



## Examining the Impact of Monetary Policies and Good Governance on Financial Development in Selected Developed and Developing Countries

Seyyed Reza Zaeifosadat<sup>1</sup>, Mehdi Nejati<sup>2</sup>, Seyyed Abdolmajid Jalaee<sup>3</sup>

1. M.Sc., Department of Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. rezasadat@uk.ac.ir; rezam.sadat1999@gmail.com

2. Corresponding Author, Associate Professor of Economics, Faculty of Economics and Management, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. mnejati@uk.ac.ir

3. Professor of Economics, Faculty of Economics and Management Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. jalaee@uk.ac.ir

| Article Info                                                                                                        | ABSTRACT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Article type:</b><br>Research Article                                                                            | In today's complex and dynamic world, the financial system plays a crucial role in the stability and growth of the real economy globally. Understanding the interplay between macroeconomic policies and financial-trade development is of vital importance. This study aims to simultaneously examine the effects of macroeconomic, financial, monetary, and institutional variables on domestic credit to the private sector and the volume of foreign trade (exports and imports), analyzing these complex relationships. To achieve this objective, panel data from 14 selected countries over the period 2012–2022 were analyzed using the fixed-effects method. This approach was chosen for its ability to control for heterogeneous and time-invariant characteristics of the countries, such as cultural differences or legal structures. The findings indicate that, in the financial development model, corruption control has the strongest positive effect on domestic credit to the private sector, with a coefficient of 0.39 (significant at 5%), while economic growth has the largest negative effect, with a coefficient of -0.46 (significant at 2.79%). In the trade development model, economic growth is identified as the most important factor enhancing foreign trade, with a positive coefficient of 0.35 (significant at 2.38%), whereas broad money has the strongest negative effect, with a coefficient of -0.48 (significant at 5%). Overall, the results suggest that both financial and trade development critically depend on governance quality, institutional transparency, and the effectiveness of monetary policies. Particularly for developing countries, the synergy between institutional reforms and rule-based monetary policies is a fundamental prerequisite for strengthening financial stability and improving their position within the global value chain. |
| <b>Article history:</b><br>Received: June 2025<br>Accepted: September 2025                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>JEL:</b> E4, F4, G15, O23.                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Keywords:</b><br>Foreign Trade,<br>Governance,<br>Monetary Policies,<br>Fixed Effects,<br>Financial Development. |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

**Cite this article:** Zaeifosadat, S. R., Nejati, M., & Jalaee, S. A. M. (2025). Examining the Impact of Monetary Policies and Good Governance on Financial Development in Selected Developed and Developing Countries. *Applied Theories of Economic. Applied Theories of Economic*, 12(2), 203-224.  
<https://doi.org/10.22034/ecoj.2025.63586.3353>



© The Author(s).

Publisher: University of Tabriz

DOI: 10.22034/ecoj.2025.63586.3353

## Introduction

In today's complex and dynamic world, the financial system plays a vital role in the stability and growth of the real economy. As a comprehensive network of markets, institutions, and economic agents, it facilitates financial development by optimizing resource allocation, reducing transaction costs, and improving access to financial services. Financial development, in turn, drives economic growth, reduces poverty, and enhances welfare by increasing investment, strengthening competition, and promoting innovation. Consequently, identifying the factors that influence financial development remains a key challenge for policymakers.

Among these factors, monetary policies and good governance are recognized as two critical drivers. Monetary policies, through tools such as interest rates and money supply, affect the macroeconomic environment and the performance of the financial system. Studies show that appropriate monetary policies can contribute to price stability, market efficiency, and, ultimately, financial development. However, the effectiveness of these policies strongly depends on institutional infrastructure and the level of financial system development, with countries possessing more developed financial sectors typically engaging in greater volumes of international trade.

This study is based on the assumption that the effectiveness of monetary variables on financial development depends not only on the nature of the monetary policies but also on the quality of institutional infrastructure and good governance. Accordingly, the main research question is: *"Can monetary variables and good governance enhance financial development in selected developed and developing countries?"*

To answer this question, the study pursues the following objectives:

1. Examine the impact of monetary variables on financial development in selected developed and developing countries.
2. Investigate the effect of good governance (using the World Bank's Worldwide Governance Indicators) on financial development.
  - Hypothesis 1: Improving good governance indicators (corruption control and government effectiveness) enhances financial development.
  - Hypothesis 2: Financial development contributes to an increase in foreign trade.

In recent years, numerous studies have examined the role of the financial system in economic growth and its interaction with monetary and institutional policies. Research such as Jahangard & Asgari (2011) and Afori et al. (2022) explored the relationship between financial development, government interventions, and investment, demonstrating that a strong financial system can drive economic growth and improve market efficiency. Similarly, studies by Zamir et al. (2020) and Rani et al. (2022) highlighted the importance of good governance in improving access to financial resources and attracting investment.

Despite these efforts, many studies have focused on a single aspect of financial development or foreign trade, and the multidimensional relationship between macroeconomic policies, institutional quality, and central bank policy variables has been less analyzed concurrently. Moreover, a significant gap exists in research simultaneously examining the effects of these variables on financial development and international trade across countries with varying levels of economic development.

The innovation of this study lies in several key dimensions:

1. Simultaneously examining financial development and foreign trade as two critical components of sustainable economic growth.
2. Using panel data models with fixed effects to analyze annual data from 14 selected developed and developing countries over a ten-year period (2012–2022).
3. Considering a wide range of macroeconomic, institutional, and policy variables, including inflation, interest rates, corruption control, central bank assets, broad money, and government effectiveness.
4. Focusing on the role of central bank policy and governance quality as influential factors in guiding the macroeconomy and financial development.

This research provides novel insights for policymakers and researchers to better understand the mechanisms affecting financial and trade development, thereby informing more effective policy design.

### Methodology

Examine the effects of macroeconomic, institutional, and central bank policy variables on two dimensions of financial development (financial structure and openness) and foreign trade in 14 selected countries during 2012–2022 using a fixed-effects panel model.

1. Collect annual data from the World Bank and the International Monetary Fund.
2. Conduct panel data pre-tests:
  - o Chow test for coefficient stability over periods.
  - o Breusch-Pagan test for heteroscedasticity.
  - o Hausman test to choose between fixed and random effects.
  - o Unit root tests to ensure variable stationarity.
3. Estimate a fixed-effects panel model using EViews software.

### Results and Discussion

#### 1. Financial Development (Domestic Credit)

- Economic growth (LGROWTH) and government effectiveness (LGO) have negative and significant coefficients: during higher growth periods and with stronger institutional effectiveness, less banking credit is allocated to the private sector.
- Corruption control (LCORR), foreign direct investment (LFDI), and broad money (LBR) have positive and significant effects on domestic credit.
- Interest rates and inflation (LLRIN) negatively and significantly affect private sector credit.
- Exports and imports (LXM) significantly enhance banking development.

#### 2. Economic Openness (Exports and Imports)

- Interest rates and inflation (LLRIN) have positive and significant coefficients: higher values are associated with larger volumes of foreign trade.
- Economic growth (LGROWTH), government effectiveness (LGO), exchange rates (LEX), and central bank reserves (LASSET) all positively influence exports and imports.
- Per capita income (LPER) and current account balances (LCURR) negatively affect foreign trade.
- Private sector credit (LDOMESTIC) and foreign direct investment (LFDI) show positive (sometimes near-significant) relationships with foreign trade.
- Broad money (LBR) has a significant negative effect on trade volume.



## بررسی تاثیر سیاست‌های پولی و حکمرانی خوب بر توسعه مالی در کشورهای منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه

سیدرضا ضعیف‌السادات<sup>۱</sup>، مهدی نجاتی<sup>۲</sup>، سیدعبدالمجید جلائی<sup>۳</sup>

۱. کارشناسی ارشد علوم اقتصادی، گروه اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. رایانامه: rezam.sadat1999@gmail.com

۲. دانشیار، گروه اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. رایانامه: mnejati@uk.ac.ir

۳. استاد، گروه اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. رایانامه: jalaee@uk.ac.ir

| اطلاعات مقاله                                                                                                                                                                                                        | چکیده                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>نوع مقاله: مقاله پژوهشی</p> <p>تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۴/۰۹</p> <p>تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۶/۲۲</p> <p>JEL: E4, F4, G15, O23.</p> <p>واژه‌های کلیدی:<br/>تجارت خارجی، حکمرانی، سیاست‌های پولی، اثرات ثابت، توسعه مالی.</p> | <p>در دنیای پیچیده و پویای امروز، سیستم مالی نقشی حیاتی در پایداری و رشد بخش واقعی اقتصاد جهانی ایفا می‌کند. درک متقابل میان سیاست‌گذاری‌های کلان و توسعه مالی - تجاری اهمیتی حیاتی دارد. این پژوهش با هدف بررسی تأثیر هم‌زمان متغیرهای کلان اقتصادی، مالی، پولی و نهادی بر اعتبارات داخلی به بخش خصوصی و حجم تجارت خارجی (صادرات و واردات)، به تحلیل این روابط پیچیده پرداخته. برای دستیابی به این هدف، داده‌های پانل مربوط به ۱۴ کشور منتخب در طی دوره زمانی ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ با استفاده از روش اثرات ثابت (Fixed Effects) مورد تحلیل قرار گرفته. انتخاب این روش به دلیل توانایی آن در کنترل ویژگی‌های ناهمگن و ثابت کشورهای نمونه در طول زمان - مانند تفاوت‌های فرهنگی یا ساختارهای قانونی است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در مدل توسعه مالی، «کنترل فساد» با ضریب مثبت ۰/۳۹ (سطح معناداری ۵٪) بیشترین اثر مثبت را بر اعتبارات داخلی به بخش خصوصی داشته و در مقابل، «رشد اقتصادی» با ضریب منفی ۰/۴۶ (سطح معناداری ۰/۲۷۹) بیشترین اثر منفی را بر توسعه مالی برجای گذاشته است. همچنین در مدل توسعه تجاری، «رشد اقتصادی» با ضریب مثبت ۰/۳۵ (سطح معناداری ۰/۲۳۸) به عنوان مهم‌ترین عامل تقویت‌کننده تجارت خارجی شناسایی شد، در حالی که «پول گسترده» با ضریب منفی ۰/۴۸ (سطح معناداری ۵٪) بیشترین تأثیر منفی را بر توسعه تجاری اعمال کرده یافته‌ها نشان می‌دهد که توسعه مالی و توسعه تجاری به طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که توسعه مالی و تجاری در گرو کیفیت حکمرانی، شفافیت نهادی و کارآمدی سیاست‌های پولی است؛ به‌ویژه برای کشورهای در حال توسعه، هم‌افزایی میان اصلاحات نهادی و سیاست‌های پولی قاعده‌مند شرط اساسی برای تقویت ثبات مالی و ارتقای موقعیت در زنجیره ارزش جهانی محسوب می‌شود.</p> |

استناد: ضعیف‌السادات، سیدرضا، نجاتی، مهدی و جلائی، سیدعبدالمجید (۱۴۰۴). بررسی تاثیر سیاست‌های پولی و حکمرانی خوب بر توسعه مالی در کشورهای منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه. *نظریه‌های کاربردی اقتصاد*، ۱۲(۳)، ۲۲۴-۲۰۳.

DOI: 10.22034/ecoj.2025.63586.3353



حق مؤلف © نویسندگان.

ناشر: دانشگاه تبریز

## ۱-مقدمه

در دنیای پیچیده و پویای امروز، سیستم مالی نقشی حیاتی در پایداری و رشد بخش واقعی اقتصاد ایفا می‌کند. این سیستم، به‌عنوان شبکه‌ای جامع از بازارها، نهادها، و فعالان اقتصادی، با تخصیص بهینه منابع، کاهش هزینه‌های مبادله و افزایش دسترسی به خدمات مالی، زمینه را برای توسعه مالی فراهم می‌آورد (جهانگرد و عسگری<sup>۱</sup>، ۱۳۹۰). توسعه مالی، به نوبه خود، با افزایش سرمایه‌گذاری، تقویت رقابت و ارتقاء نوآوری، موتور محرکه رشد اقتصادی، کاهش فقر و افزایش رفاه محسوب می‌شود (زمیر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰؛ میشکین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). از این رو، شناسایی عوامل مؤثر بر توسعه مالی، یکی از چالش‌های اصلی و همیشگی سیاست‌گذاران اقتصادی است. در میان عوامل متعدد، سیاست‌های پولی و حکمرانی خوب به عنوان دو نیروی کلیدی و اثرگذار بر توسعه مالی شناخته می‌شوند. سیاست‌های پولی از طریق ابزارهایی مانند نرخ بهره و حجم پول، بر محیط اقتصاد کلان و عملکرد سیستم مالی تأثیر می‌گذارند (اج و لیانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹؛ تایسیر و فریل<sup>۵</sup>، ۲۰۱۷). مطالعات نشان می‌دهند که سیاست‌های پولی مناسب می‌توانند به ثبات قیمت‌ها، کارایی بازارها و در نهایت، به تسهیل توسعه مالی کمک کنند (آهیادورمه<sup>۶</sup>، ۲۰۲۲؛ ژیانگ و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۲۲). با این حال، کارایی این سیاست‌ها به شدت به زیرساخت‌های نهادی و میزان توسعه‌یافتگی سیستم مالی بستگی دارد (اولاجییده و اولادی<sup>۸</sup>، ۲۰۲۴؛ آوانه و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۲۳). و کشورهایی با بخش مالی توسعه‌یافته معمولاً حجم بیشتری از تجارت بین‌الملل را تجربه می‌کنند (آفولابی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۲۲؛ کلانتزاکه<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۸). همچنین، چنین کشورهایی در بخش‌هایی که نیازمند سرمایه‌گذاری خارجی هستند، از مزیت رقابتی بالاتری برخوردارند (رانی و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۲۲؛ آفوری و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۲). و به بهبود فرآیندهای تجاری کمک می‌کند، که به افزایش کارایی اقتصادی منجر می‌شود (ضعیف السادات و رفیعی<sup>۱۴</sup>، ۱۴۰۳). در کنار سیاست‌های پولی، کیفیت حکمرانی به عنوان یک عامل بنیادین، نقش حیاتی در شکل‌دهی به عملکرد سیستم مالی ایفا می‌کند. حکمرانی خوب، شامل عواملی چون ثبات سیاسی، کنترل فساد، کیفیت قوانین و اثربخشی دولت، با ایجاد محیطی قابل پیش‌بینی و شفاف، اعتماد را در بازار تقویت کرده و ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (ادوگبسان<sup>۱۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۰؛ هلیول<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). در چنین محیطی، سیاست‌های پولی با اثربخشی بیشتری عمل کرده و توسعه مالی به سمت مسیری پایدارتر هدایت می‌شود (آفوری و همکاران، ۲۰۲۳).

<sup>1</sup> Jahangard & Asgari (2011)<sup>2</sup> Zameer et al<sup>3</sup> Mishkin<sup>4</sup> Edge & Liang<sup>5</sup> Tayssir & Feryel<sup>6</sup> Ahiadorme<sup>7</sup> Jiang et al.<sup>8</sup> Olajide & Oyadeyi<sup>9</sup> Oanh et al.<sup>10</sup> Afolabi<sup>11</sup> Kalaitzake<sup>12</sup> Rani et al.<sup>13</sup> Ofori et al.<sup>14</sup> Zaeifosadat & Rafiei (2025)<sup>15</sup> Odugbesan<sup>16</sup> Helliwell

هرچند پژوهش‌های متعددی به بررسی تأثیر هر یک از این دو عامل (سیاست پولی و حکمرانی) بر توسعه مالی پرداخته‌اند، اما خلاء تحقیقاتی مهمی در بررسی تأثیر متغیرهای پولی در بستر حکمرانی خوب و تبیین اثر متقابل آن‌ها وجود دارد. اکثر تحقیقات موجود به این موضوع از دیدگاه مجزا نگرسته‌اند (احمد<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲؛ روملی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). این در حالی است که می‌توان انتظار داشت اثربخشی سیاست‌های پولی در کشورهای دارای حکمرانی قوی و نهادهای کارآمد، به مراتب بیشتر از کشورهای با حکمرانی ضعیف باشد. در نتیجه، پژوهش حاضر تلاش می‌کند با پر کردن این خلأ، به درک جامع‌تری از این روابط دست یابد.

این پژوهش بر مبنای این فرض استوار است که اثربخشی متغیرهای پولی بر توسعه مالی، نه تنها به ماهیت سیاست‌های پولی، بلکه به کیفیت زیرساخت‌های نهادی و حکمرانی خوب نیز وابسته است. بر همین اساس، مسئله اصلی تحقیق این است: «آیا متغیرهای پولی و حکمرانی خوب، می‌توانند توسعه مالی را در کشورهای منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه ارتقا دهند؟»

برای پاسخ به این پرسش، اهداف مشخص زیر دنبال می‌شود:

۱. بررسی تأثیر متغیرهای پولی بر توسعه مالی کشورهای منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه
۲. بررسی تأثیر حکمرانی خوب (با استفاده از شاخص‌های سازمان جهانی حکمرانی خوب بانک جهانی) بر توسعه مالی.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه ۱: بهبود شاخص‌های حکمرانی خوب (کنترل فساد و اثربخشی دولت) توسعه مالی را تقویت می‌کند.
- فرضیه ۲: توسعه مالی موجب افزایش تجارت خارجی می‌شود.

«در ادامه، ابتدا مروری جامع و نظام‌مند بر ادبیات نظری و مطالعات تجربی مرتبط با موضوع تحقیق ارائه می‌شود تا چارچوب مفهومی و جایگاه پژوهش حاضر روشن گردد. سپس، روش‌شناسی مطالعه شامل معرفی داده‌ها، متغیرها و مدل‌های برآورد تشریح می‌شود. در بخش بعد، تحلیل داده‌ها و نتایج تجربی ارائه و تفسیر خواهد شد و در پایان، جمع‌بندی، دلالت‌های سیاستی مورد بحث قرار می‌گیرد.»

## ۲- ادبیات تحقیق

### ۲-۱- پایه‌های نظری

توسعه مالی به عنوان یکی از پیش‌نیازهای کلیدی و اصلی برای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و کاهش فقر در ادبیات اقتصادی پذیرفته شده است (عظمه و الراعی<sup>۳</sup>، ۲۰۲۵). در سال‌های اخیر، پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی پرداخته‌اند. در این میان، دو متغیر اصلی، یعنی سیاست‌های پولی و حکمرانی خوب، به دلیل نقش بنیادین خود در تنظیم و هدایت اقتصاد کلان، جایگاه ویژه‌ای یافته‌اند. سیاست‌های پولی، به عنوان ابزارهای اصلی بانک‌های مرکزی، با هدف کنترل تورم، مدیریت رشد اقتصادی و ایجاد ثبات در نظام مالی به کار گرفته می‌شوند (عظمه

<sup>1</sup> Ahmed

<sup>2</sup> Romelli

<sup>3</sup> Azmeh & Alraee

و الراعی، ۲۰۲۴). از سوی دیگر، حکمرانی خوب، به عنوان یک بستر نهادی، شرایط لازم برای تخصیص بهینه منابع، کاهش فساد و افزایش شفافیت را فراهم می‌آورد که همگی برای عملکرد کارای بخش مالی ضروری هستند.

## ۲-۱-۱- توسعه مالی

توسعه مالی فرآیندی چندبعدی است که شامل «عمق مالی»<sup>۱</sup>، «دسترسی/شمول مالی»، «کارایی واسطه‌گری مالی» و «ثبات» می‌شود. توسعه مالی تنها به افزایش تعداد بانک‌ها محدود نیست؛ بلکه به کیفیت نهادها، تنوع ابزارها و عملکرد بازارهای سرمایه نیز مربوط است. توسعه مالی با کاهش هزینه‌های مبادله، تسهیل تخصیص بهینه منابع و تقویت مدیریت ریسک، به رشد اقتصادی و کاهش نابرابری کمک می‌کند (دمیرگوک-کونت، آسلی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). شواهد بین‌المللی نشان می‌دهد ارتقای شمول و دیجیتالی شدن پرداخت‌ها بخش مهمی از روند توسعه مالی در دهه اخیر بوده است.

## ۲-۱-۲- سیاست های پولی

سیاست پولی به مجموعه‌ای از اقدامات و تدابیری اطلاق می‌شود که بانک مرکزی یک کشور برای کنترل نرخ تورم، مدیریت حجم پول در گردش و ایجاد ثبات در سیستم مالی به کار می‌گیرد. اهداف اصلی این سیاست‌ها شامل تسهیل رشد اقتصادی، دستیابی به اشتغال کامل و کنترل قیمت‌هاست. از دیدگاه صندوق بین‌المللی پول، اهداف سیاست پولی حتی فراتر رفته و شامل تثبیت نرخ ارز، تسهیل و توسعه تجارت بین‌المللی و ارتقای رشد اقتصادی تولیدی در میان اعضا می‌شود.

## ۲-۱-۳- کانال‌های سیاست پولی و نقش آن‌ها در توسعه مالی

سیاست‌های پولی از طریق چند کانال اصلی بر اقتصاد و نظام مالی تأثیر می‌گذارند: کانال نرخ بهره (هزینه تأمین مالی)، کانال اعتبار بانکی (عرضه وام)، کانال قیمت دارایی‌ها، کانال نرخ ارز و کانال انتظارات. اثربخشی این کانال‌ها به ساختار بازارهای مالی، عمق بازار، و چارچوب نهادی (از جمله استقلال و شفافیت بانک مرکزی) وابسته است. مروری‌های جدید نشان می‌دهند که در نبود سازوکارهای نهادی مناسب، انتقال سیاست پولی کند یا ناقص خواهد بود و پیامد آن ضعف در تعمیق مالی است (آجلو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲؛ آهنر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۴).

در تحلیل‌های پانلی بین‌کشوری، لازم است تأثیر سیاست‌های پولی بر توسعه مالی را همراه با متغیرهای نهادی و متغیرهای کلان بررسی کنیم؛ زیرا این عوامل با هم تعامل پیچیده‌ای دارند و حذف یک بعد می‌تواند منجر به سوگیری تفسیر نتایج شود (چوی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۲).

## ۲-۱-۴- حکمرانی خوب

کیفیت نهادی — شامل کنترل فساد، اثربخشی حکومت، کیفیت مقررات و حاکمیت قانون — یک شرط لازم (گرچه نه همیشه کافی) برای تحقق منافع توسعه مالی است. پژوهش‌های جدید نشان می‌دهند که در حضور حکمرانی قوی، اثرات مثبت توسعه مالی بر رشد و ثبات آشکارتر و قوی‌تر است؛ و برعکس، در محیط نهادی ضعیف، توسعه بازار مالی

<sup>1</sup> Financial Depth

<sup>2</sup> Demirguc-Kunt, Asli et al.

<sup>3</sup> Ajello et al.

<sup>4</sup> Ahner et al.

<sup>5</sup> Choi et al.

ممکن است به انحراف منابع و افزایش آسیب‌پذیری منجر شود (بانک جهانی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴؛ سلیمانی و اوکا<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳). بنابراین، حکمرانی خوب نه تنها به عنوان یک متغیر کنترل بلکه به عنوان یک «متغیر تسهیل کننده» باید در مدل‌های تجربی وارد شود.

## ۲-۱-۵- شمول مالی، ثبات و ریسک سیستمیک

شمول مالی گسترده می‌تواند هم ثبات را تقویت کند و هم ریسک‌های سیستمیک جدید ایجاد نماید؛ شرط آن که ارتقای شمول همراه با مقررات و نظارت احتیاطی باشد. گزارش‌ها و داده‌های جهانی نشان می‌دهند افزایش حساب‌های رسمی و پرداخت‌های دیجیتالی، به کاهش هزینه معامله و افزایش تاب‌آوری کمک کرده است، اما بدون مقررات احتیاطی و سازوکارهای نظارتی مناسب، احتمال آسیب‌پذیری از طریق کانال اعتباری یا پدید آمدن نهادهای مالی غیرمتمرکز وجود دارد (دمیرگوک-کونت، آسلی و همکاران، ۲۰۲۲؛ آجلو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲).

تحلیل‌های فوق نشان می‌دهد که سیاست پولی، حکمرانی خوب و توسعه مالی سه ضلع حیاتی یک مثلث برای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار هستند. توسعه مالی تنها یک پدیده کمی نیست، بلکه نیازمند بسترهای نهادی مناسبی است که کارایی و اثربخشی آن را تضمین کند. سیاست پولی نیز برای دستیابی به اهداف خود، به یک بستر نهادی سالم و حکمرانی کارآمد وابسته است. حکمرانی خوب، به عنوان یک شرط لازم، اثربخشی سیاست پولی را تعدیل کرده و از تبدیل توسعه مالی کمی به یک منبع بی‌ثباتی مالی جلوگیری می‌کند. روابط میان این سه متغیر در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه به دلیل تفاوت‌های نهادی و ساختاری، متفاوت عمل می‌کند و این امر ضرورت تحلیل‌های تطبیقی را برجسته می‌سازد.

## ۲-۲- پیشینه تحقیق

کیم و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) در مقاله‌ای تحت عنوان (آیا توسعه مالی و بازبودن تجاری مکمل یکدیگرند یا جانشین؟) با استفاده از داده‌های ۸۷ کشور طی دوره ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۵ و به کارگیری مدل‌های تجربی مقایسه‌ای میان کشورهای OECD و غیر OECD، به بررسی رابطه توسعه مالی و بازبودن تجاری پرداختند. نتایج نشان داد که در کشورهای OECD، توسعه مالی تأثیر معناداری بر تجارت ندارد؛ اما در کشورهای غیر OECD، توسعه مالی در کوتاه مدت رابطه جانشینی و در بلندمدت رابطه مکملی با بازبودن تجاری دارد. این یافته‌ها بیانگر آن است که در کشورهای در حال توسعه، توسعه مالی نقش برجسته‌تری در حمایت از بازبودن تجاری و رشد اقتصادی ایفا می‌کند. متار و بلازرگ<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) این پژوهش با عنوان «نوآوری، بازبودن تجاری، توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای اروپایی» به بررسی ۱۱ کشور اروپایی طی دوره ۲۰۱۶-۲۰۰۱ پرداخته است. نویسندگان با استفاده از مدل VAR تابلویی و روش برآورد GMM، پیوندهای چهارجانبه میان نوآوری، تجارت، توسعه مالی و رشد اقتصادی را آزمون کرده‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد که روابط یک‌طرفه‌ای بین رشد اقتصادی و توسعه مالی، بین تجارت و رشد اقتصادی، و همچنین بین نوآوری و توسعه مالی وجود دارد. این نتایج بیانگر آن است که مقررات کارآمد سیستم‌های مالی و کیفیت تأمین

<sup>1</sup> World Bank

<sup>2</sup> Solaymani & Oca

<sup>3</sup> Ajello et al.

<sup>4</sup> Kim et al.

<sup>5</sup> Mtar & Belazreg

مالی نقش اساسی در تقویت رشد اقتصادی دارند. محدودیت مطالعه تمرکز بر کشورهای اروپایی است؛ بنابراین، پژوهش حاضر می‌کوشد شواهد گسترده‌تری درباره ارتباط میان سیاست‌های پولی، توسعه مالی و ادغام تجاری ارائه دهد. و موگانی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) این مطالعه با عنوان تکنولوژی مالی، نوآوری فناورانه و توسعه مالی: شواهدی از چین، تحولات بخش مالی چین را در ۲۹۰ شهر و ۳۱ استان طی دوره ۲۰۱۱-۲۰۱۸ بررسی کرده است. روش تحقیق شامل رگرسیون متغیر ابزاری حداقل مربعات دو مرحله‌ای همراه با اصلاح وابستگی مقطعی، همزمانی و درون‌زایی بوده است. نتایج نشان می‌دهد که تکنولوژی مالی اثر مثبت معناداری بر توسعه مالی دارد؛ به گونه‌ای که با افزایش دسترسی به وام، تعمیق سپرده‌ها و ارتقای پس‌انداز در مؤسسات مالی، موجب تقویت بخش مالی می‌شود. علاوه بر این، ظهور فین‌تک در حوزه فناوری‌های نوظهور می‌تواند به‌طور چشمگیری پیامدهای توسعه مالی را بهبود بخشد. محدودیت اصلی پژوهش تمرکز صرف بر چین است که تعمیم‌پذیری نتایج را کاهش می‌دهد. از این رو، پژوهش حاضر با به‌کارگیری مدل پانل اثرات ثابت، در پی ارائه شواهد تطبیقی گسترده‌تر در زمینه پیوند میان سیاست‌های پولی، توسعه مالی و تجارت خارجی است. همچنین دلیری<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) در مقاله‌ای با عنوان نقش حکمرانی خوب در رشد اقتصادی: شواهدی از گروه‌های درآمدی نویسنده با استفاده از داده‌های تابلویی پویا و روش سیستم یک‌مرحله‌ای، اثر شاخص‌های حکمرانی بر رشد اقتصادی را در چهار گروه درآمدی (۱۵ کشور کم‌درآمد، ۴۰ کشور با درآمد پایین‌تر از متوسط، ۴۰ کشور با درآمد بالاتر از متوسط و ۵۲ کشور با درآمد بالا) طی دوره ۲۰۰۷-۲۰۲۲ بررسی کرده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که تأثیر حکمرانی بر رشد اقتصادی بسته به سطح درآمد کشورها متفاوت است: در کشورهای کم‌درآمد، کنترل فساد و کیفیت مقررات بیشترین اثر مثبت را دارند؛ در کشورهای با درآمد پایین‌تر از متوسط، حاکمیت قانون و کارآمدی دولت تعیین‌کننده‌اند؛ در کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط، کارآمدی دولت و پاسخ‌گویی نقش‌آفرین هستند؛ و در کشورهای با درآمد بالا، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و ثبات سیاسی برای تداوم رشد حیاتی‌اند. این مقاله اهمیت شاخص‌های حکمرانی متناسب با سطح توسعه را برجسته می‌سازد و بر ضرورت سیاست‌گذاری نهادی متنوع و متناسب با شرایط اقتصادی کشورها تأکید دارد. با وجود این، تمرکز مقاله تنها بر رابطه حکمرانی و رشد اقتصادی است، در حالی که پژوهش حاضر تلاش می‌کند با ترکیب سیاست‌های پولی، توسعه مالی و ادغام تجاری در چارچوبی واحد، شواهدی ارائه دهد. میخایلو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) این مطالعه با عنوان «تجزیه و تحلیل توسعه مالی و پتانسیل فین‌تک مبتنی بر نوآوری باز برای اقتصادهای نوظهور با استفاده از رویکرد یکپارچه MF-X-DMA و q-ROFS»، به بررسی ۷ کشور نوظهور در دوره ۲۰۰۲-۲۰۲۰ پرداخته است. روش مورد استفاده MF-X-DMA بوده و نتایج نشان می‌دهد که ارتقای روند وام‌دهی بانکی و توسعه بازار سهام از شاخص‌های کلیدی برای بهبود توسعه مالی هستند. همچنین، تقویت رقابت از طریق دسترسی برابر به اطلاعات در یک زیرساخت فنی پایدار از الزامات اساسی به شمار می‌آید. محدودیت پژوهش آن است که عمدتاً بر شاخص‌های مالی و فنی تمرکز دارد و ابعاد نهادی و سیاستی کمتر مورد توجه قرار گرفته‌اند. در همین راستا، پژوهش حاضر با بررسی کشورهای منتخب طی ۲۰۱۲-۲۰۲۲ و به‌کارگیری مدل پانل اثرات ثابت، تلاش می‌کند ابعاد نهادی و سیاست‌های پولی را نیز در کنار توسعه مالی و تجارت خارجی تحلیل کند. در ادامه مشتاق و

<sup>1</sup> Muganyi et al.<sup>2</sup> Daliri<sup>3</sup> Mikhaylov et al.

همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۵) این پژوهش با بهره‌گیری از داده‌های پانل سالانه ۴۶ کشور در حال توسعه و ۳۲ کشور توسعه‌یافته طی دوره ۱۹۹۶-۲۰۲۲ و با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) به بررسی رابطه بین توسعه مالی، جهانی‌شدن مالی و نوسان رشد اقتصادی می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد که توسعه مالی در هر دو گروه کشورها موجب کاهش نوسان رشد اقتصادی می‌شود. در مقابل، تورم در همه کشورها موجب افزایش نوسانات است. همچنین، مخارج دولت در اقتصادهای در حال توسعه نوسان را تشدید می‌کند، در حالی که در کشورهای توسعه‌یافته اثر کاهنده دارد. علاوه بر این، جریان‌های سرمایه و کیفیت نهادی در کشورهای در حال توسعه عمدتاً بی‌اثر یا حتی افزایش‌دهنده نوسان هستند، اما در کشورهای توسعه‌یافته به کاهش آن کمک می‌کنند. اهمیت این مطالعه در ارائه یک مقایسه بین‌المللی است، اما محدودیت آن عدم توجه کافی به ناهمگنی‌های ساختاری کشورهاست؛ از این رو پژوهش حاضر با تمرکز بر ۱۴ کشور منتخب طی دوره ۲۰۱۲-۲۰۲۲ و به‌کارگیری مدل پانل اثرات ثابت، به‌طور دقیق‌تر اثر سیاست‌های پولی و حکمرانی خوب را بر توسعه مالی و تجارت خارجی تحلیل می‌کند و بر ادبیات موجود می‌افزاید.

ورهرامی و حجتی<sup>۲</sup> (۱۴۰۰) در مقاله‌ی تحت عنوان (بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی با تاکید بر رانت نفتی و کیفیت نهادی (کشورهای منتخب صادرکننده نفت) در مقاله خود به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی با تأکید بر رانت نفتی و کیفیت نهادی برای انتخابی از کشورهای صادرکننده نفت طی سال‌های ۲۰۰۲-۲۰۱۸ با روش داده‌های ترکیبی پویا GMM پرداختند و بدین منظور از شاخص چندبعدی توسعه مالی صندوق بین‌المللی پول و شاخص حکمرانی خوب استفاده شده است. بررسی‌های این پژوهش نشان می‌دهند، رانت نفتی اثر منفی بر توسعه مالی، دسترسی مؤسسات و بازارهای مالی، عمق مؤسسات و بازارهای مالی، کارایی بازارهای مالی و اثر مثبت بر کارایی مؤسسات مالی دارد. کیفیت نهادی نیز اثر مثبت بر تمامی ابعاد توسعه مالی از جمله توسعه مؤسسات و بازارها می‌گذارد. تورم رابطه معکوس با توسعه مالی، دسترسی و عمق مؤسسات مالی، عمق و کارایی بازارهای مالی و رابطه مستقیم با کارایی مؤسسات و دسترسی بازارهای مالی دارد. همچنین کاکاوند و همکاران<sup>۳</sup> (۱۴۰۰) در مقاله حاضر با هدف بررسی تأثیر سیاست‌های پولی بر رفتار بانک‌ها و در نهایت بر متغیرهای کلان اقتصادی، به ویژه در شرایطی که بانک‌ها نقش واسطه‌ای مهم در تأمین مالی بنگاه‌ها دارند، تدوین شده است. این مدل‌ها به بررسی تعاملات پیچیده بین متغیرهای اقتصادی مختلف و تأثیر شوک‌های مختلف بر اقتصاد می‌پردازند. در این مدل، بانک‌ها به‌عنوان واسطه‌های مالی، نقش کلیدی در تأمین مالی بخش تولید ایفا می‌کنند. این پژوهش با استفاده از یک مدل شبیه‌سازی، به تحلیل کمی تأثیر سیاست‌های پولی بر اقتصاد ایران می‌پردازد و نتایج آن می‌تواند برای سیاست‌گذاران پولی در طراحی و اجرای سیاست‌های مؤثرتر مورد استفاده قرار گیرد. عسکری و همکاران<sup>۴</sup> (۱۴۰۱) در مطالعه خود که هدف آن بررسی تأثیر متغیرهای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و باز بودن تجارت و نرخ تورم و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر شاخص توسعه مالی (سهم اعتبارات تخصیص‌یافته به بخش خصوصی از کل اعتبارات) در ایران بوده است، با بهره‌گیری از روش خود توضیح برداری (ARDL) مدل تجربی تحقیق طی سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۹۷ برآورد کرده است. نتایج تخمین مدل دلالت بر این دارد که در بلندمدت متغیرهای نرخ تورم و نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی تأثیر منفی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی،

<sup>1</sup> Mushtaq et al.

<sup>2</sup> Varahrami & Hojati (2021)

<sup>3</sup> Kakavandi et al. (2021)

<sup>4</sup> Askari et al. (2022)

درجه باز بودن اقتصاد و تولید ناخالص داخلی حقیقی تأثیر مثبت و معنی‌دار بر شاخص توسعه‌مالی دارند. در ادامه سرفراز محمدیار و همکاران<sup>۱</sup> (۱۴۰۲) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه‌مالی»، با استفاده از رهیافت غیرخطی الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده به بررسی رابطه میان کیفیت نهادی و توسعه‌مالی در ۱۴ کشور منتخب با شاخص توسعه انسانی بالا طی دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۸ پرداختند. متغیرهای وابسته در این پژوهش شامل «تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی» و «ارزش سهام معاملاتی» بود. نتایج نشان داد که عوامل نهادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت تأثیر منفی بر ارزش سهام معاملاتی دارند، اما بر تسهیلات بانکی اثر مثبت گذاشته و در برخی موارد نیز بی‌تأثیر بوده‌اند. این یافته‌ها بیانگر آن است که کیفیت نهادی در کشورها می‌تواند به‌صورت دوگانه بر ابعاد مختلف توسعه‌مالی اثر بگذارد و برای تحقق توسعه‌مالی پایدار نیازمند اصلاح و تقویت نهادهاست. در مقایسه با پژوهش حاضر که نقش سیاست‌های پولی و کیفیت حکمرانی را بر توسعه‌مالی و تجارت خارجی ۱۴ کشور منتخب طی دوره ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ بررسی می‌کند، بر ابعاد نهادی تمرکز داشته است؛ در حالی که مقاله حاضر علاوه بر عوامل نهادی، سیاست‌های پولی را نیز وارد مدل کرده و از رهیافت داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای تحلیل استفاده می‌کند. بنابراین پژوهش حاضر ضمن تکمیل مطالعات قبلی، ترکیب سیاست‌های کلان اقتصادی (پولی) و کیفیت نهادی را همزمان در ارتباط با توسعه‌مالی و ادغام تجاری بررسی کرده است. و محمدزاده و همکاران<sup>۲</sup> (۱۴۰۳) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر فضایی ریسک‌های اقتصادی و مالی بر توسعه‌مالی» با استفاده از داده‌های ۳۱ کشور آسیایی طی دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ و به‌کارگیری رویکرد پانل فضایی دوربین (SDM)، نشان دادند که هر دو نوع ریسک مالی و اقتصادی اثر منفی معناداری بر شاخص چندبعدی توسعه‌مالی (عمق، دسترسی و کارایی نهادهای مالی) دارند. یافته‌های آن‌ها همچنین بیانگر وجود اثرات سرریزی فضایی بود؛ به این معنا که ریسک‌های اقتصادی و مالی یک کشور می‌توانند توسعه‌مالی کشورهای همجوار را نیز تحت تأثیر منفی قرار دهند. علاوه بر این، نتایج نشان داد کشورهایی با سطح بالاتر توسعه اقتصادی، توسعه‌مالی بیشتری را تجربه می‌کنند. نتایج این مطالعه با پژوهش حاضر نشان می‌دهد که در حالی که آن تحقیق بر ریسک‌های اقتصادی و مالی و اثرات فضایی آن‌ها بر توسعه‌مالی کشورهای آسیایی تمرکز داشته، در حالی که پژوهش حاضر به سازوکارهای سیاستی و نهادی تقویت‌کننده توسعه‌مالی و تجارت بین‌الملل توجه دارد. مطالعه محمدی خیاره<sup>۳</sup> (۱۴۰۴) با تمرکز بر کشورهای نوظهور طی دوره ۱۹۹۵ تا ۲۰۲۳ و با استفاده از رویکرد خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی در داده‌های تابلویی به بررسی رابطه بین توسعه‌مالی و تحول ساختاری پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که توسعه‌مالی به‌طور معناداری با تغییر ترکیب بخشی اقتصاد همراه است، به‌گونه‌ای که سهم بخش کشاورزی کاهش یافته و سهم صنعت و به‌ویژه خدمات افزایش یافته است. همچنین شواهد رابطه علی دوسویه میان توسعه‌مالی و رشد بخش‌های صنعت و خدمات را تأیید می‌کند. این مطالعه با تأکید بر بستر نهادی ایران نتیجه می‌گیرد که در شرایط سرکوب مالی و مداخلات اعتباری دولت، توسعه‌مالی لزوماً به تخصیص بهینه منابع منجر نشده و حتی می‌تواند ناکارآمدی‌های ساختاری را تشدید کند. مقایسه این مطالعه با تحقیق حاضر نشان می‌دهد که اگرچه هر دو پژوهش به رابطه متقابل توسعه‌مالی و تحولات اقتصادی کلان می‌پردازند، اما تفاوت‌های اساسی در جامعه آماری و رویکرد تحلیلی

<sup>1</sup> Sarafzar et al. (2023)

<sup>2</sup> Mohamadzadeh et al. (2024)

<sup>3</sup> Mohammadi Khiyareh (2025)

وجود دارد. مقاله حاضر با بررسی ۱۴ کشور منتخب در حال توسعه و توسعه‌یافته طی سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ و به‌کارگیری مدل پانل اثرات ثابت، نقش سیاست‌های پولی و حکمرانی را در توسعه مالی و ادغام تجاری تحلیل کرده است. بنابراین، در حالی که مطالعه محمدی خیاره بر تحول ساختاری و تغییر ترکیب بخشی اقتصادهای نوظهور تمرکز دارد، مقاله حاضر با رویکردی متفاوت، به سیاست‌های کلان پولی و نهادی در ارتقای توسعه مالی و تجارت بین‌الملل پرداخته و از این جهت مکمل یافته‌های او محسوب می‌شود.

مرور ادبیات نشان می‌دهد که پژوهش‌های پیشین هرچند ابعاد مختلفی از توسعه مالی، حکمرانی و سیاست‌های پولی را بررسی کرده‌اند، اما چند محدودیت اساسی دارند. نخست آن‌که اغلب مطالعات به‌طور منفرد بر یک عامل متمرکز شده و اثر هم‌زمان مجموعه‌ای از متغیرهای نهادی، ریسک‌های اقتصادی و سیاست‌های پولی بر توسعه مالی را در یک چارچوب تحلیلی جامع مدنظر قرار نداده‌اند. دوم آن‌که بیشتر تحقیقات، دوره‌های زمانی محدود یا کشورهای منفرد را بررسی کرده‌اند که قابلیت تعمیم نتایج را کاهش می‌دهد. سوم آن‌که در بستر اقتصادهای در حال توسعه و به‌ویژه کشورهایی با سرکوب مالی و مداخله گسترده دولت، رابطه میان توسعه مالی، سیاست‌های پولی و کیفیت حکمرانی هنوز به‌طور دقیق شناسایی نشده است. از این‌رو، ضرورت مطالعه حاضر در آن است که با استفاده از داده‌های پانل چندکشوری و تحلیل یکپارچه تعامل میان حکمرانی، سیاست‌های پولی بر توسعه مالی، تصویری جامع‌تر ارائه دهد. این رویکرد نه تنها به غنای ادبیات موجود کمک می‌کند، بلکه می‌تواند شواهد تجربی تازه‌ای برای سیاست‌گذاران فراهم آورد تا مسیر کارآمدتری در جهت تقویت توسعه مالی و تسهیل ادغام تجاری انتخاب کنند.

### ۳- روش تحقیق

جامعه آماری این پژوهش شامل مجموعه‌ای از ۱۴ کشور منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه است که طی دوره زمانی ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. انتخاب این نمونه با هدف فراهم‌سازی یک بستر مقایسه‌ای مناسب برای تحلیل اثرات سیاست‌های پولی و حکمرانی صورت پذیرفته است. معیار اصلی برای گزینش کشورها، دسترسی به داده‌های سالانه و معتبر از نهادهای بین‌المللی همچون بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول بوده است. تنوع نهادی و ساختاری موجود در این نمونه، امکان تحلیل عمیق‌تر الگوهای رفتاری در محیط‌های اقتصادی گوناگون را فراهم می‌کند. در این پژوهش، متغیرهای کلیدی شامل موارد زیر هستند:

- ۱- رشد (LGROWTH)، ۲- اثر بخشی دولت (LGO)، ۳- سرمایه گذاری مستقیم خارجی ورودی خالص (LFDI)،
- ۴- نرخ ارز (LEX)، ۵- موجودی حساب تجاری (LCURR)، ۶- کنترل فساد (LCORR)، ۷- پول گسترده (LBR)،
- ۸- دارایی‌های بانک مرکزی (LASSET)، ۹- تورم و نرخ بهره (LLRIN)، ۱۰- درآمد سرانه (LPER)، ۱۱- اعتبارات داخلی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها (LDOMESTIC)، ۱۲- صادرات و واردات (LXM)، می‌باشد.

هدف اصلی این تحقیق، تحلیل و ارزیابی تأثیر اقدامات و سیاست‌های متنوع بانک مرکزی همراه با حکمرانی مؤثر بر میزان توسعه مالی است. افزون بر این، برخی متغیرهای کلان اقتصادی و کنترلی نیز در این مطالعه مدنظر قرار گرفته و بررسی می‌شوند. مطابق با مشخصات تعیین‌شده زیر:

$$Findev_{ij} = \alpha_0 + \sum \alpha_{ij} CB_{ij} + \sum \beta_{ij} Instit_{ij} + \sum \gamma_{ij} Macro_{ij} + \sum \Omega_{ij} Others_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

$Findev_{ij}$  ماتریسی از متغیرهایی است که توسعه مالی را برای کشور  $i$  در سال  $j$  اندازه‌گیری می‌کند،

CB<sub>ij</sub> ماتریسی از متغیرهای مرتبط با بانک مرکزی کشور  $i$  در سال  $z$  است،  $Instit_{ij}$  ماتریسی از اندازه‌گیری‌های اقدامات نهادی است،  $Macro_{ij}$  ماتریسی از متغیرهای کلان اقتصادی برای کشور  $i$  در سال  $z$  است،  $controls_{ij}$  ماتریسی از متغیرهای کنترلی است. انتخاب این متغیرها بر اساس ادبیات موجود مرتبط با این موضوع، در دسترس بودن داده‌ها، نظریه اقتصادی و اینکه آیا آنها به خوبی در مدل به صورت آماری جای می‌گیرند است. برای تحلیل بیشتر، متغیر وابسته توسط دو اندازه مختلف نمایش داده می‌شود که عبارت اند از ساختار مالی و بازگشایی مالی مدل‌ها به شکل زیر ارائه می‌شوند:

$$Fininstruc_{ij} = \alpha_0 + \sum \alpha_{ij} CB_{ij} + \sum \beta_{ij} Instit_{ij} + \sum \gamma_{ij} Macro_{ij} + \sum \Omega_{ij} Others_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

$$Finopen_{ij} = \alpha_0 + \sum \alpha_{ij} CB_{ij} + \sum \beta_{ij} Instit_{ij} + \sum \gamma_{ij} Macro_{ij} + \sum \Omega_{ij} Others_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

$Fininstruc_{ij}$ : ساختار مالی کشور  $i$  در سال  $z$  است. ترکیبی از سطح توسعه بانک‌ها و سطح توسعه بازار مالی را ارائه می‌دهد. با اعتبارات داخلی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها محاسبه می‌شود.

$Finopen_{ij}$ : بازبودن اقتصاد کشور  $i$  در سال  $z$  است. میزان صادرات و واردات در یک کشور را اندازه‌گیری می‌کند.  $CB_{ij}$ : ماتریس متغیرهایی است که نقش اصلی بانک مرکزی مدرن برای کشور  $i$  را در سال  $z$  اندازه‌گیری می‌کند و شامل متغیرهای زیر است: نرخ ارز، تورم و نرخ سود، اعتبارات داخلی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها، سطح دارایی‌های بانک مرکزی، پول گسترده هر کشور و در طول زمان.

$Instit_{ij}$ : ماتریس اقدامات نهادی برای کشور  $i$  در سال  $z$  است که عبارتند از: اثربخشی دولت و کنترل فساد.  $Macro_{ij}$ : ماتریس متغیرهای سیاست برای کشور  $i$  در سال  $z$  است که شامل: رشد، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ورودی خالص، صادرات و واردات، موجودی حساب تجاری است.

$Control_{ij}$ : ماتریس سایر متغیرها برای کشور  $i$  در سال  $z$  است. این ماتریس شامل: درآمد سرانه است.

#### ۴- یافته‌های تحقیق

جداول ارائه‌شده در ادامه، نتایج سه آزمون کلیدی را که معمولاً در تحلیل داده‌های تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند، نمایش می‌دهند. این آزمون‌ها به منظور انتخاب مدل مناسب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی و همچنین ارزیابی پایداری زمانی ضرایب مدل به کار گرفته می‌شوند.

#### ۴-۱- آزمون چاو<sup>۱</sup>

آزمون چاو به منظور بررسی این موضوع به کار می‌رود که آیا ضرایب مدل برای زیرنمونه‌های مختلف، نظیر دوره‌های زمانی متفاوت یا گروه‌های جمعیتی متنوع، یکسان هستند یا خیر. در صورتی که فرضیه صفر مبنی بر برابری ضرایب رد شود، این امر نشان‌دهنده ناسازگاری مدل در کل نمونه است و بیانگر نیاز به تخمین جداگانه مدل برای هر زیرنمونه خواهد بود.

جدول (۱): آزمون چاو

| متغیرهای وابسته | آماره     | d.f.      | Prob   |
|-----------------|-----------|-----------|--------|
| LDOMESTIC       | ۴۶/۰۹۵۴۸۰ | (۱۳، ۱۲۹) | ۰/۰۰۰۰ |
| LXM             | ۹۰/۶۴۷۶۵۸ | (۱۳، ۱۲۹) | ۰/۰۰۰۰ |

منبع: یافته‌های تحقیق

<sup>1</sup> Chow Test

آمار آزمون چاو (جدول ۱) برای هر دو متغیر وابسته، LDOMESTIC و LXM، به طور قابل توجهی بزرگ است، با مقدار  $p$  بسیار کوچک (تقریباً صفر). بنابراین، این واقعیت که ضرایب در کل دوره برابر هستند، مردود است. در غیر این صورت، با بیان متفاوت، ضرایب مدل‌ها در LDOMESTIC و LXM در طول زمان یکسان نبوده و بر اساس دوره‌های مختلف نیاز به مدل‌های متفاوتی دارد.

#### ۴-۲-آزمایش براش پگن<sup>۱</sup>

برای تعیین همگنی واریانس‌های خطا در مدل‌های داده‌های تابلویی از آزمون براش-پگن استفاده شد. ناهمگونی واریانس‌های خطا در بین افراد یا در طول زمان، فرض همسویی را در مدل‌های کلاسیک نقض می‌کند.

جدول (۲): آزمون براش پگن

| متغیرهای وابسته | مقطع     | زمان     | Both     |
|-----------------|----------|----------|----------|
| LDOMESTIC       | ۲۴۴/۶۷۰۱ | ۱/۱۲۷۱۵۳ | ۲۴۵/۷۹۷۳ |
|                 | (۰/۰۰۰۰) | (۰/۲۸۸۴) | (۰/۰۰۰۰) |
| LXM             | ۴۲۲/۷۹۲۸ | ۱/۰۳۴۲۶۳ | ۴۲۳/۸۲۷۰ |
|                 | (۰/۰۰۰۰) | (۰/۳۰۹۲) | (۰/۰۰۰۰) |

منبع: یافته‌های تحقیق

مقطع: این آزمون (جدول ۲) بررسی می‌کند که آیا خطاها در بین افراد متفاوت است یا خیر. مقادیر  $p$  برای هر دو متغیر وابسته بسیار پایین بود، که نشان می‌دهد واریانس‌های خطا در بین افراد ناهمگن است. تجزیه و تحلیل زمانی: این آزمون چگونگی تغییر واریانس خطا در دوره‌های مختلف را در نظر می‌گیرد. مقدار  $p$  برای LDOMESTIC بسیار پایین است، که نشان می‌دهد واریانس‌های خطا به طور قابل توجهی در طول زمان برای LDOMESTIC تغییر می‌کند. با این حال، مقدار  $p$  برای LXM در سطح ۵ درصد معنی‌دار نیست، که نشان می‌دهد واریانس‌های خطا عمدتاً در طول زمان برای LXM پایدار هستند. این تجزیه و تحلیل تفاوت‌ها در واریانس خطا را در هر دو بعد مقطعی و سری زمانی تخمین می‌زند. مقادیر  $p$  برای هر دو متغیر وابسته بسیار کوچک بود که نشان‌دهنده ناهمگونی در هر دو مورد است.

#### ۴-۳-آزمون هاسمن<sup>۲</sup>

آزمون هاسمن برای تعیین بین مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی استفاده می‌شود. اگر تخمین‌های دو مدل به طور قابل توجهی متفاوت باشد، مدل اثرات ثابت انتخاب بهتری است.

جدول (۳): آزمون هاسمن

| متغیرهای وابسته | Chi-Sq. آماره | Chi-Sq. d.f. | Prob.  |
|-----------------|---------------|--------------|--------|
| LDOMESTIC       | ۲۹/۴۹۸۲۰۴     | ۱۱           | ۰/۰۰۱۹ |
| LXM             | ۲۹/۹۹۲۷۷۲     | ۱۱           | ۰/۰۰۱۶ |

منبع: یافته‌های تحقیق

<sup>۱</sup> Breusch-Pagan Test

<sup>۲</sup> Hausman Test

در جدول ۳ مقادیر P در هر دو متغیر وابسته بسیار کوچک است که باعث رد فرضیه صفر می‌شود که مدل اثرات تصادفی را پیشنهاد می‌کند. بنابراین، مدل اثرات ثابت برای LDOMESTIC و LXM مناسب‌ترین مدل بود. نتایج این آزمایش‌ها امکان استنتاج زیر را فراهم می‌کند:

مدل اثرات ثابت مناسب‌تر است و بر اساس نتایج آزمون هاسمن، مدل اثرات ثابت برای هر دو متغیر وابسته ترجیح داده می‌شود. این نشان می‌دهد که اثرات خاص فردی (اثرات زمان ناپذیر) در مدل وجود دارد و با متغیرهای توضیحی همبستگی دارد. واریانس‌های خطا ناهمگن هستند. واریانس‌های خطا در مدلی که باید تخمین زده شود در بین افراد و در طول زمان برای هر دو متغیر وابسته ناهمگن است. این فرض همسویی را که زیربنای مدل کلاسیک است، نقض می‌کند. ضرایب مدل ناپایدار هستند. ضرایب برای هر دو متغیر وابسته در طول زمان تغییر می‌کند و نیاز به توسعه مدل‌های جداگانه برای دوره‌های مختلف وجود دارد.

#### ۴-۴-۴ ریشه واحد<sup>۱</sup>

آزمون ریشه واحد یک ابزار آماری مهم در اقتصادسنجی است که برای تعیین ثابت بودن یک سری زمانی استفاده می‌شود. ایستایی به ثبات میانگین، واریانس و کوواریانس یک سری زمانی در طول زمان اشاره دارد. سری‌های زمانی غیر ثابت روندها یا چرخه‌هایی را نشان می‌دهند که می‌توانند به طور قابل توجهی بر نتایج مدل‌های اقتصادسنجی تأثیر بگذارند. برای آزمون ایستایی، در این پژوهش از آزمون لوین لین چون<sup>۲</sup> استفاده شده است که یکی از پرکاربردترین آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های پانل محسوب می‌شود. این آزمون فرض همگنی در ضریب خودرگرسیون مقاطع مختلف را در نظر می‌گیرد و با آزمون فرضیه صفر وجود ریشه واحد در داده‌ها، امکان بررسی پایایی متغیرها را فراهم می‌سازد.

جدول (۴): آزمون ریشه واحد

| نتایج | Prob   | آماره    | متغیرها   |
|-------|--------|----------|-----------|
| I (0) | ۰/۰۰۰۰ | -۵/۶۱۹۸۴ | LGROW     |
| I (0) | ۰/۰۰۳۹ | -۲/۶۵۸۸۵ | LGO       |
| I (0) | ۰/۰۰۰۰ | -۵/۶۲۳۷۴ | LFDI      |
| I (0) | ۰/۰۰۰۷ | -۳/۲۱۱۵۱ | LEX       |
| I (0) | ۰/۰۰۰۱ | -۳/۸۲۳۳۱ | LCURR     |
| I (0) | ۰/۰۰۰۱ | -۳/۶۶۳۰۲ | LCORR     |
| I (0) | ۰/۰۰۰۳ | -۳/۳۹۴۱۷ | LBR       |
| I (0) | ۰/۰۰۰۰ | -۵/۲۱۱۶۳ | LASSET    |
| I (0) | ۰/۰۰۷۴ | -۲/۴۳۸۶۳ | LLRIN     |
| I (0) | ۰/۰۳۷۵ | -۱/۷۸۰۷۳ | LPER      |
| I (0) | ۰/۰۰۲۹ | -۲/۷۶۱۸۱ | LDOMESTIC |
| I (0) | ۰/۰۰۲۰ | -۲/۸۸۵۱۴ | LXM       |

منبع: یافته‌های تحقیق

<sup>۱</sup> Unit root test

<sup>۲</sup> Levin, Lin & Chu (LLC)

مقادیر  $p$  برای همه متغیرها در جدول ۴ بسیار کمتر از سطح معمولی ۰.۰۵ است. این بدان معنی است که فرضیه صفر ریشه واحد رد می‌شود، بنابراین این متغیرها ثابت هستند. از نتایج آزمون می‌توان دریافت که اکثر متغیرهای در نظر گرفته شده ثابت هستند. این نتیجه مهم است زیرا چنین متغیرهایی می‌توانند در مدل‌های اقتصادسنجی بدون عوارض ناشی از عدم ایستایی مورد استفاده قرار گیرند.

#### ۴-۵- نتایج تخمین تابلویی اثرات ثابت<sup>۱</sup>

این تجزیه و تحلیل از داده‌های تابلویی سالانه ۱۴ کشور از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ استفاده می‌کند. متغیر وابسته اولیه میزان اعتبار داخلی است که بانک‌ها به بخش خصوصی اعطا می‌کنند. در زیر نمونه‌هایی از متغیرهای مستقل آورده شده است: رشد، اثربخشی دولت، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی خالص، نرخ ارز، تراز حساب جاری، پول گسترده، دارایی‌های بانک مرکزی، تورم، نرخ بهره، درآمد سرانه، صادرات، واردات و کنترل فساد. رابطه بین این متغیرها با استفاده از مدل رگرسیون پانل اثرات ثابت برآورد شد. این مدل به ما اجازه می‌دهد تا تأثیر متغیرهای مستقل را بر توسعه مالی در کشورهای مورد مطالعه بررسی کنیم. برای برآورد مدل از نرم‌افزار ایویوز<sup>۲</sup> استفاده شد. نتایج در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول (۵): نتایج تخمین اعتبارات داخلی به بخش خصوصی

| متغیرها | ضرائب      | Std. Error | آماره تی  | Prob.  |
|---------|------------|------------|-----------|--------|
| LGROWTH | -۰/۴۶۰۰۷۶  | ۰/۲۰۷۰۷۲   | -۲/۲۲۱۸۱۴ | ۰/۰۲۷۹ |
| LGO     | -۰/۰۱۴۷۲۵۳ | ۰/۰۴۱۶۵۳   | -۳/۵۳۵۲۰۲ | ۰/۰۰۰۶ |
| LFDI    | ۰/۲۹۴۸۹۰   | ۰/۱۷۲۰۷۱   | ۱/۷۱۳۷۷۲  | ۰/۰۸۸۸ |
| LEX     | ۰/۰۴۸۵۱۲   | ۰/۰۲۷۹۴۱   | -۱/۷۳۶۲۰۱ | ۰/۰۸۴۷ |
| LCURR   | -۰/۰۱۴۴۴۴۷ | ۰/۰۱۰۹۴۴   | -۱/۳۲۰۰۸۹ | ۰/۱۸۸۹ |
| LCORR   | ۰/۳۹۱۶۲۶   | ۰/۰۳۹۹۸۵   | ۹/۷۹۴۲۴۲  | ۰/۰۰۰۰ |
| LBR     | ۰/۶۲۷۰۰۶   | ۰/۰۸۷۰۴۹   | ۷/۲۰۲۹۲۷  | ۰/۰۰۰۰ |
| LASSET  | -۰/۰۰۹۹۹۱  | ۰/۰۱۸۱۶۲   | -۰/۵۵۰۱۲۲ | ۰/۵۸۳۱ |
| LLRIN   | -۰/۰۸۴۳۰۲  | ۰/۰۴۱۹۳۴   | -۲/۰۱۰۳۳۴ | ۰/۰۴۶۳ |
| LPER    | ۰/۱۰۶۹۱۵   | ۰/۰۵۲۴۱۷   | ۲/۰۳۹۷۰۵  | ۰/۰۴۳۲ |
| LXM     | ۰/۴۸۲۳۶۹   | ۰/۰۹۲۷۹۷   | ۵/۱۹۸۱۳۱  | ۰/۰۰۰۰ |
| C       | -۰/۷۲۵۴۹۶  | ۰/۷۳۲۶۰۲   | -۰/۹۹۰۳۰۰ | ۰/۳۲۳۷ |

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس جدول فوق (جدول ۵)، رشد اقتصادی تأثیر منفی قابل توجهی بر اعتبار داخلی به بخش خصوصی دارد. به عبارت دیگر، افزایش نرخ رشد اقتصادی به طور قابل توجهی با کاهش اعتبار بانکی به بخش خصوصی همراه است. این

<sup>۱</sup> Fixed Effects Panel

<sup>۲</sup> Eviews

نتیجه ممکن است نشان دهد که در کشورهای مورد مطالعه، در دوره‌های رشد اقتصادی بالا، احتمالاً منابع مالی به سمت سایر بخش‌ها هدایت می‌شود و بانک‌ها تمایل کمتری به ارائه اعتبار به بخش خصوصی دارند. اثربخشی دولت دارای ضریب منفی و معنی‌داری است این نتیجه را می‌توان به شرایط نهادی کشورهای مورد بررسی نسبت داد؛ جایی که مداخلات دولت در بازارهای مالی و تجاری به جای ارتقای کارایی، به تخصیص ناکارآمد منابع و محدودیت‌های بوروکراتیک منجر می‌شود. بنابراین، این یافته نشان می‌دهد که در غیاب اصلاحات نهادی و شفافیت سیاستی، حتی حکمرانی ظاهراً اثربخش نیز لزوماً به توسعه مالی و تجاری منجر نمی‌گردد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارای ضریب مثبت و معناداری در سطح ۹۰ درصد است که نشان می‌دهد افزایش سرمایه‌گذاری خارجی تأثیر مثبتی بر اعتبارات داخلی به بخش خصوصی دارد. نرخ ارز دارای ضریب مثبت و معنی‌داری است که نشان می‌دهد افزایش نرخ ارز می‌تواند محرکی برای افزایش اعتبارات داخلی به بخش خصوصی باشد. حساب تجاری دارای ضریب منفی اما ناچیز است. این متغیر نشان می‌دهد که افزایش موجودی حساب جاری ممکن است به اعتبار داخلی آسیب برساند، اما این تأثیر از نظر آماری معنی‌دار نیست. کنترل فساد تأثیر مثبت و معناداری دارد. این بدان معناست که افزایش کنترل فساد به طور مستقیم و قابل توجهی با افزایش اعتبار داخلی به بخش خصوصی مرتبط است. این نتیجه حاکی از آن است که کاهش فساد در کشورها شرایط وام دهی به بخش خصوصی را بهبود می‌بخشد. پول گسترده تأثیر مثبت قابل توجهی دارد که نشان دهنده تأثیر سیاست پولی بر اعتبار داخلی به بخش خصوصی است. افزایش عرضه پول می‌تواند به تسهیل دسترسی به اعتبار در بخش خصوصی کمک کند. دارایی‌های بانک مرکزی دارای ضریب منفی اما ناچیز است. این متغیر نشان می‌دهد که افزایش دارایی‌های بانک مرکزی ممکن است به اعتبار داخلی لطمه بزند، اما این تأثیر از نظر آماری معنی‌دار نیست. تورم و نرخ بهره رابطه منفی و معناداری دارند که نشان می‌دهد افزایش نرخ سود و تورم باعث افزایش هزینه‌های تامین مالی و در نتیجه کاهش اعتبارات داخلی به بخش خصوصی می‌شود. صادرات و واردات بر اعتبارات داخلی به بخش خصوصی تأثیر مثبت و معناداری دارد. این ممکن است نشان دهد که افزایش حجم تجارت خارجی می‌تواند شرایط مالی یک کشور را بهبود بخشد و در نتیجه منابع مالی برای وام دادن به بخش خصوصی را افزایش دهد.

جدول ۶ یک تحلیل رگرسیونی را ارائه می‌دهد که در آن صادرات و واردات به عنوان متغیرهای وابسته عمل می‌کنند. متغیرهای مستقل مورد استفاده در این مدل شامل نرخ بهره، نرخ تورم، درآمد سرانه، اثربخشی دولت، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، خالص جریان ورودی، نرخ ارز، اعتبارات داخلی ارائه شده به بخش خصوصی توسط بانک‌ها، مانده حساب جاری و کنترل فساد می‌باشد. عرضه گسترده پول، ذخایر بانک مرکزی و رشد اقتصادی. یافته‌های این تحلیل رگرسیون در جدول بعدی بررسی شده است.

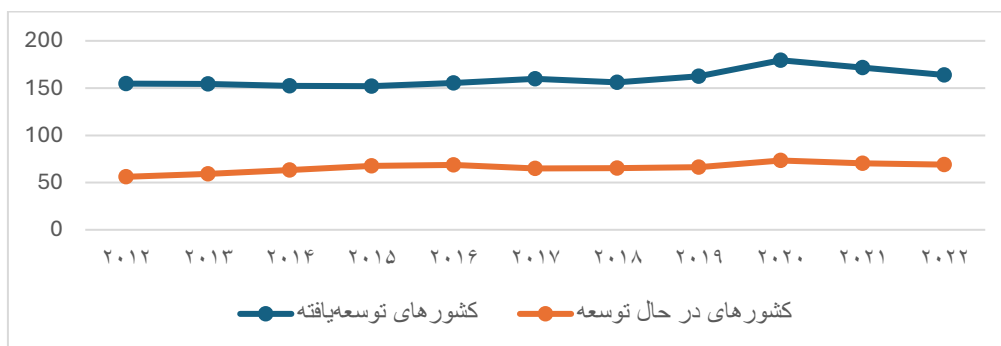
جدول (۶): نتایج تخمین صادرات و واردات

| متغیرها | ضرائب    | Std. Error | آماره تی  | Prob.  |
|---------|----------|------------|-----------|--------|
| LLRIN   | ۰/۱۴۰۷۸۷ | ۰/۰۳۰۹۹۵   | ۴/۵۴۲۲۸۳  | ۰/۰۰۰۰ |
| LPER    | ۰/۲۴۸۳۹۰ | ۰/۰۵۵۱۹۰   | -۴/۵۰۰۶۲۹ | ۰/۰۰۰۰ |
| LGO     | ۰/۱۰۴۹۷۹ | ۰/۰۳۱۳۲۰   | ۳/۳۵۱۸۰۱  | ۰/۰۰۱۱ |

|           |           |          |           |        |
|-----------|-----------|----------|-----------|--------|
| LFDI      | -۰/۲۲۹۰۳۲ | ۰/۱۲۶۲۴۳ | -۱/۸۱۴۲۰۸ | ۰/۰۷۲۰ |
| LEX       | ۰/۰۹۳۴۲۷  | ۰/۰۳۲۷۹۵ | ۲/۸۴۸۸۵۹  | ۰/۰۰۵۱ |
| LDOMESTIC | ۰/۱۹۲۹۱۲  | ۰/۰۶۱۵۹۰ | ۳/۱۳۲۱۷۴  | ۰/۰۰۲۱ |
| LCURR     | ۰/۰۰۴۵۹۱  | ۰/۰۰۸۰۵۴ | ۰/۵۷۰۰۰۴  | ۰/۵۶۹۷ |
| LCORR     | -۰/۰۶۳۸۷۰ | ۰/۰۳۸۱۸۵ | -۱/۶۷۲۶۵۱ | ۰/۰۹۶۸ |
| LBR       | -۰/۴۷۹۰۸۳ | ۰/۰۸۹۲۱۲ | -۵/۳۷۰۱۷۲ | ۰/۰۰۰۰ |
| LASSET    | ۰/۰۳۵۱۱۱  | ۰/۰۱۵۳۰۲ | ۲/۲۹۴۵۲۰  | ۰/۰۲۳۴ |
| LGROWTH   | ۰/۳۴۷۲۸۳  | ۰/۱۵۱۷۹۳ | ۲/۲۸۷۸۷۱  | ۰/۰۲۳۸ |
| C         | ۶/۳۵۴۵۳۱  | ۰/۷۵۰۱۲۰ | ۸/۴۷۱۶۲۳  | ۰/۰۰۰۰ |

منبع: یافته‌های تحقیق

همانطور که در جدول ۶ نشان داده شده است، هر دو نرخ بهره و تورم دارای ضریب مثبت و معنی‌دار آماری هستند که نشان می‌دهد افزایش این متغیرها با سطح صادرات و واردات رابطه مثبت دارد. با این حال، درآمد سرانه با ضریب منفی و معنی‌داری همراه است که نشان می‌دهد افزایش درآمد سرانه با کاهش صادرات و واردات همراه است. ضریب اثربخشی مثبت دولت نشان می‌دهد که بهبود عملکرد دولت می‌تواند صادرات و واردات را افزایش دهد. این ممکن است به دلیل بهبود زیرساخت‌ها، کاهش موانع تجاری و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران باشد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارای ضریب منفی و در سطح ۱۰٪ معنی‌دار است که نشان می‌دهد این متغیر بر صادرات و واردات تأثیر می‌گذارد. همچنین ضریب مثبت و معنادار آماری نرخ ارز بیانگر آن است که کاهش ارزش پول داخلی بر صادرات و واردات تأثیر مثبت و معناداری دارد. این شاید به دلیل افزایش رقابت‌پذیری کالاهای صادراتی باشد. متغیر اعتبار داخلی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها دارای ضریب مثبت و معناداری است که نشان دهنده تأثیر مثبت آن بر صادرات و واردات است. موجودی سرمایه با توجه به ضریب منفی آن به صادرات و واردات آسیب می‌رساند. کنترل فساد ناچیز است و تأثیر منفی دارد. پول گسترده متغیر مهمی است که تأثیر منفی دارد، این یافته می‌تواند ناشی از آن باشد که افزایش نقدینگی در کشورهای مورد بررسی عمدتاً به سمت فعالیت‌های غیرمولد و سفته‌بازانه هدایت شده و در نتیجه، به جای تقویت تجارت خارجی، فشارهای تورمی ایجاد کرده است، بنابراین هم صادرات و هم واردات را کاهش می‌دهد. ذخایر بانک مرکزی با ضریب مثبت معنادار است، یعنی با افزایش این ذخایر، هم صادرات و هم واردات افزایش می‌یابد. رشد اقتصادی اثرات مثبت و قابل توجهی دارد، بنابراین افزایش رشد اقتصادی منجر به افزایش صادرات و واردات می‌شود.



نمودار (۱): روند توسعه مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه

منبع: داده های بانک جهانی و صندوق بین المللی پول

در نمودار فوق (۱) روند توسعه مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه را طی سال های ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ نشان می دهد. کشورهای توسعه یافته (خط آبی) همواره سطوح بالایی از توسعه مالی، تقریباً بین ۱۵۰ تا ۱۸۰، داشته اند که بیانگر نهادهای مالی کارآمد، دسترسی گسترده به اعتبارات و زیرساخت های مالی مستحکم است. اوج این روند در سال ۲۰۲۰ مشاهده می شود که احتمالاً ناشی از سیاست های مقابله ای با شوک های اقتصادی مانند بحران کرونا بوده و پس از آن کاهش جزئی در مسیر تعادلی بازارها رخ داده است. در مقابل، کشورهای در حال توسعه (خط نارنجی) در محدوده پایین تری (۵۶-۷۳) قرار دارند که محدودیت های دسترسی به خدمات مالی و ضعف نهادهای مالی را منعکس می کند. با وجود نوسانات کوتاه مدت، روند کلی افزایشی است و افزایش چشمگیر در سال ۲۰۲۰ نشان دهنده سیاست های حمایتی و تقویت زیرساخت های مالی در پاسخ به بحران هاست. مقایسه میان گروه ها، شکاف معنادار توسعه مالی جهانی را برجسته می کند و ضرورت سیاست های هدفمند برای ارتقای نهادها و زیرساخت های مالی در کشورهای در حال توسعه را تأکید می نماید.

## ۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

این مطالعه با هدف بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی، مالی، پولی و نهادی بر اعتبارات داخلی به بخش خصوصی و حجم تجارت خارجی انجام شد. یافته های تجربی نشان می دهد که رشد اقتصادی و اثربخشی دولت، برخلاف برخی مطالعات پیشین، تأثیر منفی و معنادار بر اعتبارات داخلی دارند. این امر نشان می دهد که در دوره های رشد اقتصادی، منابع مالی ممکن است به سایر بخش ها هدایت شوند و دسترسی بخش خصوصی به وام محدود گردد. در مقابل، عواملی همچون سرمایه گذاری مستقیم خارجی، کنترل فساد، افزایش نرخ ارز و دسترسی به اعتبار داخلی اثر مثبت و معناداری بر اعتبارات بخش خصوصی دارند، که اهمیت کیفیت نهادی، شفافیت اقتصادی و جذب سرمایه خارجی را در توسعه مالی برجسته می کند. این نتایج با یافته های میخایلوو و همکاران (۲۰۲۳) و موگانی و همکاران (۲۰۲۲) همسو است، که اهمیت سرمایه گذاری خارجی و کیفیت نهادی را در توسعه مالی تأکید می کنند. در بخش صادرات و واردات، نتایج نشان می دهد که نرخ بهره، تورم، نرخ ارز و رشد اقتصادی تأثیر مثبت و قابل توجهی بر صادرات و واردات دارند، در حالی که درآمد سرانه و تراز حساب جاری اثر منفی دارند. این یافته ها بر اهمیت سیاست های پولی و مالی و نقش دولت در ایجاد شرایط رقابتی و پایدار برای تجارت خارجی تأکید دارد.

### ۵-۱- محدودیت‌های تحقیق

این پژوهش اگرچه تلاش کرده است با بهره‌گیری از داده‌های پانل مربوط به ۱۴ کشور منتخب طی دوره‌ی ۲۰۱۲-۲۰۲۲ تصویری روشن از تأثیر سیاست‌های پولی و کیفیت حکمرانی بر توسعه مالی و ادغام تجاری ارائه دهد، اما با محدودیت‌هایی نیز روبه‌رو است. نخست، تعداد کشورها نسبتاً محدود است؛ زیرا انتخاب نمونه براساس معیارهایی همچون دسترسی به داده‌های قابل اعتماد، همگنی نسبی ساختار اقتصادی و وجود شاخص‌های حکمرانی استاندارد صورت گرفته است.

### ۵-۲- پیامدهای سیاستی عملیاتی

بر اساس یافته‌ها، پیشنهادات سیاستی به صورت عملیاتی و اولویت‌بندی شده عبارتند از:

- تقویت شفافیت نهادی و کنترل فساد: راه‌اندازی سامانه‌های پایش دیجیتال، دفاتر بازرسی مستقل و شفافیت در فرآیند اعطای اعتبار به بخش خصوصی.
- مدیریت نرخ ارز و نرخ بهره: اجرای سیاست‌های تدریجی کاهش نوسانات، استفاده از ابزارهای مشتقه برای پوشش ریسک و برنامه زمان‌بندی شده نرخ بهره.
- تسهیل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی: کاهش موانع اداری، ارائه مشوق‌های هدفمند و تضمین حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران.
- ارتقای اثربخشی دولت در توسعه مالی و صادرات و واردات: بهبود زیرساخت‌ها، کاهش موانع تجاری، تسهیل فرایندهای اداری و ایجاد کانال‌های شفاف نظارتی.

### ۵-۳- اولویت‌بندی اقدامات

- اولویت نخست: اصلاح نهادهای مالی و کنترل فساد
  - اولویت دوم: مدیریت نرخ ارز و نرخ بهره
  - اولویت سوم: توسعه تجارت خارجی و جذب سرمایه خارجی
- مطالعه حاضر نشان می‌دهد که توسعه مالی و گسترش تجارت خارجی به کیفیت نهادی، شفافیت اقتصادی و جذب سرمایه خارجی وابسته است. اجرای سیاست‌های پیشنهادی همراه با مکانیزم‌های نظارتی دقیق، می‌تواند دسترسی بخش خصوصی به اعتبار را بهبود بخشد، حجم تجارت خارجی را افزایش دهد و مسیر توسعه اقتصادی پایدار را هموار کند. یافته‌های این پژوهش علاوه بر ارائه شواهد تجربی، بستری ارزشمند برای تحقیقات آینده در زمینه سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و مالی فراهم می‌آورد و دریچه‌ای نوین برای بهینه‌سازی تخصیص منابع مالی در شرایط متغیر اقتصادی و نهادی ارائه می‌کند.

### تضاد منافع

نویسندگان نبود تضاد منافع را اعلام می‌دارند.

## فهرست منابع

1. Ahnert, T., Assenmacher, K., Hoffmann, P., Leonello, A., Monnet, C., & Porcellacchia, D. (2022). The economics of central bank digital currency.
2. Azmeh, C., & Al-Raei, M. (2025). Financial development, research in finance, and economic growth. *Cogent Economics & Finance*, 13(1), 2448220.
3. Afolabi, J. (2022). Financial development, trade openness, and economic growth in Nigeria. *Iranian Economic Review*, 26(1), 237-254.
4. Ahiadorme, J. W. (2022). Financial development and the redistributive channel of monetary policy. *Studies in Economics and Finance*, 39(2), 279-296.
5. Ahmed, F., Kousar, S., Pervaiz, A., & Shabbir, A. (2022). Do institutional quality and financial development affect sustainable economic growth? Evidence from South Asian countries. *Borsa Istanbul Review*, 22(1), 189-196.
6. Azmeh, C., & Darwich, H. (2025). Leveraging social science research to combat poverty and inequality in the Middle East-a pathway to achieving SDGs 1 and 10. *Cogent Social Sciences*, 11(1), 2473650.
7. Ajello, A., Boyarchenko, N., Gourio, F., & Tambalotti, A. (2022). Financial stability considerations for monetary policy: Theoretical mechanisms.
8. Choi, S., Willems, T., & Yoo, S. Y. (2024). Revisiting the monetary transmission mechanism through an industry-level differential approach. *Journal of Monetary Economics*, 145, 103556.
9. Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., & Ansar, S. (2022). *The Global Findex Database 2021: Financial inclusion, digital payments, and resilience in the age of COVID-19*. World Bank Publications.
10. Daliri, H. (2024). The role of good governance in economic growth: evidence from income groups. *Iranian Journal of Economic Studies*, 12(2), 345-368.
11. Edge, R. M., & Liang, N. (2017). New financial stability governance structures and central banks.
12. Zaeifosadat, S. R., & Rafiei, S. (2024). *The impact of artificial intelligence on Iran's international economy*. In Proceedings of the First National Conference on Smart Governance (Tehran). Retrieved from (In Persian)
13. Jahangarde, E., & Ali Asgari S. (2011). Financial Development Effects on Monetary Policy Efficiency in Developed and Developing Countries. *Journal title*, 1(4), 147-169 (In Persian).
14. Helliwell, J. F., Huang, H., Grover, S., & Wang, S. (2018). Empirical linkages between good governance and national well-being. *Journal of Comparative Economics*, 46(4), 1332-1346.
15. Jiang, S., Qiu, S., & Zhou, H. (2022). Will digital financial development affect the effectiveness of monetary policy in emerging market countries?. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 35(1), 3437-3472.
16. Kakavandi, M. M., Rahbar, F., Mehrara, M. and Sarem, M. (2021). Presenting a model of how the central bank policies affect macroeconomic variables: A dynamic stochastic general equilibrium approach. *The Journal of Economic Policy*, 13(25), 109-142 (In Persian).
17. Kalaitzake, M. (2019). Central banking and financial political power: An investigation into the European Central Bank. *Competition & Change*, 23(3), 221-244.
18. Kim, D. H., Lin, S. C., & Suen, Y. B. (2010). Are financial development and trade openness complements or substitutes?. *Southern Economic Journal*, 76(3), 827-845.
19. Mishkin, F. S. (2009). Globalization and financial development. *Journal of development Economics*, 89(2), 164-169.
20. Mtar, K., & Belazreg, W. (2023). On the nexus of innovation, trade openness, financial development and economic growth in European countries: New perspective from a GMM panel VAR approach. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 766-791.
21. Muganyi, T., Yan, L., Yin, Y., Sun, H., Gong, X., & Taghizadeh-Hesary, F. (2022). Fintech, regtech, and financial development: evidence from China. *Financial innovation*, 8(1), 1-20.

22. Mohammadzadeh, Y., Hekmati Farid, S., & Taleb Mator al-Naeem, A. (2024). Spatial impacts of economic and financial risks on financial development (composite index). *Quarterly Scientific Research Journal of Quantitative Economics* (In Persian).
23. Mohammadi Khiyareh, M. (2025). Financial development and structural transformation: A dynamic analysis of sectoral composition in emerging economies. *Monetary and Financial Economics* (In Persian).
24. Mushtaq, M., Hameed, G., Mahmood, N., & Hanif, M. (2025). Financial Development, Financial Globalization, and Economic Growth Volatility: A Comparative Analysis for Developing and Developed Economies. *Journal of the Knowledge Economy*, 1-29.
25. Oanh, T. T. K. (2024). Digital financial inclusion in the context of financial development: Environmental destruction or the driving force for technological advancement. *Borsa Istanbul Review*, 24(2), 292-303.
26. Odugbesan, J. A., Ike, G., Olowu, G., & Adeleye, B. N. (2022). Investigating the causality between financial inclusion, financial development and sustainable development in Sub-Saharan Africa economies: The mediating role of foreign direct investment. *Journal of Public Affairs*, 22(3), e2569.
27. Ofori, I. K., Gbolonyo, E. Y., Dossou, T. A. M., & Nkrumah, R. K. (2022). Remittances and income inequality in Africa: Financial development thresholds for economic policy. *Research in Globalization*, 4, 100084.
28. Oyadeyi, O. O. (2024). Financial Development, Monetary Policy, and the Monetary Transmission Mechanism—An Asymmetric ARDL Analysis. *Economies*, 12(8), 191.
29. Rani, T., Amjad, M. A., Asghar, N., & Rehman, H. U. (2022). Revisiting the environmental impact of financial development on economic growth and carbon emissions: evidence from South Asian economies. *Clean Technologies and Environmental Policy*, 24(9), 2957-2965.
30. Rafiei, S., & Zaeifosadat, S. R. (1403). *Investigating the Development and Application of Artificial Intelligence Systems for Air Pollution Reduction in Populous Cities: Challenges and Opportunities*. 10th National Conference on Interdisciplinary Research in Engineering and Management, Tehran (In Persian).
31. Sarfaraz Mohammadiyar, M., Sokhanvar, M., & Entizar, A. (2023). Non-linear effects of institutional factors on financial development: Evidence from selected countries. *Journal of Economic Studies and Policies*, 10(2), 243-272 (In Persian).
32. Solaymani, S., & Montes, O. (2024). The role of financial development and good governance in economic growth and environmental sustainability. *Energy Nexus*, 13, 100268.
33. Tayssir, O., & Feryel, O. (2018). Does central banking promote financial development?. *Borsa Istanbul Review*, 18(1), 52-75.
34. Varahrami, V., & Hojati, M. (2021). Investigating the Factors Affecting Financial Development with Emphasis on Oil Rent and Institutional Quality (Selected Oil-Exporting Countries). *Quarterly Journal*, 16(4), 161–190 (In Persian).
35. World Bank. (2024). *Worldwide governance indicators* [Data set]. Retrieved October 30, 2024.
36. Zameer, H., Shahbaz, M., & Vo, X. V. (2020). Reinforcing poverty alleviation efficiency through technological innovation, globalization, and financial development. *Technological Forecasting and Social Change*, 161, 120326.