending and adjusting population age structures on financial development in Iran's economy. *Quarterly Journal of Quantitative Economics (JQE)*, 23(1), 201-224. doi: 10.22055/jqe.2025.46415.2614 (in persian)

Jung, W. S. (1986). Financial development and economic growth: international evidence. *Economic Development and cultural change*, 34(2), 333-346.

Kaushal, L. A., & Pathak, N. (2015). The causal relationship among economic growth, financial development and trade openness in Indian economy. *International Journal of Economic Perspectives*, 9(2), 5-22.

Khalfaoui, H. (2015). The determinants of financial development: Empirical evidence from developed and developing countries. *Applied Economics and Finance*, 2(4), 1-9.

Khan, M. A., Gu, L., Khan, M. A., & Oláh, J. (2020). Natural resources and financial development: The role of institutional quality. *Journal of Multinational Financial Management*, 56, 100641.

Khan, M. A., Khan, M. A., Abdulahi, M. E., Liaqat, I., & Shah, S. S. H. (2019). Institutional quality and financial development: The United States perspective. *Journal of Multinational Financial Management*, 49, 67-80.

Khan, M. A., Kong, D., Xiang, J., & Zhang, J. (2020). Impact of institutional quality on financial development: cross-country evidence based on emerging and growth-leading economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(15), 3829-3845.

Kim, D. H., & Lin, S. C. (2010). Dynamic relationship between inflation and financial development. *Macroeconomic Dynamics*, 14(3), 343-364.

King, R. G., & Levine, R. (1993). Financial intermediation and economic development. *Capital markets and financial intermediation*, 156-189.

Knox, A. D. (1952). The acceleration principle and the theory of investment: a survey. *Economica*, 19(75), 269-297.

Law, S. H., & Azman-Saini, W. N. W. (2012). Institutional quality, governance, and financial development. *Economics of governance*, 13, 217-236.

Law, S. H., & Habibullah, M. S. (2009). The determinants of financial development: Institutions, openness and financial liberalisation. *South African Journal of Economics*, 77(1), 45-58.

Le, Q. V. (2004). Political and economic determinants of private investment. *Journal of International Development*, 16(4), 589-604.

Le, T. H., Kim, J., & Lee, M. (2016). Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: An empirical investigation. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(5), 1047-1059.

Leylian, Neda., Ebrahimi, Mehrzad., Zare, Hashem & Haghighat, Ali. (2023). Assessing the short run and long run effects of foreign direct investment, human capital and financial development on the economic growth of different income groups in developing countries (application of the panel cointegration approach). *Quarterly Journal of Quantitative Economics (JQE), 20*(3), 35-77. (in persian)

Levchenko, A. A. (2004). Essays on trade and capital flows in developing countries (Unpublished doctoral dissertation). *Massachusetts Institute of Technology*.

Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature*, 35(2), 688-726.

Loayza, N. V., & Raddatz, C. (2007). The structural determinants of external vulnerability. *The World Bank Economic Review*, *21*(3), 359-387.

McKinnon, R. I. (1993). The order of economic liberalization: Financial control in the transition to a market economy. *JHU Press*.

Mehlum, H., Moene, K., & Torvik, R. (2006). Cursed by resources or institutions?. *World Economy*, 29(8), 1117-1131.

Minh Ha, N., & Ngoc, B. H. (2023). Spatial relationship between financial development, energy consumption and economic growth in emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 18(3).

Mirhosseini, S. V., Montazeri, M. R., & ShahVali, M. (2023). The Role of Budget Deficit and Government Debt in Financing-Economic Growth of Selected Developing Countries. *International Journal of Management, Accounting & Economics*, 10(4).

Nejad, O. D. (2010). Determinants of Financial Development in Iran: Do Financial Repression Policies Hinder Financial Development? (Unpublished doctoral dissertation). *Eastern Mediterranean University* (EMU)).

Newbery, D. M., & Stiglitz, J. E. (1984). Pareto inferior trade. *The Review of Economic Studies*, 51(1), 1-12.

Nguyen, H. M. (2023). Impact of external debt on financial development: an empirical analysis of selected east Asian and pacific countries. *Dalat University Journal of Science*, 58-68.

Odhiambo, N. M., & Musakwa, M. T. (2024). Remittance inflows and financial development in Sub-Saharan African countries: Does governance matter?. *Heliyon*, *10*(5).

Ozturk, N., & Karagoz, K. (2012). Relationship between inflation and financial development: Evidence from Turkey. *International Journal of Alanya Faculty of Business*, 4(2), 81-87.

Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: An overview. *European economic review*, 37(2-3), 613-622.

Pindyck, R. S., & Solimano, A. (1993). Economic instability and aggregate investment. *NBER macroeconomics annual*, 8, 259-303.

PRS Group. (2012). International country risk guide methodology. URL: http://www. prsgroup. com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology. pdf (accessed November 24, 2018).

Roe, M. J., & Siegel, J. I. (2007). Political instability and financial development. Unpublished Manuscript, *Harvard Law School*, 3, 14-33.

Sachs, J. D., & Warner, A. M. (2001). The curse of natural resources. *European economic review*, 45(4-6), 827-838.

Salahmanesh, A., Arman, S.A. & Alaei, R. (2021). Examining the effect of economic freedom on financial development. *Quarterly Journal of Quantitative Economics(JQE),18*(3), 65-98. (in persian)

Salifu, M., Peprah, J. A., Sebu, J., & Cantah, W. G. (2024). Openness policies and financial development in Ghana: An ARDL approach. Heliyon, 10(3).

Shabani, V. , Hojabr Kiani, K. , Hosseini, S. S. and damankeshideh, M. (2025). How bank health affects bank conditional profitability: Evidence from Iran. *Quarterly Journal of Quantitative Economics (JQE)*, (Article in Press), -. doi: 10.22055/jqe.2025.47417.2647 (in persian)

Shahbaz, M., Naeem, M., Ahad, M., & Tahir, I. (2018). Is natural resource abundance a stimulus for financial development in the USA?. *Resources Policy*, 55, 223-232.

Shaw, E. S. (1973). Financial deepening in economic development. *Oxford University press*.

Spulbar, C., Tabrizi, S., Birau, R., Shahr Aeini, S. A., Ozaydin, G., & Ninulescu, P. V. (2022). Evaluation of Country Risks on Foreign Direct Investment in Middle East Countries Using Data Envelopment Analysis (DEA): A Case Study. *Res. & Sci. Today*, 23, 41.

Stiglitz, J. (1998, June). The role of the financial system in development. In *Presentation at the fourth annual bank conference on development in Latin America and the Caribbean* (Vol. 29, p. 17).

Sukrianingrum, D. R., & Manda, G. S. (2020). The effect of systematic risk and unsystematic risk on expected return of optimal portfolio. SAR (Soedirman Accounting Review): *Journal of Accounting and Business*, 5(2), 181-195.

Sun, Y., Ak, A., Serener, B., & Xiong, D. (2020). Natural resource abundance and financial development: A case study of emerging seven (E− 7) economies. *Resources Policy*, 67, 101660.

Svaleryd, H., & Vlachos, J. (2002). Financial markets, industrial specialization and comparative advantage: Evidence from OECD countries. *Research Papers in Economics, Department of Economics, Stockholm University*, 6-43.

Svirydzenka, K. (2016). Introducing a new broad-based index of financial development. International Monetary Fund.

Tanaka, M., & Fukuda, S. I. (2019). Spillover Effects of Asian Financial Markets on the Global Markets. *Public Policy Review*, 15(1), 151-174.

Thi Thuy, D. P., & Nguyen Trong, H. (2021). Impacts of openness on financial development in developing countries: Using a Bayesian model averaging approach. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1937848.

Tornell, A., Westermann, F. and Martinez, L., 2004. The Positive Link between Financial Liberalization. *Growth and Crises, CESifo Working Paper*, *1164*.

Verma, R., & Verma, P. (2014). Country risk and macroeconomic factors: evidence from Asian markets. *The Journal of Applied Business and Economics*, 16(5), 51.

Voghouei, H., Azali, M., & Jamali, M. A. (2011). A survey of the determinants of financial development. *Asian-Pacific Economic Literature*, 25(2), 1-20.

Yu, X., Li, M., & Huang, S. (2017). Financial functions and financial development in China: a spatial effect analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(9), 2052-2062.

Zainudin, N. B., & Nordin, N. B. (2017). The determinants of financial development in four selected ASEAN countries: a panel data analysis. International Journal of Business, *Economics and Law*, 12(1).

Zaroki, S., Motameni, M., & Narimani, F. (2015). The Effect of Financial Development on Economic Growth in Provinces Application of Classification Compilation and GMM-Sys. *Economic Development Policy*, 3(3), 33-63.

Zelekha, Y. (2010). The effect of uncertainty in inflation expectations on private investment. *IUP Journal of Monetary Economics*, 8(4), 14.