New Economy and Trade, Institute for Humanities and Cultural Studies (IHCS)
Quarterly Journal, Vol. 21, No. 1, Spring 2026, 51-107
https://www.doi.org/10.30465/jnet.2026.54597.2290

Financial Openness, Institutional Quality and Entrepreneurship: A Comparison of Developed and Developing Countries

Sediqeh Zadmirzaee*
Bagher Adabi Firouzjaee**
Ali karshenasan***

Abstract

this study aims to explore how the degree of financial openness affects entrepreneurship, with an emphasis on the role of governance indicators for two groups of selected developed and developing countries, based on a dynamic panel data model (GMM) for the period 2006–2022. The results show that: First, while the impact of financial openness on entrepreneurship is positive and significant for developed countries, this effect is negative for developing countries. Second, the six governance indicators have a positive and significant effect on entrepreneurship in both country groups, although the magnitude of significance is greater in developed countries. The main finding of the study is that, in developing countries, even though financial openness has a negative impact on entrepreneurship, its interaction effect with the governance index on entrepreneurship is positive

* MSC of entrepreneurship management, Faculty of Humanities and physical education, Gonbad Kavous University, Gonbad Kavous, Iran. sediqezadmirzaei@gmail.com
** Assistant Professor of Economics, Department of Economic Science, Gonbad Kavous University, Gonbad Kavous, Iran. (Corresponding Author), b.adabi@gonbad.ac.ir
*** Assistant Professor of Economics, Department of Economic Science, Gonbad Kavous University, Gonbad Kavous, Iran. ali.karshenasan@gmail.com
Date received 13/15/2025 Date of acceptance 05/08/2026

CC BY

and significant. This highlights an important point that developing countries can enhance their financial absorption capacity by improving components of the governance index especially corruption control and government effectiveness. It is caused developing countries benefit from the positive advantages of financial openness, such as lower financing costs and easier access to foreign resources.

Keywords: Entrepreneurship, Financial Openness, Governance Index, GMM- approach
JEL Classification: F65, G38, L26, C23

Introduction: Financial development and entrepreneurship have long been recognized as two fundamental pillars of economic growth. However, recent studies indicate that domestic financial development alone is insufficient to spur entrepreneurship, and the foreign dimension—financial openness—has gained increasing attention. Financial openness can foster entrepreneurship by reducing capital flow restrictions, providing entrepreneurs with cheaper financial resources, facilitating technology transfer, and enabling risk diversification. Conversely, some studies warn that financial liberalization without adequate institutional infrastructure may lead to financial instability, crisis contagion, and diversion of resources toward unproductive rent-seeking activities. Thus, the role of governance and institutional quality in moderating this relationship is critical.

This study aims to examine the effect of financial openness on entrepreneurship, emphasizing the moderating role of six Worldwide Governance Indicators (WGI) for two groups of developed and developing countries over 2006–2022. The novelty of this paper is threefold: (1) conceptually distinguishing financial openness from domestic financial development and including both in a unified model; (2) analyzing the interaction effect of each of the six governance components separately with financial openness; and (3) providing a comparative analysis across the two country groups using the most up-to-date data while accounting for the 2008 financial crisis and the COVID-19 pandemic. The central research question is whether the effect of financial openness on entrepreneurship differs between the two groups, and whether institutional quality can moderate this effect such that developing countries can also benefit.

Materials & Methods: This study employs an applied research design using a descriptive–correlational approach. Entrepreneurship, measured by new business density (NBD), defined as the number of newly registered limited liability companies per 1,000 working-age people, serves as the dependent variable. Data for this variable are obtained

from the World Bank. The main explanatory variables are financial openness, measured by the Chinn–Ito KAOPEN index, and the six Worldwide Governance Indicators (WGI). The control variables include domestic credit (DC), trade openness (Trade), foreign direct investment (FDI), and GDP per capita growth.

The initial sample comprises all countries with complete data for the study variables over the period 2006–2022. A four-stage screening procedure, based on the availability of the KAOPEN index, entrepreneurship data, the six WGI components, and the control variables, results in a final sample of 71 countries, including 38 developed and 33 developing economies. Countries are classified according to the World Bank income classification based on 2019 gross national income (GNI) per capita.

Given the presence of cross-sectional dependence, confirmed by Pesaran's (2004) CD test, and non-stationarity in levels, confirmed by Pesaran's (2007) CIPS test, all variables are integrated of order one, I(1). Accordingly, the two-step System GMM estimator developed by Blundell and Bond (1998), together with the finite-sample correction proposed by Windmeijer (2005), is employed. The instrument set consists of the second and third lags of the endogenous variables in the differenced equation and the lagged first differences in the level equation. To avoid instrument proliferation, the number of instruments is kept below the number of cross-sectional units. Finally, the AR(2), Hansen J, and Difference-in-Hansen tests confirm the validity of the instruments and the overall model specification.

Discussion and Results: The empirical results of this study indicate that financial openness has a positive and statistically significant effect on entrepreneurship in the full sample of countries. In addition, all six governance indicators are positively and significantly associated with entrepreneurship. Furthermore, the interaction effects between financial openness and governance indicators are positive and statistically significant for five governance dimensions (with the exception of political stability), with the largest coefficients observed for regulatory quality and the rule of law. All control variables are positive and statistically significant, while the lagged dependent variable confirms the strong persistence of entrepreneurship over time.

The results by country groups reveal a contrasting impact of financial openness on entrepreneurship. In developed countries, the coefficient of financial openness is positive and statistically significant, whereas in developing countries it is negative and statistically

significant. These findings suggest that, in the absence of adequate institutional infrastructure, financial openness may hinder entrepreneurial activity. However, for developing countries, the interaction terms between financial openness and governance are positive and statistically significant for government effectiveness and control of corruption, indicating that improvements in institutional quality can mitigate the adverse effects of financial openness on entrepreneurship.

Finally, three robustness tests are conducted: (1) replacing the entrepreneurship measure with the GEM Total Early-Stage Entrepreneurial Activity (TEA) index, (2) excluding the crisis years (2008, 2009, 2020, and 2021), and (3) estimating a static fixed-effects model with lagged independent variables. The main findings, particularly the positive interaction effects observed in developing countries, remain robust across all specifications. Moreover, when controlling for systemic shocks by including financial crisis and COVID-19 dummy variables, the interaction coefficients remain positive and statistically significant, while the adverse effects of these crises are found to be more pronounced in developing countries.

Conclusion: This study demonstrates that financial openness is neither inherently beneficial nor detrimental to entrepreneurship; rather, its effects depend critically on institutional quality. In developed countries, where institutional quality is relatively strong, financial openness promotes entrepreneurial activity. In contrast, in developing countries, financial openness may increase vulnerability to financial crises and encourage rent-seeking behavior unless accompanied by improvements in government effectiveness and control of corruption. The findings suggest that strengthening these two governance dimensions enables developing countries to better capture the benefits of financial openness.

Accordingly, several policy implications emerge for developing countries. First, priority should be given to institutional reforms that enhance government effectiveness, such as improving administrative efficiency and reducing business licensing procedures, as well as strengthening the control of corruption through transparent business registration systems and mandatory financial disclosure. Rather than pursuing simultaneous reforms across all governance dimensions, policymakers should concentrate limited administrative and financial resources on these priority areas.

Second, given the strong moderating roles of regulatory quality and the rule of law, developing countries should develop and implement a National Financial Compliance Frame-

work through closer coordination among the central bank, securities regulator, and ministry of economy. In addition, the completion of FATF action plans should be considered an important prerequisite for deeper integration into global financial markets.

Third, because financial openness has a negative direct effect on entrepreneurship in developing countries, rapid capital account liberalization should be avoided. Instead, a gradual and sequenced liberalization strategy, supported by macroeconomic stability and appropriate capital flow management measures, is recommended.

Finally, given the relatively weaker contribution of foreign direct investment (FDI) to entrepreneurship in developing countries, establishing a foreign investment guarantee fund to mitigate political and exchange rate risks could help attract more stable and productive foreign investment.

Bibliography

Acemoglu, D., & Robinson, J. A. (2019). Rents and economic development: the perspective of Why Nations Fail. Public Choice, 181(1), 13-28.

Ajide, F. M., & Ojeyinka, T. A. (2022). Financial development and entrepreneurship: insights from Africa. Journal of Financial Regulation and Compliance, 30(5), 596-617.

Amin, A., Khan, R. U., & Maqsood, A. (2023). Financial development, entrepreneurship and financial openness: evidence from Asia. Journal of Economic and Administrative Sciences, 39(3), 671-686.

Andreasen, E., & Valenzuela, P. (2016). Financial openness, domestic financial development and credit ratings. Finance Research Letters, 16, 11-18.

Anokhin, S., & Schulze, W. S. (2009). Entrepreneurship, innovation, and corruption. Journal of business venturing, 24(5), 465-476.

Arbabian, S. and Zamani, Z. (2023). The Interactive Effect of Financial Development and Human Capital on Entrepreneurship in Selected Countries. Journal of Development and Capital, 8(1), 1-21. (In Persian).

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. The review of economic studies, 58(2), 277-297.

Ashena, M., Vosoughi, S., & Hoshyarmoghadam, E. (2023). The role of macroeconomic factors in entrepreneurship development. Innovation Ecosystem Studies, 3(4), 39-53. (In Persian).

Audretsch, D. B. (2023). Institutions and entrepreneurship. Eurasian Business Review, 13(3), 495-505.

Avlijaš, G. (2025). Macro-level drivers of business creation: Insights from World Bank panel data. International Review, (3-4), 46-54.

Bau, N., & Matray, A. (2023). Misallocation and capital market integration: Evidence from India. Econometrica, 91(1), 67-106.

Baumol, W. J. (1996). Entrepreneurship: Productive, unproductive, and destructive. Journal of business venturing, 11(1), 3-22.

Bayar, Y., Gavriletea, M. D., & Ucar, Z. (2018). Financial sector development, openness, and entrepreneurship: panel regression analysis. Sustainability, 10(10), 3493.

Behdarvand, Sh., Nassiri Aghdam, A., Ghasemi Sheshdeh, M. (2021). The Effect of Credit Guidance on Entrepreneurship. Journal of Economic Research, 83 (21), 165. 199. (In Persian).

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2011). Financial openness and productivity. World development, 39(1), 1-19.

Bhutta, M. A., Sheikh, M. R., & Hussain, I. (2024). Trade openness, market capitalization and entrepreneurial ventures: implications for business and industrial growth of Pakistan. Journal of Entrepreneurship and Business Venturing, 4(1).

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of econometrics, 87(1), 115-143.

Boh, W., Constantinides, P., Padmanabhan, B., & Viswanathan, S. (2023). Building digital resilience against major shocks. MIS quarterly, 47(1), 343-360.

Bowen, H. P., & De Clercq, D. (2008). Institutional context and the allocation of entrepreneurial effort. Journal of international business studies, 39(4), 747-767.

Caglayan, M., & Demir, F. (2014). Firm productivity, exchange rate movements, sources of finance, and export orientation. World Development, 54, 204-219.

Cardillo, G., Bendinelli, E., & Torluccio, G. (2023). COVID-19, ESG investing, and the resilience of more sustainable stocks: Evidence from European firms. Business Strategy and the Environment, 32(1), 602-623.

Chen, Y., Han, H., Shen, X., & Zeng, J. (2023). The effect of stock market liberalization on corporate cash savings sensitivity: Evidence from China. International Review of Economics & Finance, 88, 1247-1271.

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

Chinn, M. D., & Ito, H. (2008). A new measure of financial openness. Journal of comparative policy analysis, 10(3), 309-322.

Chowdhury, F., Audretsch, D. B., & Belitski, M. (2019). Institutions and entrepreneurship quality. Entrepreneurship theory and practice, 43(1), 51-81.

Clayton, P., Feldman, M., & Montmartin, B. (2024). Entrepreneurial finance and regional ecosystem emergence. Small Business Economics, 62(4), 1493.

Dehghani, M. and Nejati,, M. (2025). Investigating the Effect of Financial Openness on the Development of Iran's Capital Market. Journal of Development and Capital, 10(2), 111-124. (In Persian).

Dutta, N., & Meierrieks, D. (2021). Financial development and entrepreneurship. International Review of Economics & Finance, 73, 114-126.

Dutta, N., & Sobel, R. S. (2018). Entrepreneurship and human capital: The role of financial development. International Review of Economics & Finance, 57, 319-332.

Edison, H. J., Levine, R., Ricci, L., & Sløk, T. (2002). International financial integration and economic growth. Journal of international money and finance, 21(6), 749-776.

Ehigiamusoe, K. U., & Samsurijan, M. S. (2021). What matters for finance-growth nexus? A critical survey of macroeconomic stability, institutions, financial and economic development. International Journal of Finance & Economics, 26(4), 5302-5320.

Fagiolo, G., Giachini, D., & Roventini, A. (2020). Innovation, finance, and economic growth: an agent-based approach. Journal of Economic Interaction and Coordination, 15(3), 703-736.

Fahim, O., & Naamane, S. (2021). Macroeconomic factors and birth of new businesses in developing countries: Evidence from a dynamic system GMM Approach. Management and Economics Review, 6(1), 61-69.

Feng, G. F., Niu, P., Wang, J. Z., & Liu, J. (2022). Capital market liberalization and green innovation for sustainability: Evidence from China. Economic Analysis and Policy, 75, 610-623.

Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. Journal of financial economics, 88(3), 499-533.

Gaies, B., Najar, D., Maalaoui, A., Kraus, S., & El Tarabishy, A. (2023). Does financial development really spur nascent entrepreneurship in Europe?—A panel data analysis. Journal of Small Business Management, 61(6), 2440-2487.

Gani, A. (2026). Domestic credit effect on new business density in the high-and middle-income countries. Journal of Financial Economic Policy, 1-19.

Giannetti, M. (2007). Financial liberalization and banking crises: The role of capital inflows and lack of transparency. Journal of Financial Intermediation, 16(1), 32-63.

Gregory, R. P. (2019). Financial openness and entrepreneurship. Research in International Business and Finance, 48, 48-58.

Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N., & Sturm, J. E. (2019). The KOF globalisation index–revisited. The Review of International Organizations, 14(3), 543-574.

Hsu, P. H., Tian, X., & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. Journal of financial economics, 112(1), 116-135.

Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L. (2008). Short-run pain, long-run gain: Financial liberalization and stock market cycles. Review of Finance, 12(2), 253-292.

Kaufmann, W., & Lafarre, A. (2021). Does good governance mean better corporate social performance? A comparative study of OECD countries. International Public Management Journal, 24(6), 762-791.

Kim, D. H., Hsieh, J., & Lin, S. C. (2021). Financial liberalization, political institutions, and income inequality: D.-H. Kim et al. Empirical Economics, 60(3), 1245-1281.

Larrain, M., & Stumpner, S. (2017). Capital account liberalization and aggregate productivity: The role of firm capital allocation. The Journal of Finance, 72(4), 1825-1858.

Léon, F. (2019). Long-term finance and entrepreneurship. Economic Systems, 43(2), 100690.

Levine, R. (1999). Law, finance, and economic growth. Journal of financial Intermediation, 8(1-2), 8-35.

Li, L., He, W., & Zheng, S. (2024). Capital market opening and share repurchases: Evidence from China's listed companies absorbed in the MSCI Emerging Markets Index. Finance Research Letters, 66, 105722.

Logogye, L., Adusei, M., Poku, K., & Aawaar, G. (2025). Financial inclusion—entrepreneurship nexus: evidence from a threshold analysis. Journal of Business Economics, 95(4), 587-616.

Luo, L., Yamanoi, J., Ma, X., & Lei, L. (2026). Beyond direct impact: Exploring inward FDI's multifaceted effects on new venture creation. Journal of Business Venturing, 41(2), 106562.

Majerbi, B. & Rachdi, H. (2014). Systemic Banking Crises, Financial Liberalization and Governance, Multinational Finance Journal, 18(3/4), 281-336

Manova, K. (2008). Credit constraints, equity market liberalizations and international trade. Journal of International Economics, 76(1), 33-47.

Mishkin, F. S. (2009). Is monetary policy effective during financial crises?. American Economic Review, 99(2), 573-577.

Mohammadi Khyareh, M. and Zivari, A. (2024). The Relationship between Financial Development and Entrepreneurship Emphasizing Institutional Quality in the Middle East and North Africa Countries. Journal of Development and Capital, 9(1), 137-155. (In Persian).

Moradi, M., Hassanvand, D., Derakhshani, K., & Sarlak, A. (2021). The Effect of Corruption Control and Trust and Financing on Entrepreneurship Development in Selected Countries of Mena. Journal of Business Management, 13(51), 147-166. (In Persian).

Moshirian, F., Tian, X., Zhang, B., & Zhang, W. (2021). Stock market liberalization and innovation. Journal of Financial Economics, 139(3), 985-1014.

Noah, A. O., & Olalekan, D. O. (2025). Does Financial Development Drive Entrepreneurship in Africa? A Panel Data Analysis. Managing Global Transitions, 23(1).

North, D. C. (1990). Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge university press.

Omri, A. (2020). Formal versus informal entrepreneurship in emerging economies: The roles of governance and the financial sector. Journal of Business Research, 108, 277-290.

Othman, N. B., Ibrahim, M., & Abdul Hamid, B. (2025) The Moderating Role of Institutional Quality in the Finance–Entrepreneurship Nexus: Evidence from Developing Countries. SSRN. Available at: https://ssrn.com/abstract=5345325

Ozkok, Z. (2015). Financial openness and financial development: An analysis using indices. International Review of Applied Economics, 29(5), 620-649.

Pan, X., Han, J., & Wu, Y. (2025). Financial Openness and Corporate Resilience: Evidence from China. Sustainability, 17(24), 11063.

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. Journal of political economy, 106(6), 1113-1155.

Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. J., & Kose, M. A. (2003). Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. In India's and China's recent experience with reform and growth (pp. 201-228). London: Palgrave Macmillan UK.

Rahman, M. M., Deb, B. C., Rahman, M. S., Uddin, M. M., Ramzan, M., Hossain, M. J., & Uddin, G. (2023). Does trade openness affect global entrepreneurship development? Evidence from BRICS countries. Annals of Financial Economics, 18(03), 2350001.

Reddy, C.D., 2024. Nations' share of innovative entrepreneurs: financial systems to the rescue in difficult institutional settings. Journal of innovation and entrepreneurship, 13(1), p.74.

Rodrik, D., & Subramanian, A. (2009). Why did financial globalization disappoint?. IMF staff papers, 56(1), 112-138.

Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. The stata journal, 9(1), 86-136.

Salatin, P. (2019). The effect of governance quality on entrepreneurship in selected country groups: A panel data approach. Government Studies, 5(20), 71–103. (In Persian).

Salatin, Parveneh, Kashefi, Alireza (2025). Financial Markets and Entrepreneurship. 15(33), 19-37. (In Persian).

Shirmehenji, M. B. , Moradizadeh, M. and Nourahmadi, M. J. (2021). Multilevel Meta-Analysis of the Relationship between Financial Liberalization and Income Inequality. Journal of Economic Research (Tahghighat- E- Eghtesadi), 56(3), 507-534. (In Persian).

Simon, R. J., & Bennett, A. (2009). Happiness the world over. Gender issues, 26(3), 183.

Sobel, R. S. (2008). Testing Baumol: Institutional quality and the productivity of entrepreneurship. Journal of Business Venturing, 23(6), 641-655.

Stiglitz, E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, World development 28 (6), 1075-1086.

Williamson, O. E. (1985). The economic institutions of capitalism. Firms, markets, relational contracting. In Das Summa Summarum des Management: Die 25 wichtigsten Werke für Strategie, Führung und Veränderung (pp. 61-75). Wiesbaden: Gabler.

Williamson, O. E. (1989). Transaction cost economics. Handbook of industrial organization, 1, 135-182.

Youssef, A. B., Boubaker, S., & Omri, A. (2018). Entrepreneurship and sustainability: The need for innovative and institutional solutions. Technological Forecasting and Social Change, 129, 232-241.

Yu, Y., & Qayyum, M. (2023). Impacts of financial openness on economic complexity: Cross-country evidence. International Journal of Finance & Economics, 28(2), 1514-1526.

Zhu, X., Asimakopoulos, S., & Kim, J. (2020). Financial development and innovation-led growth: is too much finance better? Journal of International Money and Finance, 100, 102083.

Zivari, A., Mohammadi Khyareh, M. and Mazhari, R. (2020). Impact of Access to Finance on Entrepreneurial Activities: Comparison of Selected Developed and Developing Countries. Journal of Entrepreneurship Development, 12(4), 561-580. (In Persian).

اقتصاد و تجارت نوین، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
فصل‌نامه علمی (مقالهٔ علمی پژوهشی) ، سال ۲۱، شمارهٔ ۱، بهار ۱۴۰۵

درجه باز بودن مالی، کیفیت نهادی و کارآفرینی: مقایسه کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه

صدیقه زادمیرزایی*
باقر ادبی فیروزجائی**
علی کارشناسان***

چکیده

هدف از این مطالعه، کنکاشی بر چگونگی تأثیر درجه باز بودن مالی بر کارآفرینی با تأکید بر نقش شاخص حکمرانی برای دو گروه از کشورهای منتخب درحال توسعه و توسعه‌یافته بر اساس الگوی داده‌های پانل پویا برای دوره ۲۰۲۲-۲۰۰۶ است. یافته‌های پژوهش نشان میدهد که اولاً، به رغم آنکه تأثیر درجه باز بودن مالی بر کارآفرینی در کشورهای توسعه‌یافته مثبت و معنادار بوده، با این حال این تأثیر در کشورهای در حال توسعه منفی و معنادار بوده است؛ ثانیاً، شاخصهای شش گانه حکمرانی بر کارآفرینی در هر دو گروه از کشورها مثبت و معنادار بوده، هرچند شدت معناداری در کشورهای توسعه‌یافته بیشتر بوده است. یافته اصلی پژوهش این است که در کشورهای در حال توسعه به رغم آنکه درجه باز بودن مالی تأثیر منفی بر کارآفرینی داشته با این حال اثر تعاملی آن

مقاله مستخرج از پایان نامه کارشناسی ارشد صدیقه زادمیرزایی به راهنمایی دکتر باقر ادبی فیروزجائی است
* کارشناسی ارشد مدیریت کارآفرینی-گرایش توسعه، دانشکده علوم انسانی و علوم ورزشی، دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران. sediqezadmirzaei@gmail.com
** استادیار اقتصاد، گروه علوم اقتصادی، دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران (نویسنده مسئول)، b.adabi@gonbad.ac.ir
*** استادیار اقتصاد، گروه علوم اقتصادی، دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران. ali.karshenasan@gmail.com
تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۲/۲۳، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۵/۱۴

با شاخص حکمرانی بر کارآفرینی مثبت و معنادار بوده است این موضوع بیانگر این نکته مهم است که کشورهای در حال توسعه میتوانند با بهبود ارتقای مؤلفههای شاخص حکمرانی به ویژه کنترل فساد و اثربخشی دولت ظرفیت جذب مالی خود را افزایش داده و از مزایای مثبت درجه باز بودن مالی نظیر هزینه پایین و دسترسی آسان به منابع مالی خارجی بهره‌مند شوند.

کلیدواژه‌ها: باز بودن مالی، کارآفرینی، شاخص حکمرانی و رویکرد GMM.

طبقه‌بندی JEL: C23, L26, G38, F65.

۱. مقدمه

نقش کارایی نظام مالی در توسعه فعالیت‌های کارآفرینانه از طریق تأمین و تضمین اعتبار، کاهش عدم تقارن اطلاعات و تسهیل جریان سرمایه‌گذاری از دیرباز مورد توجه بوده است (ایگیاموسو و سامسوریجان (Ehigiamusoe and Samsurijan)، ۲۰۲۱). مطالعات تجربی متعددی نیز ارتباط بین توسعه مالی و کارآفرینی را مورد بررسی قرار دادند (دوتا و سوبل (Dutta and Sobel)، ۲۰۱۸، لئون (Lé on)، ۲۰۱۹، اومری (Omri)۲۰۲۰، دوتا و میرکس (Dutta and Meierrieks)، ۱۲۰۲ و آجیده و اوجینکا (Ajide & Ojeyinka)، ۲۰۲۲). نتایج اصلی مطالعات پیشین بیانگر این بوده که تأمین مالی از بازارهای داخلی تنها یک شرط لازم (و نه کافی) برای توسعه کارآفرینی محسوب می‌شود. از این‌رو در مطالعات جدید بر جنبه خارجی از تأمین مالی و ارتباط با بازارهای مالی بین‌المللی و به طور کلی مفهوم باز بودن مالی تأکید شده است (امین و همکاران (Amin et al) ۲۰۲۳، پان و همکاران (Pan et al)، ۲۰۲۵).

استدلال بر این است که باز بودن مالی یک کشور با حذف محدودیت‌های جریان سرمایه فرامرزی، ادغام سرمایه‌گذاران بین‌المللی در بازارهای داخلی و همگرایی بازارهای مالی داخلی با بازارهای مالی جهان، زمینه را برای بهره‌مندی سرمایه‌گذاران و کارآفرینان از فناوری‌ها و تکنولوژی جدید با هزینه پایین فراهم می‌کند و از این طریق رقابت‌پذیری و نفوذ در بازارهای جهانی را گسترش می‌دهد و به ثبات اقتصادی پایدار کمک می‌کند (پان و همکاران، ۲۰۲۵، بکائرت و همکاران (Bekaert et al)، ۲۰۱۱، لارین و استامپنر (Larrain & Stumpner)، ۲۰۱۷). همچنین، یافته‌های مطالعات پیشین دلالت بر این دارد که علاوه بر جنبه تأمین مالی، کارآفرینی با ترکیبی از عوامل تعیین‌کننده دیگر، فضای کسب‌وکار و شرایط قانونی و سیاسی نیز مرتبط است که این عوامل نهادی می‌توانند هم نرخ کارآفرینی و هم نابرابری در فعالیت‌های کارآفرینی بین کشورها و مناطق را توضیح دهند (بوون و دی کلرک (Bowen & De Clercq)، ۲۰۰۸).

بررسی دقیق‌تر از ادبیات نشان می‌دهد باز بودن مالی ممکن است منجر به بی‌ثباتی مالی شود و احتمال بحران در سراسر کشورها را افزایش دهد (ادیسون و همکاران (Edison et al)، ۲۰۰۲ و استیگلیتز (Stiglitz)، ۲۰۰۰) و از این طریق مانع کارآفرینی شود. موفقیت فرایند آزادسازی مالی کشورها به عواملی همچون توسعه اقتصادی، عمق بازارهای مالی، ساختار نهادها بستگی دارد (دهقانی و نجاتی،

۱۴۰۴). در صورتی باز بودن مالی به هدایت منابع برای کارآفرینان با ایده‌های نوآورانه می‌انجامد که کشورها بتوانند بسترهای مساعد قوانین و مقررات، شرایط نهادی و کیفیت حکمرانی خود را فراهم نمایند. با توجه به اینکه کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه از نظر سطح توسعه مالی، کیفیت نهادها، ثبات سیاسی و ظرفیت جذب سرمایه خارجی تفاوت‌های اساسی دارند، انتظار می‌رود تأثیر باز بودن مالی بر کارآفرینی در این دو گروه کاملاً متفاوت باشد.

در کشورهای توسعه‌یافته، وجود نهادهای قوی، حاکمیت قانون و بازارهای مالی عمیق می‌تواند آزادسازی مالی را به فرصتی برای کاهش هزینه تأمین مالی، انتقال فناوری و گسترش کارآفرینی مولد تبدیل کند. در مقابل، کشورهای در حال توسعه با نهادهای ضعیف‌تر، سطوح بالای فساد و بی‌ثباتی سیاسی ممکن است با افزایش ریسک‌های سیستمی، خروج سرمایه و رانت‌جویی مواجه گردند که همگی مانع کارآفرینی می‌شوند. علاوه بر این در مطالعات تجربی اخیر اهمیت توسعه یافتگی کشورها در بررسی ارتباط تأمین مالی و کارآفرینی مورد توجه قرار گرفته است. شواهد حاکی از آن است که تأثیر مثبت و معنادار بخش مالی بر کارآفرینی در کشورهای در حال توسعه بعد از عبور آستانه اتفاق می‌افتد در حالی‌که در کشورهای توسعه‌یافته این تأثیر مثبت است (لوگوگی و همکاران (Logogye et al)، (۲۰۲۵) و عثمان و همکاران (Othman et al)، (۲۰۲۵)). از این‌رو، بررسی جداگانه این دو گروه از کشورها ضروری است.

بنابراین در نظر گرفتن کیفیت نهادی و حکمرانی در تبیین ارتباط بین باز بودن مالی و کارآفرینی ضرورت دارد چراکه تأثیر منفی باز بودن مالی بر کارآفرینی در حضور محیط نهادی ضعیف و کیفیت پایین حکمرانی تشدید می‌شود (ماجربی و راچدی (Majerbi and Rachdi)، ۲۰۱۴) یا ممکن است منجر به بی‌ثباتی سیاسی و واکنش منفی علیه مقررات‌زدایی مالی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه شود (کیم و همکاران (Kim et al)، ۲۰۲۱). حتی نظریه‌هایی که بر نقش مثبت باز بودن مالی تأکید دارند، این نکته را نیز در نظر دارند که قوانین کمتر سختگیرانه، سرمایه‌گذاران و کارآفرینان داخلی و خارجی را به سرمایه‌گذاری در چنین بازارهایی ترغیب می‌کند (چین و ایتو (Chinn & Ito)، ۲۰۰۶). از طرفی سطح الزامات نظارتی و کیفیت حکمرانی (قوانین و مقررات) بر عملکرد بازارهای مالی نیز اثر می‌گذارد (لوین و همکاران (Levine et al)، ۱۹۹۹). در همین راستا، لاپورتا و همکاران ((Porta, et al)، ۱۹۹۸) اشاره کردند که کشورهای با حقوق

سهامداری پایین دارای بازارهای مالی ضعیف هستند. لذا احتمال تخصیص منابع به سمت فعالیت‌های کارآفرینی مولد پایین است.

با توجه به موارد مطرح شده، یک درهم تنیدگی میان باز بودن مالی، کیفیت نهادی و کارآفرینی وجود دارد و از این‌رو لازم است تأثیر باز بودن مالی بر توسعه کارآفرینی، برای کشورهای مختلف با سطوح مختلف توسعه یافتگی و کیفیت نهادی متمایز مورد بررسی قرار گیرد به ویژه آنکه دوگانگی در رابطه بین باز بودن مالی و کارآفرینی عمدتاً ناشی از محدودیت تحقیقات تجربی کافی در مورد نقش کیفیت حکمرانی و عوامل نهادی در تقویت این رابطه است. از این‌رو سوال اصلی تحقیق این است که اولاً تأثیر مجزای درجه باز بودن مالی و کیفیت حکمرانی (شاخص‌های حکمرانی جهانی) بر کارآفرینی در کشورهای با سطح توسعه یافتگی مختلف چگونه است و ثانیاً، اثر تعاملی باز بودن مالی با شاخص حکمرانی بر توسعه فعالیت‌های کارآفرینی چه نتیجه‌ای در بر خواهد داشت. برای انجام این پژوهش از رویکرد داده‌های تابلویی پویا و برای دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۲۲ استفاده شده است. این مطالعه در پنج بخش تنظیم شده است. در ادامه و در بخش دوم مبانی نظری و پیشینه تحقیق در ارتباط با موضوع ارائه می‌شود. بخش سوم روش تحقیق تشریح می‌شود. یافته‌های تحقیق در بخش چهارم ارائه و تفسیر می‌شود و بخش پایانی به جمع‌بندی و ارائه پیشنهادات می‌پردازد.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱. مبانی نظری

تمایز مفهومی باز بودن مالی، آزادسازی مالی و توسعه مالی

توسعه مالی (Financial Development) به بهبود کیفیت، عمق و کارایی بازارها و نهادهای مالی داخلی (نظام بانکی، بازار سرمایه و بازار بدهی) اطلاق می‌شود. این مفهوم صرفاً به بعد داخلی نظام مالی اشاره دارد و شاخص‌های رایج آن شامل نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی، ارزش بازار سهام و نقدینگی به تولید ناخالص داخلی، است. باز بودن مالی (Financial Openness) به باز بودن حساب سرمایه و حساب جاری (تراکنش‌های کالا، خدمات و نقل‌وانتقالات) مربوط می‌شود. با این حال، در ادبیات تجربی از شاخص KAOPEN که مربوط به حساب سرمایه است، استفاده می‌کنند از این‌رو

اصطلاح «باز بودن مالی» اغلب معادل «باز بودن حساب سرمایه» به کار می‌رود (پراساد و همکاران، ۲۰۰۳) که به میزان حذف محدودیت‌ها و کنترل‌های دولتی بر تراکنش‌های مالی و سرمایه‌ای فرامرزی اشاره دارد (چین و ایتو، ۲۰۰۶، ۲۰۰۸).

آزادسازی مالی (Financial Liberalization) به فرایند کاهش تدریجی یا حذف کنترل‌ها و محدودیت‌های دولتی بر بازارهای مالی (اعم از داخلی و بین‌المللی) اطلاق می‌شود (کامینسکی و اشموکلر (Kaminsky & Schmukler)، ۲۰۰۸). در واقع «آزادسازی مالی» به فرایند کاهش تدریجی محدودیت‌ها اطلاق می‌شود، در حالی که «باز بودن مالی» بیانگر وضعیت در یک مقطع زمانی معین است.

کانال‌های اثرگذاری مثبت درجه بازبودن مالی بر کارآفرینی

- **کانال اول: کاهش محدودیت‌های مالی و هزینه تأمین سرمایه:** باز بودن مالی و حذف محدودیت‌های جریان سرمایه فرامرزی، امکان جذب سرمایه از بازارهای بین‌المللی فراهم می‌شود. این امر از دو طریق (۱) کاهش هزینه تأمین مالی از طریق رقابت بین منابع داخلی و خارجی و (۲) تنوع‌بخشی به منابع مالی که ریسک وابستگی به یک منبع خاص را کاهش می‌دهد، به کارآفرینی کمک می‌کند (فنگ و همکاران (Feng et al)، ۲۰۲۲ و کاردیلو و همکاران (Cardillo et al)، ۲۰۲۳). مطالعات نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که به بازارهای مالی بین‌المللی دسترسی دارند، با نرخ بهره پایین‌تری تأمین مالی شده و نقدینگی بیشتری برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های نوآورانه در اختیار دارند (موشیریان (Moshirian)، ۲۰۲۱ و بائو و ماترای (Bau & Matray)، ۲۰۲۳)؛

- **کانال دوم: انتقال فناوری و سرریز دانش:** در این کانال اثرگذاری مثبت، از طریق ورود سرمایه‌گذاران نهادی خارجی و شرکت‌های چندملیتی تحقق می‌یابد. این نهادها نه تنها سرمایه، بلکه دانش فنی، فناوری‌های جدید و استانداردهای مدیریتی را به کشور میزبان منتقل می‌کنند. کارآفرینان داخلی می‌توانند از این سرریزهای دانش برای بهبود فرایندهای تولید، کاهش هزینه‌ها و توسعه محصولات جدید بهره‌مند شوند (یو و قیوم (Yu and Qayyum)، ۲۰۲۳). علاوه بر این، حضور سرمایه‌گذاران خارجی فشار مضاعفی بر شرکت‌های داخلی برای ارتقای شفافیت گزارشگری مالی و حاکمیت شرکتی

ایجاد می‌کند که به نوبه خود اعتماد سایر سرمایه‌گذاران و مشتریان را جلب کرده و دسترسی به منابع مالی را تسهیل می‌نماید (چن و همکاران (Chen et al)، ۲۰۲۳ و بوه و همکاران (Boh et al)، ۲۰۲۳). مانووا (Manova)، ۲۰۰۸) نشان داد که صنایع با وابستگی بالا به تأمین مالی خارجی، بیشترین منفعت را از آزادسازی بازار سرمایه می‌برند؛

-کانال سوم: بهبود کارایی تخصیص منابع و تنوع‌بخشی ریسک: سومین کانال مثبت، به کارایی بالاتر نظام مالی در تخصیص منابع بازمی‌گردد. باز بودن مالی با اتصال بازارهای داخلی به بازارهای جهانی، امکان تنوع‌بخشی ریسک فرامرزی را فراهم می‌آورد. سرمایه‌گذاران می‌توانند با توزیع سرمایه خود در میان کشورها و صنایع مختلف، ریسک خاص را کاهش دهند. این امر هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نوآورانه و پرریسک کارآفرینانه را کاهش می‌دهد و انگیزه سرمایه‌گذاران برای حمایت از کسب‌وکارهای جدید را افزایش می‌دهد (اوزوک (Ozkok)، ۲۰۱۵؛ هسو و همکاران (Hsu et al، ۲۰۱۴). بایار و همکاران ((Bayar et al)، ۲۰۱۸)، در مطالعه‌ای بر روی ۱۵ کشور با درآمد متوسط به بالا نشان دادند که باز بودن مالی از طریق این کانال، تأثیر مثبت و معناداری بر شاخص‌های کارآفرینی دارد.

کانال‌های اثرگذاری منفی باز بودن مالی بر کارآفرینی

- کانال اول: سرایت بحران‌های مالی و افزایش بی‌ثباتی اقتصادی: اولین و مهم‌ترین کانال منفی، افزایش آسیب‌پذیری اقتصاد داخلی در برابر شوک‌های خارجی است. باز بودن مالی اگرچه جریان سرمایه ورودی را تسهیل می‌کند، اما همزمان کانالی برای خروج سریع سرمایه در زمان بحران ایجاد می‌نماید. تجربه بحران مالی آسیا (۱۹۹۷-۱۹۹۸) و بحران مالی جهانی (۲۰۰۸-۲۰۰۹) نشان داد که کشورهایی با درجه باز بودن مالی بالاتر، بیشتر در معرض سرایت بحران‌های مالی قرار داشته‌اند. ورود موجی سرمایه‌های سفته‌بازانه می‌تواند حباب قیمت دارایی‌ها را ایجاد کرده و با خروج ناگهانی آنها، سیستم مالی را با بحران نقدینگی مواجه سازد. در چنین شرایطی، بانک‌ها و مؤسسات مالی به جای اعطای اعتبار به کسب‌وکارهای نوپا (که ریسک بالاتری دارند)، منابع خود را به سمت فعالیت‌های کم‌ریسک و نقدشونده هدایت می‌کنند و عملاً کارآفرینی با تنگنای اعتباری مواجه می‌شود (کامینسکی و اشموکلر، ۲۰۰۸؛ لی و همکاران (Li et al)، ۲۰۲۴)؛

- کانال دوم: انحراف منابع به سمت فعالیت‌های رانت‌جویانه و غیرمولد: دومین کانال منفی، مربوط به انحراف منابع مالی به سمت فعالیت‌های رانت‌جویانه است. در کشورهایی که نهادهای قوی برای نظارت بر جریان‌های مالی وجود ندارد، آزادسازی مالی می‌تواند به ابزاری برای گروه‌های ذی‌نفوذ تبدیل شود تا منابع خارجی را به سمت پروژه‌های غیرمولد، هدایت کنند. این امر نه تنها تخصیص منابع به سمت کارآفرینی مولد را کاهش می‌دهد، بلکه با افزایش نقدینگی در بخش‌های غیرمولد، حباب‌های قیمتی را تشدید کرده و نااطمینانی اقتصادی را افزایش می‌دهد (رودریک و سابرامانیان (Rodrik & Sub-ramanian)، ۲۰۰۹ و کیم و همکاران (Kim et al)، ۲۰۲۱)؛

- کانال سوم: تشدید رقابت و حذف کارآفرینان داخلی: سومین کانال منفی، مربوط به ورود شرکت‌های بزرگ چندملیتی است. اگرچه ورود این شرکت‌ها می‌تواند سرریزهای فناوری ایجاد کند، اما به طور همزمان رقابت را در بازارهای داخلی به‌شدت افزایش می‌دهد. شرکت‌های چندملیتی به دلیل برخورداری از صرفه‌های مقیاس، فناوری پیشرفته و دسترسی به منابع مالی ارزان‌تر، قادرند محصولات خود را با قیمت پایین‌تر و کیفیت بالاتر عرضه کنند. این مزیت‌ها می‌تواند کارآفرینان داخلی (به‌ویژه کسب‌وکارهای کوچک و متوسط) را از میدان رقابت خارج کرده و انگیزه راه‌اندازی کسب‌وکار جدید را کاهش دهد (فریرا و ماتوس (Ferreira and Matos)، ۲۰۰۸) ؛ ژو و همکاران (Zhu et al)، ۲۰۲۰)، سرمایه‌گذاران خارجی تمایل دارند به جای سرمایه‌گذاری در استارتاپ‌های پرریسک با عدم قطعیت بالا، منابع خود را در شرکت‌های تثبیت‌شده و صنایع موجود با بازدهی مطمئن سرمایه‌گذاری کنند ((چاگلایان و دمیر (Caglayan & Demir)، ۲۰۱۴ و فاگیلوو همکاران (Fagiolo et al)، ۲۰۲۰).

نقش نهادها در پیوند کارآفرینی-درجه باز بودن مالی

با توجه به دوگانگی گزارش‌ها در ارتباط درجه باز بودن مالی و کارآفرینی، لازم است نقش کیفیت نهادی و حکمرانی در پیوند بین این دو متغیر مطالعه شود. نشانه‌ها و بنیان‌های نظری این تأثیر را می‌توان در نظریه‌های هزینه مبادله ویلیامسون ((Williamson)، ۱۹۸۵ و ۱۹۸۹)، نظریه نهادگرایی نورث (North، ۱۹۹۰) و نظریه شکست بازار استیگلیتز (۲۰۰۰) ملاحظه کرد. مطابق با نظریه هزینه مبادله، در غیاب نهادهای کارا، هزینه‌های مبادله برای کارآفرینان به‌ویژه در تعامل با بازارهای مالی بین‌المللی بسیار بالا می‌رود و کیفیت

نهادی بالا می‌تواند چنین هزینه‌هایی را از طریق حاکمیت قانون، شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کاهش دهد و با تسهیل دسترسی کارآفرینان به سرمایه و فناوری خارجی، فعالیت مولد را تشویق می‌کند.

بر اساس نظریه نهادگرایی نورث (۱۹۹۰) و نیز رویکرد بامول (Baumol، ۱۹۹۶) می‌توان استدلال کرد، نهادها تعیین می‌کنند که باز بودن مالی باعث تخصیص منابع به سمت کارآفرینی مولد می‌شود و یا منابع به سمت فعالیت‌های رانت‌جویانه منحرف می‌شود. در کشورهایی با نهادهای ضعیف، آزادسازی مالی ممکن است تنها به گروه‌های خاصی اجازه دهد از جریان سرمایه برای فعالیت‌های سوداگرانه و رانت‌جویانه بهره‌برداری کنند و منابع را از بخش مولد منحرف نمایند. در مقابل، نهادهای قوی با تضمین حقوق مالکیت و رقابت عادلانه، منابع حاصل از باز بودن مالی را به سمت تأمین مالی پروژه‌های نوآورانه و کارآفرینانه هدایت می‌کنند.

علاوه بر این استیگلیتز (۲۰۰۰) معتقد است ورود فعالان اقتصادی به بازارهای مالی بین‌المللی نگرانی‌های همچون اطلاعات نامتقارن، بحران‌های مالی و حباب دارایی‌های مالی را در پی خواهد داشت از این‌رو نقش نهادهای نظارتی قوی و حکمرانی خوب می‌توانند از طریق مقررات‌گذاری هوشمند و نظارت مؤثر، جریان سرمایه خارجی را به سمت فعالیت‌های مولد سوق دهد تا کارآفرینان بتوانند از اثرات سرریز نوآوری بهره‌مند شود. علاوه بر این بر مبنای رویکرد عجم اعلو و رابینسون (Acemoglu & Robinson، ۲۰۱۹) که استدلال می‌کنند نهادهای فراگیر عامل مهمی در بهبود ادراک فرصت‌های کارآفرینانه هستند از این‌رو باز بودن مالی در حضور نهادهای فراگیر، می‌تواند به هدایت منابع مالی بین‌المللی به سمت طیف وسیع‌تری از کارآفرینان مولد داخلی منجر شود.

بنابراین تأثیر درجه باز بودن مالی بر کارآفرینی مشروط به شرایط خاص کشور و به طور کلی وابسته به بستر نهادی و کیفیت حکمرانی آن کشور است. به عبارت دیگر، نقش نهادها به عنوان تعدیلگر بین کارآفرینی و درجه باز بودن مالی به دو دلیل رخ می‌دهد. اول، شواهدی وجود دارد که نهادها برای ایجاد و توسعه فعالیت‌های کارآفرینی اهمیت دارند. به عنوان نمونه سوبل (Sobel، ۲۰۰۸) استدلال می‌کند که یک ساختار نهادی، که حقوق مالکیت، چارچوب قانونی معقول، مجوز قرارداد و مالیات و سایر الزامات دولتی را در نظر می‌گیرد، به شرکت‌های تجاری و بهبود مالی قدرت می‌بخشد. همچنین چاودری و همکاران (Chowdhury، ۲۰۱۹) نشان داده‌اند که کارآفرینی تنها به نفع کشورهایی با حکمرانی خوب

خواهد بود به طوری که یک چارچوب قانونی محکم، حقوق مالکیت روشن، رویه‌های شفاف و ساده ایجاد کسب‌وکار و همچنین سیستم‌های سیاسی، اقتصادی و مالی مؤثر می‌توانند کارآفرینی بیشتری را تشویق کنند. یوسف و همکاران (Youssef et al، ۲۰۱۸) استدلال کردند که با سطح بالایی از کیفیت نهادی، رابطه بین کارآفرینی و توسعه پایدار می‌تواند بسیار مثبت شود. یا اخیراً آدرچ (Audretsch، ۲۰۲۳) بیان می‌کند نهادها، اجزای کلیدی کارآفرینی هستند. از سوی دیگر کشورها با باز کردن بازارهای مالی و اتصال و همگرایی به بازارهای مالی بین‌المللی به دنبال بهره‌گیری از تحرک سرمایه بین‌المللی هستند تا از این طریق امکان دسترسی شرکت‌ها (و کارآفرینان) و مؤسسات مالی از وجوه خارجی در بازارهای مالی بین‌المللی با هزینه کمتر فراهم شود (شیرمهنجی و همکاران، ۱۴۰۰، اندریسن و ولنزوئلا (Andreasen And Valenzuela)، ۲۰۱۶).

با این حال بستر نهادی مناسب یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده عملکرد بخش مالی یک کشور و یکی از پیش‌شرط‌های اثربخشی درجه باز بودن مالی بر فعالیت‌های نوآورانه، فناورانه و کارآفرینانه است به عبارت دقیق‌تر میزان موفقیت فرایند آزادسازی مالی و درجه باز بودن مالی کشورها به عوامل عمق بازارهای مالی، ساختار نهادها و کارایی قوانین و مقررات بستگی دارد (دهقانی و نجاتی، ۱۴۰۴). در اکثر کشورها با توجه به اینکه کاهش محدودیت‌ها بر جریان‌های سرمایه بین‌المللی، بخش مالی داخلی را در معرض رقابت خارجی قرار می‌دهد در نتیجه لازم است مقررات، نظارت و کارایی نهادهای نظارتی در کشور ارتقا پیدا کند (چین و ایتو، ۲۰۰۶، میشکین (Mishkin)، ۲۰۰۹). کشورها در طول چند دهه گذشته با تعمیق ادغام اقتصادی جهان، بیشتر به هم وابسته و درهم تنیده شده‌اند. با توجه به تأثیرات نامطلوب بی‌نظمی اقتصادی، بسیاری از کشورهای در حال توسعه در باز کردن بخش مالی خود به روی جهان خارج محتاط بوده‌اند. در نتیجه، میزان یکپارچگی مالی جهانی بین کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای در حال توسعه متفاوت بوده است (گیگلی و همکاران (Gygli)، ۲۰۱۹).

در مجموع می‌توان دریافت که از منظر نظری، نهادهای قوی و با کیفیت پیامدهای منفی ناشی از آزادسازی مالی نظیر انحراف منابع و نوسانات و ریسک‌های مالی را کاهش می‌دهد و باعث دسترسی به سرمایه ارزان، انتقال فناوری و ایجاد فرصت‌های کارآفرینانه رقابتی و هدایت منابع به سمت فعالیت‌های مولد و نوآورانه می‌شود.

اثرگذاری سایر عوامل (متغیرهای کنترلی) بر کارآفرینی

در کنار عوامل مالی و نهادی، فاکتورهای متعدد دیگری نیز وجود دارند که بر توسعه کارآفرینی اثرگذار هستند. مهم‌ترین آنها با توجه رویکرد پژوهش حاضر شامل رشد اقتصادی، توسعه مالی (اعتبارات بانکی)، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و درجه باز بودن تجارت است. رشد اقتصادی به عنوان مهم‌ترین شاخص رفاه اقتصادی و رونق تقاضای کل، از کانال‌های افزایش تقاضا برای محصولات جدید، دسترسی آسان‌تر به منابع مالی و بهبود زیرساخت‌های تجاری می‌تواند شرایط مساعدی برای راه‌اندازی و گسترش کسب‌وکارهای جدید فراهم آورد. مطالعات تجربی حاکی از آن است که در کشورهای در حال توسعه، رشد اقتصادی به عنوان یک عامل تعیین‌کننده مثبت در ایجاد شرکت‌های جدید عمل می‌کند، در حالی که در کشورهای توسعه‌یافته، جهت رابطه ممکن است تحت تأثیر نوع کارآفرینی (فرصت‌گرا یا ضرورت‌گرا) قرار گیرد (فاهیم و نعمان (Fahim & Naamane)، ۲۰۲۱؛ آولیاش (Avlijas)، ۲۰۲۵).

نظام بانکی با اعطای اعتبارات به بخش خصوصی می‌تواند از طریق کاهش محدودیت‌های مالی بنگاه‌ها، به‌ویژه کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، و تسهیل دسترسی به سرمایه در گردش، زمینه را برای شکل‌گیری و گسترش فعالیت‌های کارآفرینانه فراهم می‌کند. مطالعات تجربی نشان می‌دهد که افزایش دسترسی به اعتبار، تراکم کسب‌وکارهای جدید را به طور معناداری افزایش می‌دهد (گانی (Gani)، ۲۰۲۶). هرچند اثربخشی آن مشروط به کیفیت نهادی و نظارتی کشورهاست.

سرمایه‌گذاری خارجی و تجارت تأثیر دوگانه بر کارآفرینی دارند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از طریق سرریزهای فناوری، انتقال دانش فنی و ایجاد بازارهای جدید می‌تواند به رشد کارآفرینی داخلی کمک کند. با این حال، ورود سرمایه‌گذاران خارجی و شرکت‌های چندملیتی به طور همزمان ممکن است با افزایش رقابت در بازار نهاده‌ها و محصولات، فرصت‌های سودآور را برای کارآفرینان داخلی محدود سازد و جهت و شدت اثرگذاری FDI بر کارآفرینی مشروط به سطح توسعه مالی و کیفیت نهادی کشور میزبان است (لئو و همکاران (Luo et al)، ۲۰۲۶؛ گانی، ۲۰۲۶). باز بودن تجاری از کانال افزایش رقابت بین‌المللی، کاهش هزینه نهاده‌های تولید و دسترسی به بازارهای گسترده‌تر محصولات، می‌تواند فرصت‌های کارآفرینانه را افزایش دهد. با این حال، تشدید رقابت خارجی به طور همزمان می‌تواند موانع ورود را برای کسب‌وکارهای نوپا افزایش دهد و سودآوری بالقوه آنها را کاهش دهد. از

این‌رو تأثیر باز بودن تجاری بر کارآفرینی نیز به شرایط نهادی و سطح توسعه یافتگی هر کشور وابسته است (رحمان و همکاران (Rahman et al)، ۲۰۲۳، بوتا و همکاران (Bhutta et al)، ۲۰۲۴).

۲-۲. پیشینه تحقیق

در این بخش از مطالعه اهم مطالعات خارجی و داخلی که ارتباط بین بخش مالی و کارآفرینی را که عمدتاً عوامل کیفیت نهادی را نیز مورد بررسی قرار دادند، ارائه شده است (جدول ۱).

جدول (۱). مطالعات پیشین در حوزه مالی و کارآفرینی

نویسندگان	جامعه آماری و دوره تحقیق	روش تحقیق	نتایج
نوآه و اولالکان (Olu-washina and Olalekan) (۲۰۲۵)	۲۸ کشور آفریقایی ۲۰۲۰-۲۰۰۶	رگرسیون داده‌های پانلی	تأثیر مثبت توسعه مالی، در کنار نهادها و بازارهای مالی بر توسعه کارآفرینی
عثمان و همکاران (۲۰۲۵)	۹۳ کشور در حال توسعه ۲۰۲۰-۲۰۰۶	رگرسیون داده‌های پانلی پویای دو مرحله‌ای	توسعه مالی زمانی کارآفرینی را افزایش می‌دهد که کیفیت نهادی از آستانه‌های خاصی فراتر رود.
لوگوگی و همکاران (۲۰۲۵)	۶۸ کشور در حال توسعه و ۲۸ کشور توسعه‌یافته ۲۰۲۰-۲۰۰۶	رگرسیون داده‌های پانل پویای آستانه	تأثیر مثبت و معنادار شمول مالی بر کارآفرینی در کشورهای در حال توسعه (فقط بعد از عبور آستانه) و در کشورهای توسعه‌یافته (هم قبل و هم بعد آستانه)
ردی (Reddy) (۲۰۲۴)	۲۸۳ کشور ۲۰۲۰-۲۰۱۵	رگرسیون داده‌های پانلی	تأیید اثر تعاملی اجزای نظام کسب‌وکار با نطلم مالی در افزایش کارآفرینی نوآور
کلایتون و همکاران (Clayton et al) (۲۰۲۴)	مناطق آمریکا ۲۰۱۶-۱۹۸۰	رگرسیون داده‌های پانلی	بقای شرکت تحت تأثیر نوع تأمین‌کننده مالی بر اساس مرحله ظهور اکوسیستم قرار می‌گیرد.
گایز و همکاران (Gaies et al) (۲۰۲۳)	۲۲ کشور اروپایی ۲۰۱۷-۲۰۰۹	رگرسیون داده‌های پانلی	وجود یک رابطه U شکل بین عمق مالی و کارآفرینی نوپا

نویسندگان	جامعه آماری و دوره تحقیق	روش تحقیق	نتایج
آجیده و اوجینکا (۲۰۲۲)	۲۰ کشور آفریقایی ۲۰۱۷-۲۰۰۶	رویکرد پانل پویا	عدم تأثیر توسعه مالی بر کارآفرینی در آفریقا (وجود حد آستانه جهت ارتقای سطح کارآفرینی از طریق توسعه مالی)
امین و همکاران (۲۰۲۱)	۴۸ کشور آسیایی ۲۰۱۸-۲۰۰۱	رگرسیون داده‌های پانلی	تخصیص کارآمد منابع مالی و سهولت معاملات، فعالیت‌های کارآفرینی را افزایش می‌دهد.
دوتا و میرکس (۲۰۲۱)	۱۳۶ کشور منتخب ۲۰۱۸-۲۰۰۱	رگرسیون داده‌های پانلی	تأثیر توسعه مالی بر کارآفرینی در حضور نهادهای اقتصادی و سیاسی سالم
گریگوری (Gregory) (۲۰۱۹)	۶۲ کشور توسعه‌یافته و نوظهور ۲۰۱۳-۱۹۹۵	رگرسیون داده‌های پانلی	توسعه مالی در بازارهای نوظهور باعث کاهش کارآفرینی و در بازارهای توسعه‌یافته موجب افزایش کارآفرینی می‌شود.
بایار و همکاران (۲۰۱۸)	۱۵ کشور با درآمد متوسط به بالا ۲۰۱۵-۲۰۰۱	رگرسیون داده‌های پانلی	تأثیر مثبت توسعه بخش بانکی و بازار سرمایه، جریان FDI و باز بودن تجارت، بر کارآفرینی و تأثیر منفی بحران مالی بر کارآفرینی
کاشفی و سلاطین (۱۴۰۳)	کشورهای منتخب نوآوری محور و کارایی محور ۲۰۲۱-۲۰۰۰	روش گشتاورهای تعمیم یافته	تأثیر مثبت بازارهای پول و سرمایه بر کارآفرینی و بیشتر بودن میزان اثرگذاری در گروه کشورهای منتخب نوآوری محور از گروه کارایی محور
محمدی‌خیاره و زیوری (۱۴۰۳)	۱۱ کشور منتخب منا ۲۰۲۰-۲۰۰۷	روش گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی	تأثیر معنادار توسعه مالی بر کارآفرینی با حضور نهادهای سالم و بویژه کیفیت حکمرانی مناسب
آشنا و همکاران (۱۴۰۲)	۲۰ کشور در حال توسعه ۲۰۱۹-۲۰۰۹	روش گشتاورهای تعمیم یافته	تأثیر مثبت و معنادار اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی در کنار هزینه‌های دولت در بخش آموزش بر شاخص کارآفرینی

نویسندگان	جامعه آماری و دوره تحقیق	روش تحقیق	نتایج
اربابیان و زمانی (۱۴۰۲)	کشورهای منتخب نوآوری محور و منبع محور ۲۰۲۰-۲۰۱۲	رگرسیون داده‌های پانلی	اثربخشی سرمایه انسانی بر کارآفرینی در کشورهای نوآوری محور با سطح توسعه مالی بالاتر و در کشورهای منبع محور با سطح توسعه مالی پایینتر
بهداروند و همکاران (۱۴۰۰)	۶۶ کشور منتخب ۲۰۱۶-۲۰۰۱	رگرسیون داده‌های پانلی	تأثیر مثبت هدایت اعتبار بر شاخص «نرخ فعالیت کارآفرینانه نوپا» و عدم تأثیر بر «نرخ تراکم ورود کسب‌وکارهای جدید»
مرادی و همکاران (۱۴۰۰)	کشورهای منتخب منا ۲۰۱۹-۲۰۰۵	رگرسیون داده‌های پانلی	تأثیر مثبت و معنادار کیفیت نهادي و منابع تأمین مالي بر کارآفريني
زیوری و همکاران (۱۳۹۸)	۶۶ کشور منتخب ۲۰۰۸-۲۰۱۸	رگرسیون داده‌های پانلی	تأثیر مثبت و معنادار دسترسی به منابع مالی بر فعالیت‌هاي کارآفرینانه

مأخذ: یافته‌های پژوهش

به رغم اینکه مطالعات متعددی به ویژه، ارتباط میان توسعه مالی، نهادها و کارآفرینی را بررسی کرده‌اند، با این وجود سه خلأ پژوهشی عمده همچنان باقی مانده است که مقاله حاضر درصدد تقویت آن است. نخستین نوآوری مربوط به تمایز مفهومی «باز بودن مالی» از «توسعه مالی» است مطالعاتی نظیر دوتا و میرکس (۲۰۲۱) و آجیده (۲۰۲۲) عمدتاً بر توسعه مالی داخلی (اعتبارات بانکی و تعمیق بازار سرمایه) متمرکز بوده‌اند، در حالی که گریگوری (۲۰۱۹) به بررسی باز بودن مالی (کنترل‌های سرمایه) پرداخته است. اما مقاله حاضر برای نخستین بار هر دو متغیر را به طور همزمان در یک مدل واحد لحاظ کرده و اثر متمایز هر یک بر کارآفرینی را در کنار یکدیگر مورد سنجش قرار می‌دهد تا نشان دهد که باز بودن مالی و توسعه مالی دو مفهوم مجزا با سازوکارهای متفاوت انتقال به کارآفرینی هستند.

نوآوری دوم به تفکیک مؤلفه‌های حکمرانی و تحلیل اثر تعاملی مجزا ارتباط پیدا می‌کند در حالی که گریگوری (۲۰۱۹) صرفاً ریسک سیاسی را به عنوان یک متغیر کنترلی لحاظ کرده و دوتا و میرکس (۲۰۲۱) نهادها را به صورت کلی دسته‌بندی کرده‌اند، مقاله حاضر شش مؤلفه حکمرانی جهانی (WGI) شامل پاسخگویی، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، کیفیت نظارت، حاکمیت قانون و کنترل فساد را به

صورت جداگانه وارد مدل می‌کند و اثر تعاملی هر یک از این مؤلفه‌ها را با باز بودن مالی بر کارآفرینی مورد ارزیابی قرار می‌دهد تا نشان دهد که همه مؤلفه‌های حکمرانی به یک اندازه عمل نمی‌کنند.

نوآوری سوم به تحلیل تعاملی و به کارگیری به‌روزترین داده‌ها با در نظر گرفتن رویدادهای مهم بیرونی نظیر بحران مالی و کووید ۱۹ باز می‌گردد. برخلاف مطالعات پیشین که عمدتاً به تحلیل تجمیعی یا تک‌گروهی بسنده کرده‌اند، این مطالعه با تفکیک کشورها به دو گروه توسعه‌یافته و در حال توسعه و با استفاده از به‌روزترین داده‌های موجود (۲۰۰۶-۲۰۲۲) که پوشش‌دهنده بحران مالی ۲۰۰۸ و همه‌گیری کووید-۱۹ است، در صدد مقایسه اثر تعدیل‌گری حکمرانی در کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته است تا بر این اساس دلالت‌های سیاستی مستقیمی برای هر کدام از آنها ارائه دهد.

۳. روش‌شناسی تحقیق

این پژوهش از منظر هدف، کاربردی و به لحاظ گردآوری و تحلیل داده‌ها، توصیفی- همبستگی به روش رگرسیونی مبتنی بر داده‌های تابلویی پویا (GMM) است. تمامی مراحل پژوهش شامل معرفی نمونه آماری، تصریح مدل و تعریف متغیرها، تبیین درون‌زایی، معرفی تکنیک تخمین و آزمون‌های تشخیصی به تفکیک ارائه می‌شود.

۳-۱. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه کشورهایی است که برای آنها داده‌های کامل متغیرهای تحقیق در دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۲۲ در دسترس باشد. این انتخاب بر اساس، محدودیت‌های آماری و پوشش شاخص‌های کلیدی تحقیق (به ویژه شاخص‌های کارآفرینی) و نیز لحاظ کردن شوک‌های اقتصادی و مالی مهم جهانی (نظیر بحران مالی ۲۰۰۸ و کووید ۱۹) که ساختار کارآفرینی و باز بودن مالی را تحت تأثیر قرار داده‌اند، صورت گرفته است.

فرایند انتخاب نمونه نهایی در یک فرایند چهار مرحله‌ای انجام شد. ابتدا، با توجه به اینکه برای ۱۸۲ کشور دو متغیر اصلی یعنی شاخص KAOPEN (باز بودن مالی) و شاخص WGI (حکمرانی جهانی) در دسترس بوده، دامنه اولیه پژوهش شامل ۱۸۲ کشور انتخاب شد. در مرحله دوم، به دلیل فقدان داده‌های

کامل شاخص کارآفرینی (NDB) برای بسیاری از کشورهای کم‌درآمد، تعداد کشورها به ۱۲۴ کاهش یافت. در مرحله سوم، با اعمال شرط وجود داده‌های کامل برای شش مؤلفه حکمرانی (WGI) در کل دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۲، تعداد کشورها به ۸۴ رسید. در مرحله چهارم، با لحاظ متغیرهای کنترلی، ۷۱ کشور واجد شرایط باقی ماندند؛ بر اساس طبقه‌بندی درآمدی بانک جهانی، کشورها بر اساس میانگین سه‌ساله تولید ناخالص داخلی سرانه به چهار گروه درآمدی کم‌درآمد، با درآمد متوسط رو به پایین، با درآمد متوسط رو به بالا و با درآمد بالا تقسیم می‌شوند. در این پژوهش، کلیه کشورهایی که در سال پایه (۲۰۱۹، به عنوان سال میانی دوره) در گروه با درآمد بالا قرار داشتند، به عنوان کشورهای توسعه‌یافته تلقی شده‌اند و مابقی کشورها (شامل سه گروه دیگر) به عنوان کشورهای در حال توسعه طبقه‌بندی شده‌اند. فهرست ۳۸ کشور توسعه‌یافته و ۳۳ کشور در حال توسعه به ترتیب در پی‌نوشت ۳ و ۴ ارائه شده است.

۳-۲. الگوی تحقیق، تعریف متغیرها و منابع داده‌ها

الگوی اصلی پژوهش با الهام از مطالعات گریگوری و همکاران (۲۰۱۹)، دوتا و میرکس (۲۰۲۱) و آجیده و اوجینکا (۲۰۲۲) و بر اساس مدل اقتصادسنجی داده‌های پانل پویا به شرح زیر تصریح می‌شود:

$$NDB_{it} = f\ (FO_{it}, WGI_{it}, \boldsymbol{WGI_{it}.FO_{it}}, Xit) \qquad (۱)$$

که در آن i و j به ترتیب بیانگر کشور و زمان هستند. علاوه بر این NDB بیانگر شاخص کارآفرینی به عنوان متغیر وابسته است متغیرهای FO و WGI به ترتیب بیانگر درجه باز بودن مالی و شاخص حکمرانی است. متغیر X هم بیانگر متغیرهای کنترلی تحقیق شامل اعتبارات، درجه باز بودن تجاری، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نرخ رشد تولید سرانه می‌باشد. متغیر $WGI_{it}.FO_{it}$ هم بیانگر اثر تعاملی درجه باز بودن مالی با شاخص حکمرانی اقتصادی است. جدول (۲) متغیرهای تحقیق را به همراه تعریف عملیاتی آنها و پایگاه داده مربوطه نشان می‌دهد.

جدول (۲). تعاریف عملیاتی متغیرهای مورد استفاده در مدل.

متغیر	نوع متغیر	نماد	توضیح	منبع
کارآفرینی	متغیر وابسته	NBD	معیار شاخص کارآفرینی همان معیار تراکم کسب‌وکارهای جدید است که بیانگر تعداد شرکت‌های با مسئولیت محدود تازه ثبت شده در هر ۱۰۰۰ نفر در سن کار است	بانک جهانی
درجه باز بودن مالی	مستقل	FO	برای باز بودن مالی از شاخص چن-ایتو (KAOPEN) استفاده شده است. این شاخص درجه باز بودن حساب سرمایه یک کشور را اندازه‌گیری می‌کند و بر مبنای متغیرهای مجازی باینری محاسبه می‌شود به طوری که محدودیت‌های مربوط به تراکنش‌های مالی فرامرزی گزارش‌شده در گزارش سالانه صندوق بین‌المللی پول در مورد ترتیبات ارزی و محدودیت‌های ارزی (AREAER) را کدگذاری می‌کنند.	صندوق بین‌المللی پول
کیفیت حکمرانی	تعدیلگر	WGI	شاخص حکمرانی جهانی شامل شش زیرشاخص به شرح حق اظهارنظر و پاسخگویی، اثربخشی دولت، حاکمیت قانون، کیفیت قوانین و مقررات، کنترل فساد و ثبات سیاسی محاسبه می‌شود.	بانک جهانی
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	کنترلی	FDI	خالص جریان ورود سرمایه به کشور به صورت درصدی از GDP	بانک جهانی
درجه باز بودن تجارت	کنترلی	open	مجموع صادرات و واردات به GDP	بانک جهانی
اعتبارات	کنترلی	DC	نسبت اعتبارات اعطایی بانک‌ها به بخش خصوصی به GDP	بانک جهانی
رشد	کنترلی	g	نرخ رشد سالانه GDP	بانک جهانی

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در رویکردهای متعارف اثرات ثابت یا تصادفی مسئله درونزایی درنظر گرفته نمی‌شود و یا اینکه موجب حذف تورش متغیر و خطای اندازه‌گیری می‌شود لذا در این مطالعه از رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برای تخمین مدل استفاده می‌شود. در تبیین ارتباط میان بازبودن مالی، کیفیت حکمرانی و توسعهٔ کارآفرینی، توجه به مبانی نظری درون‌زایی متغیرها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که در بخش بعدی ارائه شده است.

۳-۳. مبانی نظری درون‌زایی متغیرهای الگو

در این پژوهش، سه رویکرد تئوریک بنیادین، شکل‌گیری درون‌زایی میان متغیرهای الگو را توجیه می‌کنند که در ادامه به ترتیب تبیین می‌شوند. نخستین منبع نظری درون‌زایی، پدیدهٔ علیت معکوس است که بر پایهٔ فرضیهٔ تقاضای پیشرو و اقتصاد سیاسی نهادها شکل می‌گیرد. از منظر تئوریک، رابطهٔ میان توسعهٔ مالی (یا باز بودن مالی) و کارآفرینی یک رابطهٔ یک‌سویه نیست؛ بلکه بر اساس فرضیهٔ تقاضای پیشرو، این رشد بخش واقعی اقتصاد و ظهور کارآفرینان نوآور است که تقاضا برای خدمات مالی مدرن و سرمایه‌های بین‌المللی را ایجاد می‌کند. به عبارت دیگر، افزایش تراکم کسب‌وکارهای جدید و گسترش فعالیت‌های کارآفرینانه، فشار مضاعفی بر سیاست‌گذاران وارد می‌آورد تا محدودیت‌های حساب سرمایه را حذف کرده و درجهٔ بازبودن مالی را ارتقا دهند. از سوی دیگر، بر مبنای نظریات اقتصاد سیاسیِ نهادها (همانند رویکرد عجم‌اوغلو و رابینسون)، کارآفرینان موفق با انباشت ثروت، به بازیگران قدرتمندی تبدیل می‌شوند که می‌توانند از طریق چانه‌زنی بر کیفیت حکمرانی تأثیر گذارند و خواستار حاکمیت قانون، حقوق مالکیت قوی‌تر و کاهش فساد برای محافظت از منافع خود شوند. بنابراین، کارآفرینی نه‌تنها متأثر از بازبودن مالی و کیفیت نهادی است، بلکه خود به صورت درون‌زا موتور محرک آزادسازی مالی و اصلاحات نهادی به‌شمار می‌رود.

دومین منبع نظری درون‌زایی به تورش متغیرهای حذف‌شده و ناهمگنی‌های مشاهده‌نشده باز می‌گردد. تئوری‌های نهادگرایی فرهنگی و جامعه‌شناختی تأکید دارند که عواملی با ریشه‌های عمیق تاریخی و فرهنگی همچون روحیهٔ خطرپذیری، سرمایهٔ اجتماعی، فرهنگ تساهل نسبت به شکست و نگرش جامعه به نوآوری وجود دارند که در مدل‌های اقتصادسنجی به‌سختی قابل‌سنجش هستند. این

متغیرهای مشاهده‌نشده، به‌طور همزمان هم بر تمایل سیاست‌مداران برای ادغام در بازارهای مالی جهانی (بازبودن مالی) تأثیر می‌گذارند و هم نرخ کسب‌وکارهای جدید (کارآفرینی) را تعیین می‌کنند. از این رو، نادیده‌گرفتن این ناهمگنی‌های ساختاری مختص هر کشور، از نظر تئوریک به همبستگی میان جزء اخلال الگو و متغیرهای توضیحی انجامیده و درون‌زایی ایجاد می‌کند.

سومین منبع درون‌زایی، پدیدهٔ پویایی مسیر تکاملی کارآفرینی است. بر مبنای تئوری‌های اقتصاد تکاملی، کارآفرینی پدیده‌ای وابسته به مسیر به‌شمار می‌رود؛ به‌گونه‌ای که وجود اثرات سرریز دانش و صرفه‌های ناشی از تجمع، نشان می‌دهد سطح کارآفرینی در دورهٔ جاری به‌شدت متأثر از سطح کارآفرینی در دوره‌های گذشته است. حضور متغیر وابسته با وقفه در سمت راست مدل پویا، از نظر ریاضی با اثرهای ثابت مقطعی همبستگی پیدا کرده و به تورش درون‌زایی منجر می‌شود که به‌نوبهٔ خود استفاده از روش‌های استاندارد پانل (نظیر اثرات ثابت و تصادفی) را از نظر تئوریک و آماری نامعتبر می‌سازد.

با توجه به این پایه‌های نظری مستحکم، به‌کارگیری مدل‌سازی پویای پانل و به‌طور خاص برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ سیستمی دومرحله‌ای بلوندل و باند (۱۹۹۸) به‌عنوان یک ضرورت روش‌شناختی برای کنترل درون‌زایی‌های سه‌گانه مطرح می‌شود تا با بهره‌گیری از ابزارهای درونی (وقفه‌های متغیرها)، استنتاج علّی دقیق‌تری حاصل گردد.

۳-۴. روش برآوردGMM سیستمی

با توجه به وجود متغیر وابسته با وقفه در سمت راست الگو و احتمال بروز همبستگی میان اثرات مشاهده نشده در سطح پانل و وقفه متغیر وابسته، استفاده از رویکردهای متعارف اثرات ثابت یا تصادفی منجر به تورش و ناسازگاری برآوردها می‌گردد. در ادبیات اقتصادسنجی پانل پویا، دو رویکرد اصلی GMM تفاضلی (Difference GMM) (آرلانو و باند (Arellano & Bond)، ۱۹۹۱) و GMM سیستمی (بلوندل و باند (Blundell & Bond)، ۱۹۹۸) برای تخمین مدل‌های دارای وقفه متغیر وابسته و درون‌زایی وجود دارد. در این مطالعه برای برآورد الگوی پژوهش، از برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی دومرحله‌ای که توسط بلوندل و باند (۱۹۹۸) توسعه‌یافته، استفاده شده است. انتخاب روش سیستمی در

مقایسه با روش تفاضلی، به این دلیل است که متغیرهای نهادی نظیر شاخص حکمرانی معمولاً در طول زمان تغییرات کندی دارند (پایداری بالا) و روش سیستمی با بهره‌گیری هم‌زمان از معادلات در سطح و تفاضل، مشکل «ابزارهای ضعیف» را برطرف نموده و کارایی برآورد را به میزان قابل توجهی افزایش می‌دهد. به‌منظور رفع مشکل تورش رو به پایین خطاهای معیار که معمولاً در برآوردگرهای دومرحله‌ای در نمونه‌های محدود رخ می‌دهد، از تصحیح نمونه محدود ویندمایر بهره گرفته شده است تا استنتاج آماری با دقت و استواری بالایی صورت پذیرد.

علاوه بر این، یکی از چالش‌های اساسی مدل‌های GMM تکثیر بی‌رویه ابزارهاست که می‌تواند توان آزمون هانسن را تضعیف کرده و به برازش بیش‌ازحد متغیرهای درون‌زا منجر شود. برای کنترل این ریسک، با پیروی از توصیه‌های رودمن (Roodman) (۲۰۰۹)، از رویکرد تجمیع ابزارها استفاده گردید. با این استراتژی، اطمینان حاصل شد که در تمامی الگوهای برآورد شده، تعداد ابزارها به‌طور اکید کمتر از تعداد مقاطع (کشورها) باقی بماند. در فرایند تخمین، متغیرهای بالقوه درون‌زا با وقفه‌های مرتبه اول و بالاترِ خودِ متغیرها در سطح و تفاضل ابزارسازی شدند و از متغیرهای کنترلی برون‌زا صرفاً به‌عنوان ابزارهای استاندارد استفاده گردید. صحت تصریح این ساختار از طریق آزمون‌های تشخیصی عدم خودهمبستگی مرتبه دوم ((AR(2)) و آزمون اعتبار ابزارهای هانسن (Hansen J-Test) در جداول نتایج تأیید شده است.

۳-۵. توصیف داده‌های آماری

آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش در جدول (۳) نشان داده می‌شود. همچنین به منظور مقایسه وضعیت کشورهای منتخب، نمودار (۱) میانگین متغیرهای تحقیق را برای این دو گروه نشان می‌دهد.

جدول (۳). آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر		میانگین		انحراف معیار		حداکثر		حداقل	
		درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته
کارآفرینی		۱/۹۳	۵/۹۳	۲/۳۹	۶/۰۵	۱۲/۷۸	۳۸/۱۹	۰/۰۱۸	۰/۰۴۱
درجه باز بودن مالی		۰/۴۲	۰/۹۱	۰/۳۱۷	۰/۳۵۴	۱	۱	۰	۰/۱۶
شاخص حکمرانی	مسئولیت و پاسخگویی	۴۲/۳۱	۷۶/۷۳	۱۵/۲۳	۱۸/۴۸	۸۲/۶۰	۱۰۰	۵/۳۱	۷/۷۲
	ثبات سیاسی	۴۷/۱۶	۷۷/۶۲	۱۶/۸۶	۱۶/۲۳	۸۵/۴۳	۱۰۰	۶/۱۳	۱۴/۱۵
	اثربخشی دولت	۴۱/۰۱	۷۵/۰۵	۱۵/۶۱	۱۹/۲۴	۸۷/۲۶	۱۰۰	۲/۹	۱۱/۰۰
	کیفیت نظارت	۳۲/۵۱	۶۹/۰۵	۱۹/۴۳	۱۹/۸۶	۹۱/۰۳	۱۰۰	۰/۴۷	۹/۰۰
	قوانین و مقررات	۴۶/۹۹	۷۹/۷۰	۱۶/۰۸	۱۴/۷۶	۸۸/۶۷	۱۰۰	۳/۹۲	۱۲/۲۶
	کنترل فساد	۴۱/۲۷	۶۸/۹۷	۲۱/۱۵	۲۷/۶۱	۹۴/۲۸	۱۰۰	۴/۶۹	۸/۶۹
لگاریتم درآمد سرانه		۲/۶۷	۱/۴۱	۴/۳۲	۴/۱۵	۳۳/۰۳	۲۳/۴۴	-۲۲/۷۴	-۱۸/۹۴
باز بودن تجارت		۷۱/۴۷	۱۱۹/۴۱	۳۴/۴۴	۷۶/۵۳	۲۰۲/۵۷	۴۴۲/۶۲	۲۲/۱۰	۲۴/۳۹
اعتبارات داخلی به GDP		۴۸/۴۳	۹۰/۷۹	۳۲/۹۶	۴۶/۸۰	۱۹۴/۶۷	۲۶۴/۴۴	۸/۰۷	۳/۵۳
ورود FDI به GDP		۳/۰۴	۱۲/۱۴	۲/۶۵	۴۴/۲۳	۲۳/۵۳	۴۳۳/۸۶	-۵/۶۷	-۴۰/۲۶

مأخذ: یافته‌های تحقیق

طبق نمودار (۱) و جدول (۳)، میانگین شاخص کسب و کارهای جدید به عنوان معیاری از کارآفرینی در کشورهای توسعه‌یافته (با نسبت ۵/۹۳) بیشتر از کشورهای درحال توسعه (با نسبت ۱/۹۳) است این در حالی است که شاخص کارآفرینی نوپا (TEA)، که توسط دیده‌بان جهانی کارآفرینی (GEM) گزارش می‌شود، در کشورهای در حال توسعه بیشتر از توسعه‌یافته است به دلیل آنکه کارآفرینی ضرورت‌گرا را در بر دارد. از این‌رو در این مطالعه به منظور بررسی دقیق‌تر، از شاخص کارآفرینی بانک جهانی به جای معیار GEM استفاده شده است که معیاری از درجه رونق کسب‌وکارهای بخش خصوصی است.



نمودار (۱). مقایسه میانگین متغیرهای تحقیق برای دو گروه کشورهای منتخب

علاوه بر این برای شاخص باز بودن مالی که از معیار چن ایتو (KAOPEN) استفاده شده است که به بین ۰ و ۱ نرمالایز شده است؛ میانگین این شاخص نیز در کشورهای توسعه‌یافته (با شاخص ۰/۹۱) بیشتر از کشورهای در حال توسعه (با شاخص ۰/۴۲) است. در واقع کمترین این شاخص صفر بوده که مربوط به کشورهایی نظیر آرژانتین و غنا است. در مقابل کشورهای توسعه‌یافته نظیر استرالیا، اتریش، بلژیک، فرانسه دارای بالاترین شاخص باز بودن مالی (۱) هستند. شاید بتوان گفت باز بودن مالی ارتباط مستقیمی با سطح توسعه یافتگی اقتصادی و نهادی داشته باشد، چرا که کشورهای توسعه‌یافته از لحاظ مؤلفه‌های شاخص حکمرانی به‌مراتب قوی‌تر از کشورهای در حال توسعه هستند. تفسیر بیشتر از این موضوع در بخش برآورد الگوی پژوهش ارائه شده است.

۳-۶. بررسی وابستگی مقطعی و آزمون مانایی

پیش از بررسی مانایی متغیرها، با توجه به درهم‌تنیدگی اقتصادهای جهانی و وقوع شوک‌های مشترک و سیستمی نظیر بحران مالی جهانی (۲۰۰۸) و پاندمی کووید-۱۹ در طول دوره مورد بررسی (۲۰۰۶-۲۰۲۲)، بررسی وجود وابستگی مقطعی میان ۷۱ کشور منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه الزامی

است. نادیده گرفتن وابستگی مقطعی در داده‌های تابلویی کلان می‌تواند منجر به تورش شدید در نتایج آزمون‌های ریشه واحد نسل اول (نظیر LLC وIPS) شود. به همین منظور، برای بررسی استقلال یا وابستگی مقاطع، از آزمون وابستگی مقطعی (CD) پسران (۲۰۰۴) استفاده گردید (جدول ۴).

جدول (۴). نتایج آزمون وابستگی مقطعی مقطعی (CD) پسران (۲۰۰۴)

متغیر	نماد	آماره CD	مقدار احتمال (P-value)	نتیجه
کارآفرینی	NDB	۱۸/۴۵	۰/۰۰۰	وجود وابستگی مقطعی
درجه باز بودن مالی	FO	۲۲/۳۱	۰/۰۰۰	وجود وابستگی مقطعی
کیفیت حکمرانی (میانگین)	WGI	۳۵/۱۲	۰/۰۰۰	وجود وابستگی مقطعی
ورود سرمایه‌گذاری خارجی	FDI	۱۴/۶۷	۰/۰۰۰	وجود وابستگی مقطعی
باز بودن تجارت	Open	۴۱/۰۵	۰/۰۰۰	وجود وابستگی مقطعی
رشد اقتصادی	g	۲۸/۱۹	۰/۰۰۰	وجود وابستگی مقطعی
اعتبارات داخلی	DC	۳۰/۸۸	۰/۰۰۰	وجود وابستگی مقطعی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

همان‌گونه که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، مقدار احتمال برای تمامی متغیرهای پژوهش کمتر از سطح خطای ۰/۰۱ است. بنابراین، فرض صفر مبنی بر استقلال مقطعی (عدم وابستگی) به‌شدت رد شده و وجود وابستگی مقطعی معنادار میان کشورهای مورد مطالعه تأیید می‌گردد. با اثبات وجود این وابستگی، استفاده از آزمون‌های ریشه واحد نسل اول فاقد اعتبار بوده و ضرورت استفاده از آزمون‌های ریشه واحد نسل دوم که وابستگی مقطعی را لحاظ می‌کنند نظیر آزمون CIPS پسران (۲۰۰۷)، کاملاً توجیه می‌پذیرد (جدول ۵).

جدول (۵). نتایج آزمون ریشه واحد پانلی CIPS پسران (۲۰۰۷)

متغیر	در سطح (Level)		در تفاضل اول (First Difference)		درجه انباشتگی
	آماره CIPS	سطح احتمال (P-value)	آماره CIPS	سطح احتمال (P-value)	
کارآفرینی	-۱/۰۵۳	۰/۴۵۲	-۳/۱۵۴	۰/۰۰۱	I(1)
درجه باز بودن مالی	-۱/۱۸۲	۰/۳۸۵	-۴/۲۵۱	۰/۰۰۰	I(1)
کیفیت حکمرانی	-۱/۶۵۴	۰/۱۸۵	-۴/۱۰۸	۰/۰۰۰	I(1)
ورود سرمایه خارجی	-۱/۷۲۱	۰/۱۵۰	-۴/۵۵۲	۰/۰۰۰	I(1)
اعتبارات داخلی	-۱/۵۵۸	۰/۲۱۰	-۳/۹۵۷	۰/۰۰۰	I(1)
باز بودن تجارت	-۱/۴۸۲	۰/۲۴۵	-۴/۳۰۵	۰/۰۰۰	I(1)
رشد اقتصادی	-۱/۳۵۰	۰/۳۱۰	-۵/۱۰۲	۰/۰۰۰	I(1)

در آزمون CIPS، مقادیر بحرانی معمولاً در محدوده منفی (به‌عنوان مثال در حدود ۲/۱۰- تا ۲/۳۰- برای سطح اطمینان ۵ درصد) قرار دارند. بنابراین، آماره‌های بزرگ‌تر از مقدار بحرانی (بیشتر به سمت صفر یا مثبت) نشان‌دهنده عدم رد فرض صفر (نامانا بودن) و آماره‌های به‌شدت منفی نشان‌دهنده رد فرض صفر (مانا بودن) هستند. بر اساس نتایج جدول (۵)، آماره‌های CIPS برای تمامی متغیرها در حالت «سطح» از مقادیر بحرانی مربوطه بزرگ‌تر هستند؛ بنابراین، فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد نمی‌شود و متغیرها در سطح نامانا هستند. با این حال، پس از یک‌بار تفاضل‌گیری، آماره‌های CIPS برای تمامی متغیرها به‌شدت منفی و معنادار شده و مقادیر احتمال آن‌ها به کمتر از ۰/۰۱ تقلیل یافته است. این امر به‌وضوح اثبات می‌کند که تمامی متغیرهای الگو در تفاضل مرتبه اول مانا شده و همگی از درجه انباشتگی یک یا I(1) برخوردارند.

به رغم آنکه نتایج آزمون وابستگی مقطعی و ریشهٔ واحد CIPS بیانگر آن است که همهٔ متغیرهای الگو در سطح نامانا بوده و پس از یک‌بار تفاضل‌گیری، در سطح اطمینان ۱ درصد مانا می‌شوند؛ با این حال برخلاف الگوهای ایستا همچون OLS یا اثرات ثابت که استفاده از متغیرهای نامانا در آن‌ها به رگرسیون کاذب می‌انجامد، در مدل‌های پویای تابلویی مبتنی بر GMM، شرط مانایی در سطح الزامی نیست. برآوردگر GMM سیستمی (بلوندل و باند، ۱۹۹۸) ذاتاً برای مواجهه با داده‌های با ماندگاری

بالا و فرایندهای I(1) توسعه یافته است و ساختار تفاضلی الگو به‌طور خودکار متغیرهای نامانا را به متغیرهای مانا در تفاضل اول تبدیل کرده و از وقفه‌های مناسب (در سطح و تفاضل) به‌عنوان ابزارهای درونی استفاده می‌کند. بنابراین، نامانا بودن متغیرها در سطح نه‌تنها محدودیتی ایجاد نمی‌کند، بلکه کاربرد برآوردگر GMM سیستمی دومرحله‌ای را به‌عنوان بهینه‌ترین و سازگارترین روش تخمین توجیه می‌نماید. همچنین، آزمون‌های تشخیصی خودهمبستگی آرلانو-باند (عدم وجود خودهمبستگی مرتبهٔ دوم) و آزمون هانسن (اعتبار ابزارها) که در جداول ۷ و ۸ گزارش شده‌اند، صحت تصریح مدل و اعتبار ابزارسازی متغیرهای I(1) را تأیید می‌کنند.

در این پژوهش برای جلوگیری از خطای هم‌خطی شدید، شش زیرشاخص حکمرانی جهانی به صورت تفکیک‌شده و مجزا در قالب شش معادله مستقل برآورد شده‌اند، با این حال، جدول (۶) ماتریس همبستگی پیرسون و مقادیر شاخص عامل تورم واریانس (VIF) را برای کل متغیرهای مدل نشان می‌دهد.

جدول (۶). ماتریس همبستگی پیرسون و شاخص هم‌خطی (VIF)

متغیر	FO	WGI	g	Open	DC	FDI	شاخص VIF
باز بودن مالی (FO)	۱/۰۰						۱/۴۵
کیفیت حکمرانی (WGI)	۰/۴۲	۱/۰۰					۱/۷۲
رشد اقتصادی (g)	۰/۱۵	۰/۲۸	۰۰/۱				۱/۱۸
باز بودن تجارت (Open)	۰/۳۱	۰/۳۵	۲۲/۰	۱/۰۰			۱/۵۲
اعتبارات داخلی (DC)	۰/۳۸	۰/۴۸	۱۱/۰	۰/۲۵	۱/۰۰		۱/۶۸
ورود سرمایه (FDI)	۰/۲۴	۰/۲۰	۱۸/۰	۰/۳۱	۰/۱۴	۱/۰۰	۱/۲۲
میانگین شاخص VIF							۱/۴۶

نکته: متغیرها مطابق با تعاریف جدول (۲) پیاده‌سازی شده‌اند. سنجه WGI در این جدول به‌منظور بررسی کلان، بر اساس میانگین سنجه‌های شش‌گانه حکمرانی لحاظ شده است.

تحلیل آمارهای جدول (۵) نشان می‌دهد که بالاترین میزان همبستگی زوجی مربوط به رابطه میان کیفیت حکمرانی و حجم اعتبارات داخلی به بخش خصوصی (۰/۴۸) است که از نظر تئوریک کاملاً منطقی است، چرا که محیط‌های حقوقی باثبات، کارایی نظام بانکی را ارتقا می‌دهند. مهم‌تر از آن، محاسبات شاخص VIF آشکار می‌سازد که حداکثر مقدار این سنجه برابر با ۱/۷۲ (برای متغیر

حکمرانی) و میانگین کل آن معادل ۱/۴۶ است. از آنجا که تمامی این مقادیر به‌طور چشمگیری کمتر از آستانه بحرانی متعارف در اقتصادسنجی (یعنی عدد ۱۰ یا حتی آستانه سخت‌گیرانه ۵) قرار دارند، فرض وجود هم‌خطی چندگانه مضر در مدل‌ها با قاطعیت رد شده و صلاحیت داده‌ها برای ورود به ساختار برآورد پویای GMM تأیید می‌گردد.

۴. یافته‌های تحقیق

۴-۱. نتایج برآورد برای کل کشورهای منتخب

جدول زیر نتایج برآورد الگوی تعمیم یافته با لحاظ تمامی متغیرهای کنترلی و نیز با لحاظ اثرات تعاملی باز بودن مالی با شاخص‌های حکمرانی برای کل کشورهای منتخب را برای دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۲ نشان می‌دهد. شایان ذکر است با توجه به اینکه شاخص حکمرانی دارای ۶ زیرشاخص است و در هر الگوی جداگانه یکی از مؤلفه‌های مربوطه اضافه شده است از این‌رو عملاً نتایج الگو در قالب شش مدل در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۷). نتایج برآورد الگوی تحقیق (کل نمونه منتخب)

	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
وقفه کارآفرینی	۰/۶۸۴***	۰/۴۲***	۰/۷۱۲***	۰/۷۰۵***	۰/۷۳۵***	۰/۶۹۸***
	(۰/۰۴۲)	(۰/۰۴۵)	(۰/۰۴۰)	(۰/۰۳۸)	(۰/۰۳۵)	(۰/۰۴۰)
باز بودن مالی	۰/۱۴۲***	۰/۱۱۵***	۰/۱۶۵***	۰/۱۷۸***	۰/۱۵۲***	۰/۱۴۸***
	(۰/۰۴۸)	(۰/۰۴۸)	(۰/۰۵۲)	(۰/۰۵۵)	(۰/۰۴۸)	(۰/۰۴۵)
حکمرانی	۰/۰۷۸**	۰/۰۴۲*	۰/۱۲۵***	۰/۱۵۲***	۰/۱۶۵***	۰/۱۳۸***
	(۰/۰۳۵)	(۰/۰۲۵)	(۰/۰۴۵)	(۰/۰۵۰)	(۰/۰۵۵)	(۰/۰۴۲)
FO × GI	۰/۰۴۸*	۰/۰۳۵	۰/۰۷۲*	۰/۰۸۵*	۰/۰۷۸*	۰/۰۶۵*
	(۰/۰۱۲)	(۰/۰۱۵)	(۰/۰۱۸)	(۰/۰۲۰)	(۰/۰۱۸)	(۰/۰۱۵)
لگاریتم درآمدسرانه	۱/۲۴***	۱/۱۸***	۱/۳۵***	۱/۳۱***	۱/۴۲***	۱/۲۸***
	(۰/۳۸۵)	(۰/۳۵۲)	(۰/۳۸۰)	(۰/۳۷۵)	(۰/۳۵۲)	(۰/۳۹۲)

	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
تجارت	۰/۰۱۱***	۰/۰۱۴***	۰/۰۱۰***	۰/۰۱۳***	۰/۰۱۱***	۰/۰۱۲***
	(۰/۰۰۲)	(۰/۰۰۳)	(۰/۰۰۲)	(۰/۰۰۳)	(۰/۰۰۲)	(۰/۰۰۲)
اعتبارات	۰/۰۴۲***	۰/۰۳۸***	۰/۰۴۵***	۰/۰۴۲***	۰/۰۴۸***	۰/۰۴۰***
	(۰/۰۱۰)	(۰/۰۱۰)	(۰/۰۱۲)	(۰/۰۱۱)	(۰/۰۱۲)	(۰/۰۱۰)
FDI	۰/۰۴۵***	۰/۰۴۲***	۰/۰۴۸***	۰/۰۵۲***	۰/۰۴۵***	۰/۰۴۲***
	(۰/۰۱۲)	(۰/۰۱۲)	(۰/۰۱۵)	(۰/۰۱۵)	(۰/۰۱۲)	(۰/۰۱۲)
AR(1) (p-val)	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
AR(2) (p-val)	۰/۴۸۵	۰/۵۱۲	۰/۵۵۲	۰/۵۲۵	۰/۴۹۲	۰/۵۲۰
آزمون هانسن	۰/۳۴۰	۰/۲۸۵	۰/۴۱۲	۰/۳۸۵	۰/۴۸۲	۰/۳۶۵
آماره آزمون والد (Wald χ^2)	***۲۴۵/۸	***۲۱۲/۵	***۲۶۸/۴	***۲۵۴/۱	***۲۸۹/۶	***۲۳۹/۲
آزمون تفاضلی هانسن (p-val)	۰/۲۹۵	۰/۳۱۰	۰/۳۸۰	۰/۴۱۵	۰/۳۴۲	۰/۲۸۸
تعداد ابزارها	۳۲	۳۲	۳۲	۳۲	۳۲	۳۲
تعداد کشورها	۷۱	۷۱	۷۱	۷۱	۷۱	۷۱

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نکته۱: اعداد داخل پرانتز بیانگر انحراف معیار است. علامت‌های * بیانگر معناداری در سطح ۱۰٪ ؛ **، معناداری در سطح ۵٪ ؛ ***، معناداری در سطح ۱٪؛

نکته۲: در مدل‌های ۱ تا ۶ مؤلفه‌های حکمرانی به ترتیب شامل پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، کیفیت نظارت، قوانین و مقررات و کنترل فساد است؛

نکته ۳: معناداری آماری آزمون والد در سطح ۱ درصد است. مقادیر احتمال بالای ۰/۱۰ در آزمون تفاضلی هانسن، صحت شرایط گشتاوری زیرمجموعهٔ ابزارهای معادلهٔ سطح را تأیید می‌کند.

مطابق جدول (۷)، تأیید فرضیه صفر در آزمون AR(1) و عدم تأیید فرضیه صفر در آزمون AR(2) بیانگر این هستند که اعتبار الگو تأیید می‌شود ضمن اینکه عدم تأیید فرضیه صفر در آزمون هانسن بیانگر معتبر بودن ابزارها است. علاوه بر این در همهٔ الگوهای کل و زیرنمونه‌ها، قاعده اکید کمتر بودن تعداد

ابزارها از تعداد کشورها به‌طور کامل رعایت گردیده و اصالت آماره‌های هانسن تضمین شده است. همچنین دو آزمون تکمیلی ساختاری برای تضمین صحت برآوردها ارائه شده است. نخست، آزمون والد است که فرض صفرِ عدم معناداری هم‌زمان همهٔ متغیرهای مستقل الگو را به آزمون می‌گذارد. آماره این آزمون مطابق جدول (۶) نشان‌دهنده حسن برازش و صلاحیت ساختاری کل الگو در تبیین تغییرات متغیر وابسته است؛ دوم، آزمون تفاضلی هانسن است که وزن بالایی در برآوردگرهای GMM سیستمی دارد. از آن‌جا که روش سیستمی علاوه بر ابزارهای استاندارد معادلهٔ تفاضلی، از تفاضل‌های با وقفه به‌عنوان ابزار برای معادله در سطح بهره می‌گیرد، آزمون تفاضلی هانسن به‌طور ویژه فرض صفرِ برون‌زایی این زیرمجموعهٔ خاص از ابزارها را بررسی می‌کند. عدم رد فرض صفر اثبات می‌کند که گشتاورهای اضافی معادلهٔ سطح کاملاً معتبر بوده و با جزء اخلال‌ناپذیر الگو هم‌بستگی ندارند، که این امر اصالت برآورد سیستمی را تضمین می‌نماید.

بر اساس نتایج جدول (۷) مشاهده می‌شود که در گروه کشورهای منتخب (کل کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه)، اولاً درجه باز بودن مالی دارای تأثیر مثبت و معنادار بر کارآفرینی است که این موضوع در راستای تحلیل پان و همکاران (۲۰۲۵) و لارین و استامپنر (۲۰۱۷) می‌باشد که بر این موضوع تأکید داشتند که باز بودن مالی می‌تواند با تسهیل در ورود جریان سرمایه خارجی و شرکت‌های چند ملیتی در بازارهای داخلی و نیز احتمال کاهش هزینه تأمین مالی کسب و کارها، زمینه را برای بهره‌مندی سرمایه‌گذاران و کارآفرینان از فناوری‌ها و تکنولوژی جدید با هزینه پایین فراهم می‌کند و همچنین از رویکردهای اوزوک (۲۰۱۵)، موشیریان (۲۰۲۱) و بائو و ماترای (۲۰۲۳) حمایت می‌کند که بیان می‌کنند همگرایی بازارهای مالی داخلی با بازارهای مالی جهانی امکان تخصیص کارآمد منابع، تنوع‌بخشی پرتفوی و کنترل ریسک را افزایش می‌دهد و از این طریق می‌تواند منابع خارجی برای تأمین سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری‌های توسعه‌ای کارآفرینان را هدایت نماید.

نتایج جدول (۶) همچنین نشان می‌دهد که شش مؤلفه حکمرانی جهانی (WGI) تأثیر مثبت و معناداری بر کارآفرینی در کل نمونه کشورهای منتخب دارند. این یافته با مطالعات پیشین (سوبل، ۲۰۰۸؛ کافمن و لافاره، ۲۰۲۱؛ یوسف و همکاران، ۲۰۱۸؛ چاودری و همکاران، ۲۰۱۹؛ آدرچ، ۲۰۲۳) همسو است. با این حال، تحلیل دقیق‌تر ضرایب نشان می‌دهد که شدت تأثیر مؤلفه‌های

حکمرانی یکسان نیست:

• مؤلفه «کیفیت نظارت» (مدل ۴) با ضریب ۰/۱۵۲ و «قوانین و مقررات» (مدل ۵) با ضریب ۰/۱۶۵ بیشترین تأثیر را بر کارآفرینی دارند. این یافته حاکی از آن است که در میان شش مؤلفه، چارچوب نظارتی کارآمد و کیفیت قوانین (شامل سهولت ثبت شرکت، حمایت از حقوق مالکیت و شفافیت قراردادها) مهم‌ترین پیش‌شرط‌های نهادی برای توسعه فعالیت‌های کارآفرینانه محسوب می‌شوند؛

• در مقابل، مؤلفه «ثبات سیاسی» (مدل ۲) با ضریب ۰/۰۴۲ کمترین تأثیر مستقیم را بر کارآفرینی دارد. این مشاهده را می‌توان از دو منظر تفسیر کرد: نخست اینکه در نمونه کل کشورها (گروه توسعه‌یافته و در حال توسعه)، دامنه تغییرات ثبات سیاسی بسیار بالاست و ممکن است اثر آن به صورت غیرخطی (مثلاً از طریق آستانه) ظاهر شود؛ دوم اینکه تأثیر ثبات سیاسی بر کارآفرینی احتمالاً غیرمستقیم و از طریق جذب سرمایه‌گذاری خارجی و کاهش ریسک کشور صورت می‌گیرد. با وجود ضریب کوچک‌تر، معناداری آماری این مؤلفه در سطح ۱۰ درصد نشان‌دهنده اهمیت آن است؛

• مؤلفه‌های «پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری» (مدل ۱) و «کنترل فساد» (مدل ۶) با ضرایب ۰/۰۷۸ و ۰/۱۳۸ در دامنه متوسط تأثیر قرار دارند. این الگو نشان می‌دهد شفافیت و پاسخگویی دولت هرچند مهم است، اما نسبت به کیفیت قوانین و نظارت (مدل‌های ۴ و ۵) تأثیر کمتری بر تراکم کسب‌وکارهای جدید دارد. این یافته از آن جهت حائز اهمیت است که در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، اصلاحات در حوزه «پاسخگویی» زمان‌برتر از اصلاحات در حوزه «قوانین ثبت شرکت» است؛ در نتیجه تمرکز بر اصلاحات با بازده کوتاه‌مدت‌تر (مانند تسهیل مقررات کسب‌وکار) می‌تواند اثربخشی سیاستی بالاتری داشته باشد؛

• اثربخشی دولت (مدل ۳) با ضریب ۰/۱۲۵ در جایگاه سوم قرار دارد و نقش کارآمدی دولت در ارائه خدمات عمومی (مانند صدور مجوزها، نظام مالیاتی کارآمد و ثبات رویه‌های اداری) را در تشویق کارآفرینی تأیید می‌کند.

نتایج همچنین بیانگر این است که اثر تعاملی باز بودن مالی با شاخص‌های حکمرانی بر کارآفرینی دارای تأثیر مثبت و معنادار است به عبارت دقیق‌تر ضریب متغیر تعاملی (FO × WGI) برای پنج مؤلفه حکمرانی (به جز ثبات سیاسی) مثبت و معنادار است. این یافته بیانگر آن است که تأثیر باز بودن مالی

بر کارآفرینی به طور قابل توجهی به کیفیت نهادی کشورها وابسته است؛ به عبارت دیگر، باز بودن مالی به خودی خود نه مفید است و نه مضر، بلکه پیامدهای آن توسط بستر نهادی تعدیل می‌شود. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که شدت اثر تعاملی در مؤلفه‌های مختلف یکسان نیست. بیشترین ضریب تعاملی مربوط به «کیفیت نظارت» (مدل ۴ با ضریب ۰/۰۸۵) و «قوانین و مقررات» (مدل ۵ با ضریب ۰/۰۷۸) است. این الگو با یافته اثر مستقیم این مؤلفه‌ها همخوانی دارد و نشان می‌دهد که چارچوب نظارتی و قانونی نه تنها به صورت مستقیم کارآفرینی را تقویت می‌کند، بلکه مهم‌ترین نقش تعدیل‌گری را در تبدیل مزایای باز بودن مالی به فعالیت‌های کارآفرینانه ایفا می‌کند. در مقابل، اثر تعاملی «ثبات سیاسی» با ضریب ۰/۰۳۵ معنادار نشده است. این یافته قابل احتمالاً بیانگر این است که ثبات سیاسی بیشتر از طریق کانال‌های غیرتعاملی (مانند جذب سرمایه‌گذاری خارجی و مستقل از باز بودن مالی) بر کارآفرینی اثر می‌گذارد و نه از طریق تعدیل رابطه باز بودن مالی و کارآفرینی.

نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی در جدول (۶) نیز قابل تأمل است:

- اعتبارات داخلی(DC): ضریب این متغیر در تمام شش مدل مثبت و معنادار در سطح یک درصد است (با ضریب ۰/۰۳۸ تا ۰/۰۴۸). این یافته نشان می‌دهد که توسعه مالی (از کانال اعتبارات بانکی) همچنان یک عامل مهم و مستقل از باز بودن مالی در تبیین کارآفرینی است. شدت تأثیر اعتبارات (حدود ۰/۰۴) نسبت به اثر مستقیم باز بودن مالی (حدود ۰/۱۵) کوچک‌تر است، اما معناداری آن حاکی از نقش مکمل نظام بانکی در تأمین مالی کسب‌وکارهای جدید است؛
- باز بودن تجاری (Trade): ضریب این متغیر نیز مثبت و معنادار در سطح ۱ درصد است (با ضریب ۰/۰۱ تا ۰/۰۱۴). هرچند این ضرایب از لحاظ قدر مطلق کوچک به نظر می‌رسند، اما چون متغیر Trade به صورت نسبتی از GDP وارد مدل شده، تفسیر اقتصادی آن بدین معناست که افزایش ۱ واحد درصدی در نسبت تجارت به GDP با افزایش حدود ۰/۱ واحدی در تراکم کسب‌وکارهای جدید همراه است. این یافته با دیدگاه مثبت نسبت به باز بودن تجاری (دسترسی به بازارهای بزرگ‌تر، کاهش هزینه نهاده‌های واسطه‌ای) همسو است؛
- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI): ضریب FDI در همه مدل‌ها مثبت و معنادار در سطح ۱٪ است (۰/۰۴۲ تا ۰/۰۵۲). این یافته نشان می‌دهد که جریان ورودی FDI فراتر از کانال باز بودن مالی

می‌تواند از طریق سرریزهای فناوری، ایجاد بازارهای جدید و افزایش رقابت در بازار نهاده‌ها عمل کند. شدت تأثیر FDI (حدود ۰/۰۴۵) مشابه اعتبارات داخلی است، که نشان‌دهنده اهمیت متوازن تأمین مالی خارجی و داخلی برای کارآفرینی است؛

- لگاریتم درآمد سرانه (g): ضریب این متغیر در همه مدل‌ها مثبت و معنادار در سطح ۱٪ است (۱/۱۸ تا ۱/۴۲). این بزرگ‌ترین ضریب در میان متغیرهای کنترلی است که نشان می‌دهد سطح توسعه اقتصادی (درآمد سرانه) قوی‌ترین پیش‌بینی‌کننده تراکم کسب‌وکارهای جدید است. هر یک درصد افزایش در درآمد سرانه با حدود ۱/۲ تا ۱/۴ درصد افزایش در تراکم کسب‌وکارهای جدید همراه است. این یافته با نظریه «فرصت اقتصادی» همسو است: در کشورهای ثروتمندتر، تقاضا برای محصولات متنوع بیشتر، دسترسی به منابع مالی آسان‌تر و زیرساخت‌های تجاری توسعه‌یافته‌تر است.

۴-۲. نتایج برآورد به تفکیک گروه کشورها (تحلیل منطقه‌ای)

به منظور تبیین دقیق‌تر رابطه بین باز بودن مالی، کیفیت حکمرانی و کارآفرینی، نتایج برآورد مدل به صورت جداگانه برای دو گروه کشورهای توسعه‌یافته (۳۸ کشور) و در حال توسعه (۳۳ کشور) در جدول (۸) گزارش شده است. ابتدا تفاوت رفتار متغیر باز بودن مالی در دو گروه تحلیل می‌شود، سپس اثر شش مؤلفه حکمرانی به صورت تفکیک‌شده مورد مقایسه قرار می‌گیرد، در ادامه اثر تعاملی با تأکید بر نقش تعدیل‌گری هر مؤلفه تبیین می‌گردد و در نهایت نتایج متغیرهای کنترلی گزارش می‌شود.

الف) اثر باز بودن مالی بر کارآفرینی: مقایسه دو گروه کشورها

یافته‌های جدول (۷) نشان می‌دهد که رابطه بین درجه باز بودن مالی (FO) و کارآفرینی در دو گروه کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه متفاوت و در واقع معکوس است:

- در کشورهای توسعه‌یافته: ضرایب FO در تمام شش مدل مثبت و معنادار در سطح ۱٪ است (از ۰/۰۹۸ در مدل ۵ تا ۰/۲۲۵ در مدل ۴). این الگو با رویکرد «اثر مثبت باز بودن مالی» همسو است که بر کانال‌هایی مانند کاهش هزینه تأمین مالی، ورود سرمایه‌گذاری خارجی و شرکت‌های چندملیتی، و

بهره‌مندی کارآفرینان داخلی از سرریزهای نوآوری تأکید دارد (پان و همکاران، ۲۰۲۵؛ لارین و استامپنر، ۲۰۱۷؛ بائو و ماترای، ۲۰۲۳)؛

- در کشورهای در حال توسعه: به طور چشمگیری، ضرایب FO در تمام شش مدل منفی و معنادار است (از ۰/۰۸۵- تا ۰/۱۳۸-). این الگو نشان می‌دهد که در این گروه از کشورها، باز بودن مالی با سطوح پایین‌تری از کارآفرینی همراه است. این یافته با رویکردهایی همخوانی دارد که بر کانال‌های منفی سرایت ریسک و بحران‌های مالی (ادیسون و همکاران، ۲۰۰۲؛ استیگلیتز، ۲۰۰۰)، انحراف منابع به سمت فعالیت‌های رانت‌جویانه (کیم و همکاران، ۲۰۲۱؛ رودریک و سابرامانیان، ۲۰۰۹)، و تشدید بی‌ثباتی بانکی و نوسانات بازار سرمایه (لی و همکاران، ۲۰۲۴؛ گیانتی، ۲۰۰۷؛ کامینسکی و اشموکلر، ۲۰۰۸) تأکید می‌کنند.

بنابراین تفاوت ضرایب FO بین دو گروه کشورها (در توسعه‌یافته حدود ۰/۲ و در حال توسعه حدود ۰/۱-) از نظر آماری چشمگیر است که حاکی از آن است که همه کشورها نمی‌توانند به طور یکسان از مزایای باز بودن مالی بهره‌مند شوند. به عبارت دیگر، پیش‌شرط‌هایی مانند زیرساخت‌های نهادی قوی، بازارهای مالی عمیق و ثبات سیاسی هستند که تعیین می‌کنند باز بودن مالی با کارآفرینی رابطه مثبت داشته باشد یا منفی.

ب) اثر شش مؤلفه حکمرانی بر کارآفرینی: تحلیل تفکیکی و مقایسه دو گروه

نتایج جدول (۷) نشان می‌دهد که هر شش مؤلفه حکمرانی در هر دو گروه کشورها تأثیر مثبت بر کارآفرینی دارند، اما شدت تأثیر و سطح معناداری در دو گروه متفاوت است.

- **شدت تأثیر (اندازه ضرایب):** در تمام شش مؤلفه، ضرایب کشورهای توسعه‌یافته به طور قابل ملاحظه‌ای بزرگ‌تر از کشورهای در حال توسعه است (حدود ۲/۱ تا ۲/۹ برابر). این تفاوت با سطح بالاتر شاخص‌های حکمرانی در کشورهای توسعه‌یافته (میانگین حدود ۷۰ از ۱۰۰) نسبت به کشورهای در حال توسعه (میانگین کمتر از ۵۰) همسو است. به عبارت دیگر، کیفیت بالاتر نهادی اثرگذاری هر واحد بهبود در حکمرانی را چند برابر می‌کند؛
- **الگوی اولویت‌بندی مؤلفه‌ها در دو گروه:** در کشورهای توسعه‌یافته، مؤلفه‌های «قوانین و مقررات»

با ضریب (۰/۲۲۵) و «کیفیت نظارت» با ضریب۰/۲۱۰ بیشترین تأثیر را دارند. در کشورهای در حال توسعه نیز همین دو مؤلفه بیشترین تأثیر را نشان می‌دهند (به ترتیب با ضریب ۰/۰۹۲ و ۰/۰۸۵). این الگوی مشابه حاکی از آن است که صرف نظر از سطح توسعه یافتگی، چارچوب نظارتی کارآمد و قوانین شفاف و پایدار، مهم‌ترین پیشران‌های نهادی کارآفرینی هستند؛

- **تفاوت در معناداری «ثبات سیاسی»**: در کشورهای توسعه‌یافته، مؤلفه ثبات سیاسی (مدل ۲) با ضریب ۰/۰۵۵ و در سطح ۱۰٪ معنادار است. اما در کشورهای در حال توسعه، این مؤلفه با ضریب ۰/۰۲۲ معنادار نیست. این یافته احتمالاً به دو دلیل قابل تبیین است: نخست، دامنه تغییرات ثبات سیاسی در کشورهای در حال توسعه بسیار زیاد است و ممکن است اثر آن به صورت غیرخطی (مثلاً از طریق یک سطح آستانه‌ای) ظاهر شود؛ دوم، ثبات سیاسی احتمالاً بیشتر از طریق کانال‌های غیرمستقیم (مانند جذب FDI یا کاهش ریسک کشور) بر کارآفرینی اثر می‌گذارد تا به صورت مستقیم. در مدل حاضر که متغیرهای FDI و درآمد سرانه نیز لحاظ شده‌اند، ممکن است بخشی از اثر غیرمستقیم ثبات سیاسی توسط این متغیرها جذب شده باشد؛
- **اثر «کنترل فساد» در کشورهای در حال توسعه:** با وجود آنکه کشورهای در حال توسعه میانگین پایین‌تری در کنترل فساد دارند، این مؤلفه در این گروه معنادارترین سطح (۱٪) را نشان می‌دهد (در حالی که در کشورهای توسعه‌یافته در سطح ۱۰٪ معنادار است). این الگو حاکی از آن است که در کشورهای با سطوح بالای فساد، هرگونه بهبود در کنترل فساد اثر نهایی چشمگیرتری بر کارآفرینی دارد (اثر نهایی حاشیه‌ای بالاتر). به عبارت دیگر، از منظر سیاستی، کاهش فساد در محیط‌های با فساد بالا بازدهی بیشتری نسبت به محیط‌های با فساد پایین دارد.

ج) تحلیل اثر تعاملی باز بودن مالی و حکمرانی: نقش تعدیل‌گری مؤلفه‌ها

نتایج جدول (۸) نشان می‌دهد که ضریب متغیر تعاملی (FO × WGI) در کشورهای در حال توسعه —برخلاف کشورهای توسعه‌یافته— در برخی مؤلفه‌ها مثبت و معنادار شده است. این یافته از آن جهت حائز اهمیت است که نشان می‌دهد حتی در کشورهایی که به طور متوسط باز بودن مالی با کارآفرینی رابطه منفی دارد، ارتقای کیفیت حکمرانی می‌تواند این رابطه را تعدیل کرده و جهت آن را معکوس نماید.

در کشورهای در حال توسعه، با وجود آنکه اثر مستقیم باز بودن مالی (FO) بر کارآفرینی منفی است، اثر تعاملی در دو مؤلفه «اثربخشی دولت» با ضریب ۰/۰۲۵ و «کنترل فساد« با ضریب ۰/۰۲۸ مثبت و معنادار شده است. این یافته مهم‌ترین نتیجه پژوهش را تشکیل می‌دهد:

- معناداری ضریب تعاملی مرتبط با اثربخشی دولت (مدل ۳) در سطح ۵٪ بیانگر این است که با بهبود مؤلفه‌های اثربخشی دولت (نظیر کارآمدی در ارائه خدمات عمومی، صلاحیت کارگزاران، استقلال از فشارهای سیاسی)، اثر منفی باز بودن مالی بر کارآفرینی به میزان ۰/۰۲۵ واحد به ازای هر یک واحد بهبود در اثربخشی دولت کاهش می‌یابد و در سطوح بالای اثربخشی دولت، ممکن است به طور کلی معکوس شود؛
- معناداری ضریب تعاملی مرتبط با کنترل فساد (مدل ۶) در سطح ۵٪ نشان می‌دهد کاهش فساد اداری و مالی، اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی را افزایش داده و از انحراف منابع خارجی به سمت فعالیت‌های رانت‌جویانه جلوگیری می‌کند. این یافته با نتایج مطالعات آنوکهین و شولز (Anokhin & Schulze)،۲۰۰۹) و سلاطین (۱۳۹۸) همسو است.

دلالت سیاستی مهم برای کشورهای در حال توسعه این است که شرط لازم برای بهره‌مندی از مزایای باز بودن مالی، ارتقای پیش‌فرض اثربخشی دولت و کنترل فساد است. به عبارت دیگر، کشورهای در حال توسعه نمی‌توانند صرفاً با گشایش حساب سرمایه به نتایج مطلوب دست یابند؛ بلکه باید در گام نخست، ظرفیت نهادی خود را در این دو حوزه ارتقا دهند. در مقابل، در کشورهای توسعه‌یافته که اثربخشی دولت و کنترل فساد در سطح بالایی قرار دارد، اثر تعاملی گسترده‌تری مشاهده می‌شود که نشان‌دهنده تکامل نظام نهادی است.

جدول (۸). نتایج برآورد الگوی تحقیق به تفکیک کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه

متغیرها	مدل ۱		مدل ۲		مدل ۳		مدل ۴		مدل ۵		مدل ۶	
	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه
وقفه	۰/۷۲۵***	۰/۴۱۲***	۰/۶۸۵***	۰/۳۸۵***	۰/۷۵۲***	۰/۴۸۵***	۰/۷۴۲***	۰/۵۱۲***	۰/۷۸۵***	۰/۵۴۵***	۰/۷۳۸***	۰/۴۹۸***
کارآفرینی	(۰/۰۴۵)	(۰/۰۸۲)	(۰/۰۴۸)	(۰/۰۸۵)	(۰/۰۴۲)	(۰/۰۷۸)	(۰/۰۴۰)	(۰/۰۸۰)	(۰/۰۳۸)	(۰/۰۷۵)	(۰/۰۴۲)	(۰/۰۷۸)
باز بودن	۰/۱۸۵***	-۰/۱۰۵*	۰/۱۵۰***	-۰/۰۸۵	۰/۲۱۲***	-۰/۱۲۵**	۰/۲۲۵***	-۰/۱۳۸**	۰/۹۸***	-۰/۱۱۵**	۰/۱۹۲***	-۰/۱۲۰**
مالی	(۰/۰۵۲)	(۰/۰۶۲)	(۰/۰۵۰)	(۰/۰۶۵)	(۰/۰۵۵)	(۰/۰۶۰)	(۰/۰۵۸)	(۰/۰۶۲)	(۰/۰۵۰)	(۰/۰۵۸)	(۰/۰۵۲)	(۰/۰۶۰)
حکمرانی	۰/۰۹۵**	۰/۰۴۵*	۰/۰۵۵*	۰/۰۲۲	۰/۱۸۵***	۰/۰۶۵**	۰/۲۱۰***	۰/۰۸۵***	۰/۲۲۵***	۰/۰۹۲***	۰/۱۷۵*	۰/۰۷۸***
	(۰/۰۴۲)	(۰/۰۲۵)	(۰/۰۳۲)	(۰/۰۲۰)	(۰/۰۵۸)	(۰/۰۲۸)	(۰/۰۶۲)	(۰/۰۳۰)	(۰/۰۶۵)	(۰/۰۳۲)	(۰/۰۵۰)	(۰/۰۲۸)
FO × GI	۰/۰۶۲*	۰/۰۱۲	۰/۰۴۵	۰/۰۰۸	۰/۰۹۵*	۰/۰۲۵*	۰/۱۱۵*	۰/۰۳۲	۰/۱۰۸*	۰/۰۳۸	۰/۰۸۸*	۰/۰۲۸*
	(۰/۰۱۵)	(۰/۰۱۰)	(۰/۰۱۸)	(۰/۰۰۹)	(۰/۰۲۲)	(۰/۰۱۴)	(۰/۰۲۵)	(۰/۰۱۵)	(۰/۰۲۰)	(۰/۰۱۸)	(۰/۰۱۸)	(۰/۰۱۵)
لگاریتم درآمدسرانه	۱/۴۵***	Included	۱/۳۸***	Included	۱/۶۲۰***	Included	۱/۵۸***	Included	۱/۷۵***	Included	۱/۵۱***	Included
	(۰/۴۲۵)	Included	(۰/۴۴۰)	Included	(۰/۴۱۰)	Included	(۰/۴۰۰)	Included	(۰/۳۸۰)	Included	(۰/۴۱۵)	Included
تجارت	۰/۰۱۲***	Included	۰/۰۱۵***	Included	۰/۰۱۰***	Included	۰/۰۱۴***	Included	۰/۰۱۱***	Included	۰/۰۱۳***	Included
	(۰/۰۰۲)	Included	(۰/۰۰۳)	Included	(۰/۰۰۲)	Included	(۰/۰۰۳)	Included	(۰/۰۰۲)	Included	(۰/۰۰۲)	Included
اعتبارات	۰/۰۴۵***	Included	۰/۰۴۲***	Included	۰/۰۵۰***	Included	۰/۰۴۸***	Included	۰/۰۵۲***	Included	۰/۰۴۷***	Included
	(۰/۰۱۲)	Included	(۰/۰۱۰)	Included	(۰/۰۱۵)	Included	(۰/۰۱۲)	Included	(۰/۰۱۵)	Included	(۰/۰۱۰)	Included
FDI	۰/۰۵۲***	Included	۰/۰۴۸***	Included	۰/۰۵۵***	Included	۰/۰۵۸***	Included	۰/۰۵۵***	Included	۰/۰۵۲***	Included
	(۰/۰۱۸)	Included	(۰/۰۱۵)	Included	(۰/۰۱۸)	Included	(۰/۰۱۵)	Included	(۰/۰۱۸)	Included	(۰/۰۱۵)	Included
آزمون هانسن	۰/۳۴۰	۰/۱۸۵	۰/۲۸۵	۰/۱۴۲	۰/۴۱۲	۰/۲۴۵	۰/۳۸۵	۰/۲۱۲	۰/۴۸۲	۰/۲۹۵	۰/۳۶۵	۰/۲۲۵
آماره آزمون والد (χ^2)	۱۴۲/۱***	۳۱۲/۴***	۱۳۵/۴***	۲۹۸/۵***	۱۵۸/۲***	۳۴۵/۲***	۱۴۷/۸***	۳۲۸/۰***	۱۶۹/۱***	۳۶۱/۹***	۱۳۹/۵***	۳۰۸/۴***
آزمون تفاضلی هانسن (p-val)	۰/۲۲۰	۰/۴۱۰	۰/۱۹۸	۰/۳۵۲	۰/۲۷۵	۰/۴۸۵	۰/۲۴۱	۰/۴۳۰	۰/۳۲۰	۰/۵۱۰	۰/۲۱۲	۰/۳۹۲
تعداد ابزارها	۱۵	۱۹	۱۵	۱۹	۱۵	۱۹	۱۵	۱۹	۱۵	۱۹	۱۵	۱۹
تعداد کشورها	۳۸	۳۳	۳۸	۳۳	۳۸	۳۳	۳۸	۳۳	۳۸	۳۳	۳۸	۳۳

مأخذ: یافته‌های تحقیق (تمامی توضیحات ارائه شده ذیل جدول ۷، برای این جدول نیز برقرار است)

۴-۳. آزمون‌های استحکام

به منظور حصول اطمینان از اعتبار و پایداری ضرایب برآورد شده، سه آزمون استحکام بر روی الگوی اصلی پژوهش (معادله تعاملی) انجام شد. خلاصه ضرایب کلیدی حاصل از این برآوردها در قالب جدول (۹) گزارش شده است.

جدول (۹). خلاصه نتایج آزمون‌های استحکام مدل (بررسی ضرایب تعاملی و متغیرهای اصلی)

	شاخص جایگزین TEA		**حذف سال‌های بحران**		**مدل اثرات ثابت ایستا**	
متغیرهای کلیدی	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه	توسعه‌یافته	درحال توسعه
FO	***۰/۱۶۲	**-۰/۱۱۲	***۰/۱۹۵	**-۰/۱۲۸	***۰/۱۴۰	*-۰/۰۹۵
	(۰/۰۴۸)	(۰/۰۵۵)	(۰/۰۵۱)	(۰/۰۶۱)	(۰/۰۳۹)	(۰/۰۴۹)
WGI	***۰/۱۷۰	**۰/۰۶۲	***۰/۲۲۰	***۰/۰۷۴	***۰/۱۲۵	***۰/۰۴۵
	(۰/۰۵۲)	(۰/۰۲۸)	(۰/۰۶۰)	(۰/۰۳۲)	(۰/۰۴۸)	(۰/۰۲۴)
FO × WGI	**۰/۰۷۵	**۰/۰۴۲	***۰/۰۱۰۲	**۰/۰۳۹	*۰/۰۵۸	**۰/۰۳۱
	(۰/۰۲۰)	(۰/۰۱۶)	(۰/۰۲۴)	(۰/۰۱۸)	(۰/۰۳۰)	(۰/۰۱۵)
آزمون‌های تشخیصی	هانسن ۰/۲۹۰	هانسن ۰/۱۶۵	هانسن ۰/۳۱۲	هانسن ۰/۱۹۸	R^2: ۰/۵۴	R^2 ۰/۴۲

یادداشت: ***، ** و * به‌ترتیب بیانگر معناداری در سطوح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ می‌باشند. اعداد داخل پرانتز خطاهای استاندارد مقاوم هستند. متغیرهای توضیحی در ستون‌های ۵ و ۶ با یک وقفه زمانی وارد شده‌اند.

در آزمون استحکام اول با جایگزین کردن شاخص نرخ فعالیت کارآفرینی نوپا (TEA) دیده‌بان جهانی کارآفرینی (GEM) به عنوان متغیر وابسته به جای شاخص تراکم کسب‌وکارهای جدید (NDB) بانک جهانی مدل بازبرآورد شده است. نتایج مندرج در ستون‌های (۱) و (۲) جدول (۸) نشان می‌دهد که علی‌رغم تفاوت‌های ماهوی میان این دو سنجه، پایداری الگو کاملاً حفظ شده است؛ کشش مستقیم بازبودن مالی (FO) در کشورهای در حال توسعه همچنان منفی (۰/۱۱۲-) و اثر تعاملی آن با حکمرانی مثبت و معنادار (۰/۰۴۲) محقق شده است که تأییدکننده ظرفیت جذب نهادی می‌باشد.

در آزمون استحکام دوم داده‌های سال‌های بحران مالی جهانی (سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹) و پاندمی کووید-۱۹ (سال‌های ۲۰۲۰ و ۲۰۲۱) به‌طور کامل از ماتریس داده‌ها حذف گردید و حجم مشاهدات

کل کاهش یافت. نتایج برآورد (ستون‌های ۳ و ۴) نشانگر تاب‌آوری بالای مدل است. ضریب تعاملی FO × WGI برای کشورهای در حال توسعه در سطح ۵ درصد معنادار و مثبت (۰/۰۳۹) باقی ماند که اثبات می‌کند پارادوکس بازبودن مالی پدیده‌ای ساختاری است نه گذرا.

در آزمون استحکام سوم، الگو با روش کاملاً متمایز اثرات ثابت پانل برآورد شد. برای کنترل تورش هم‌زمانی و علیت معکوس، تمامی متغیرهای مستقل با یک وقفه زمانی وارد مدل شدند. ضرایب حاصله در ستون‌های ۵ و ۶ جدول (۹) همچنان بر صحت یافته‌های قبلی صحه می‌گذارند.

کنترل شوک‌های جهانی (بحران مالی ۲۰۰۸ و پاندمی کووید-۱۹)

با توجه به اینکه بازه زمانی پژوهش (۲۰۰۶ تا ۲۰۲۲)، مقارن با دو شوک بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ و پاندمی کووید-۱۹ در سال‌های ۲۰۲۱-۲۰۲۰ بوده است. به منظور کنترل اثرات این نوسانات ساختاری، دو متغیر مجازی به الگوی پویای پژوهش افزوده شد اولی، متغیر GFC-Dum (که برای سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ مقدار یک و در غیر این صورت صفر است) و دومی متغیر COVID-Dum (که برای سال‌های ۲۰۲۰ و ۲۰۲۱ مقدار یک و در غیر این صورت صفر است). نتایج برآورد مدل تعاملی با کنترل این شوک‌ها برای دو گروه کشورها در جدول (۱۰) گزارش شده است.

جدول (۱۰). نتایج برآورد الگو با کنترل شوک‌های سیستمیک جهانی (روش GMM)

متغیرهای الگو	کشورهای در حال توسعه	کشورهای توسعه‌یافته
وقفه کارآفرینی	۰/۴۳۲*** (۰/۰۷۵)	۰/۶۴۵*** (۰/۰۴۱)
درجه بازبودن مالی (FO)	-۰/۱۱۸** (۰/۰۶۱)	۰/۱۷۲*** (۰/۰۵۵)
کیفیت حکمرانی (WGI)	۰/۰۵۲* (۰/۰۲۹)	۰/۱۶۵*** (۰/۰۴۸)
اثر تعاملی (FO × WGI)	۰/۰۳۵** (۰/۰۱۶)	۰/۰۷۸** (۰/۰۳۱)
مجازی بحران مالی (GFC_Dum)	-۰/۲۶۴*** (۰/۰۹۱)	-۰/۱۸۵** (۰/۰۸۲)
مجازی کووید-۱۹ (COVID_Dum)	-۰/۳۱۵*** (۰/۸۸)	-۰/۲۱۰*** (۰/۰۷۵)
متغیرهای کنترلی	لحاظ شد	لحاظ شد
آزمون هانسن (p-val)	۰/۲۱۸	۰/۳۴۵
آزمون AR(۲) (p-val)	۰/۵۰۵	۰/۴۱۲

یادداشت: ***،** و * به‌ترتیب بیانگر معناداری در سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد هستند. اعداد داخل پرانتز خطاهای استاندارد مقاوم می‌باشند. جهت اختصار، متغیر کیفیت حکمرانی بر اساس میانگین شش زیرشاخص مدل‌سازی شده است.

مطابق با انتظارات تئوریک، ضرایب هر دو متغیر مجازی در هر دو گروه کشورها منفی و از نظر آماری کاملاً معنادار است که نشان‌دهنده اثر مخرب و مستقیم بحران‌های جهانی بر توقف فعالیت‌های کارآفرینانه است. نکته حائز اهمیت آن است که شدت اثرگذاری این شوک‌ها در کشورهای در حال توسعه (به‌ترتیب ۰/۲۶۴- و ۰/۳۱۵-) به‌مراتب مخرب‌تر از کشورهای توسعه‌یافته بوده است که ریشه در شکنندگی بالاتر سیستم مالی آن‌ها دارد. با این وجود، تمرکز اصلی بر روی متغیرهای کلیدی پژوهش است؛ همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود، حتی پس از فیلتر کردن اثرات مخرب این بحران‌ها، متغیر بازبودن مالی در کشورهای در حال توسعه همچنان اثر مستقیم منفی دارد و مهم‌تر از آن، اثر تعاملی آن با شاخص حکمرانی (FO × WGI) کماکان مثبت و معنادار (۰/۰۳۵) است. این یافته تجربی با قاطعیت اثبات می‌کند که نتایج اصلی پژوهش مبنی بر لزوم تقویت کیفیت نهادی جهت بهره‌مندی از منافع آزادسازی مالی یک دینامیک ساختاری بلندمدت است و به مقاطع زمانی خاص یا ادوار رونق و رکود جهانی وابستگی ندارد.

۵. نتیجه‌گیری

در این تأثیر درجه باز بودن مالی بر کارآفرینی با لحاظ نقش کیفیت حکمرانی و مؤلفه‌های مربوط به آن برای دو گروه از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه برای دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۲۲ و استفاده از روش داده‌های تابلویی-گشتاور تعمیم یافته (GMM) مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین درجه باز بودن مالی و کارآفرینی در کشورهای توسعه‌یافته رابطه مثبت و معنادار و در کشورهای در حال توسعه رابطه منفی و معنادار وجود دارد. با این حال، در کشورهای در حال توسعه، اثر تعاملی باز بودن مالی با مؤلفه‌های حکمرانی (به ویژه اثربخشی دولت و کنترل فساد) مثبت و معنادار به دست آمد. این الگو حاکی از آن است که کیفیت نهادی می‌تواند نقش تعدیل‌گری مهمی در تبدیل اثر منفی باز بودن مالی به اثر مثبت ایفا کند. همچنین شاخص حکمرانی در هر دو گروه کشورها تأثیر مثبت بر کارآفرینی داشته، هرچند شدت این تأثیر در کشورهای توسعه‌یافته بیشتر بوده است.

با توجه به یافته‌های پژوهش (به ویژه نتایج جداول ۷ و ۸) و با هدف بهره‌مندی کشورها، به ویژه کشورهای در حال توسعه، از مزایای باز بودن مالی (کاهش هزینه تأمین مالی، تنوع‌بخشی ریسک و دسترسی به منابع خارجی)، پیشنهادات سیاستی زیر بر اساس نتایج تحقیق تدوین شده است.

– در گام نخست و بر اساس نتایج جدول (۷) که برای کل نمونه (کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه) است مؤلفه‌های «کیفیت نظارت» و «قوانین و مقررات» بیشترین تأثیر مستقیم را بر کارآفرینی دارند. همچنین در کشورهای توسعه‌یافته، اثر تعاملی این دو مؤلفه با باز بودن مالی قوی‌ترین و معنادارترین است این یافته حاکی از آن است که هر چه چارچوب نظارتی شفاف‌تر و قوانین پایدارتر باشد، اثربخشی باز بودن مالی بر کارآفرینی بیشتر خواهد بود. بنابراین پیشنهاد می‌شود:

- هماهنگی نهادهای تنظیم‌گر شامل بانک مرکزی، سازمان بورس و وزارت امور اقتصادی و دارایی در راستای تدوین «سند ملی انطباق مالی بین‌المللی» در اولیت قرار گیرد تا قوانین پولی و بانکی با قوانین بازار سرمایه و هر دوی آنها با استانداردهای بین‌المللی انطباق داشته باشد.
- علاوه بر این اقدامات باقیمانده در حوزه مقابله با پولشویی و تأمین مالی تروریسم به عنوان پیش‌شرط ورود به نظام‌های مالی بین‌المللی تکمیل شود چرا که مطابق نتایج کیفیت نظارت، مهم‌ترین پیشران کارآفرینی است.
- همچنین شفافیت در تعیین نرخ سود و فراهم کردن شرایط برای حذف نرخ‌های سود دستوری و جایگزینی با نرخ‌های مبتنی بر بازار نیز مورد توجه قرار گیرد زیرا شفافیت نظارتی با کارآفرینی رابطه مثبت دارد.

– در گام بعدی با توجه به اینکه نتایج اصلی پژوهش در جدول ۸ بیانگر این بوده که که در کشورهای در حال توسعه، دو مؤلفه «اثربخشی دولت» و «کنترل فساد» بیشترین تأثیر مستقیم را بر کارآفرینی دارند. همچنین اثر تعاملی این دو مؤلفه با باز بودن مالی مثبت و معنادار است بنابراین پیشنهاد می‌شود کشورهای در حال توسعه پیش از هرگونه گشایش در حساب سرمایه، اصلاحات نهادی را با اولویت‌بندی زیر دنبال کنند:

- بهبود مؤلفه اثربخشی دولت از طریق کارآمدسازی نظام اداری، کاهش زمان صدور مجوزها، شفافیت رویه‌های گمرکی و مالیاتی، و استقلال خدمات عمومی از فشارهای سیاسی.

- ارتقای مؤلفه کنترل فساد از طریق ایجاد سامانه‌های شفاف ثبت شرکت‌ها، الزام به افشای صورت‌های مالی برای شرکت‌های دریافت‌کننده تسهیلات ارزی، و تقویت نهادهای نظارتی مبارزه با فساد.

بنابراین برخلاف توصیه‌های کلی که بر بهبود همزمان همه مؤلفه‌ها تأکید دارند، یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که در کشورهای در حال توسعه، تمرکز منابع محدود بر دو مؤلفه اثربخشی دولت و کنترل فساد بازده سیاستی بالاتری نسبت به تلاش برای بهبود همزمان همه شش مؤلفه دارد.

– علاوه بر این یکی از مهم‌ترین نتایج تحقیق در جدول ۸ این بوده که در کشورهای در حال توسعه، اثر مستقیم باز بودن مالی بر کارآفرینی منفی و معنادار است. این یافته همسو با دیدگاه سرایت ریسک است که نشان می‌دهد آزادسازی ناگهانی حساب سرمایه می‌تواند از طریق افزایش نوسانات ارزی و خروج سرمایه، به اقتصاد آسیب بزند. بنابراین پیشنهاد می‌شود به جای آزادسازی ناگهانی، برنامه چند مرحله‌ای و مشروط زیر دنبال شود. به عنوان نمونه آزادسازی مالی در شرایط مساعد اقتصادی انجام شود تا اثر منفی آن بر کارآفرینی به حداقل برسد و همچنین سقفی برای سهم سرمایه‌های خارجی تعیین شود.

همچنین مطابق با نتایج جدول (۸) مبنی بر اینکه در کشورهای در حال توسعه، اثر مستقیم FDI بر کارآفرینی کوچک‌تر از کشورهای توسعه‌یافته است. این تفاوت حاکی از آن است که سرریزهای فناوری و دانشی FDI در کشورهای با نهادهای قوی‌تر و سیستم‌های تضامنی کارآمدتر، اثربخشی بیشتری دارد. بنابراین پیشنهاد می‌شود به عنوان نمونه با ایجاد صندوق تضمین سرمایه‌گذاری خارجی ، ریسک سرمایه‌گذاران خارجی را در صورت بروز شوک‌های سیاسی یا ارزی پوشش دهد.

کتاب‌نامه

آشنا، ملیحه، وثوقی، سهیل و هشیارمقدم، اسماعیل (۱۴۰۲). «نقش عوامل کلان اقتصادی بر توسعه کارآفرینی»، فصلنامه مطالعات زیست بوم اقتصاد نوآوری، ۳ (۴)، ص۵۳-۳۷.

اربابیان، شیرین و زمانی، زهرا (۱۴۰۲). «تحلیل اثر تعاملی توسعه مالی و سرمایه انسانی بر کارآفرینی در کشورهای منتخب»، توسعه و سرمایه، ۸ (۱)، ص۱-۲۱.

بهداروند، شاهین، نصیری اقدم، علی و قاسمی ششده، محمد (۱۴۰۰). «اثر هدایت اعتبار بر کارآفرینی»، پژوهشنامه اقتصادی، ۲۱ (۸۳)، ص ۱۹۹-۱۶۵.

دهقانی، مریم و نجاتی، مهدی (۱۴۰۴). «بررسی تأثیر باز بودن مالی بر توسعه بازار سرمایه ایران»، توسعه و سرمایه، ۱۰ (۲)، ص۱۱۱-۱۲۴.

زیوری، امینه، محمدی خیاره، محسن و مظهری، رضا (۱۳۹۸). «تأثیر دسترسی به منابع مالی بر فعالیت‌های کارآفرینانه: مقایسه کشورهای منتخب توسعه‌یافته و در حال توسعه». فصلنامه توسعه کارآفرینی، ۱۲ (۴)، ص۵۶۱-۵۸۰.

سلاطین، پروانه (۱۳۹۸). «تاثیر کیفیت حکمرانی بر کارآفرینی در گروه کشورهای منتخب: رهیافت داده‌های پانل»، دولت پژوهی، ۵ (۲۰)، ۱۰۳-۷۱.

سلاطین، پروانه، کاشفی، علیرضا (۱۴۰۳). «بازارهاي مالي و كارآفريني»، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، ۳۳ (۱۵)، ص۱۹-۳۷.

شیرمهنجی، محمدباقر، مرادی زاده، مهدیه و نوراحمدی، محمدجواد (۱۴۰۰). «متاآنالیز چندسطحی رابطهٔ بین آزادسازی مالی و توزیع درآمد»، فصلنامه تحقیقات اقتصادی، ۵۶ (۳)، ص۵۰۷-۵۳۴.

محمدی خیاره، محسن و زیوری، امینه (۱۴۰۳). «ارتباط بین توسعه مالی و کارآفرینی با تأکید بر کیفیت نهادی در کشورهایMENA »، توسعه و سرمایه، ۹ (۱)، ص۱۳۷-۱۵۵.

مرادی، منیر، حسنوند، داریوش، درخشانی، کاوه، سرلک، احمد (۱۴۰۰). «اثر تعامل کنترل فساد و اعتماد و تأمین مالی بر توسعه کارآفرینی در کشورهای منتخب منا»، فصلنامه مدیریت کسب و کار، ۱۳ (۵۱)، ص۱۴۷-۱۶۶.

Acemoglu, D., & Robinson, J. A. (2019). Rents and economic development: the perspective of Why Nations Fail. Public Choice, 181(1), 13-28.

Ajide, F. M., & Ojeyinka, T. A. (2022). Financial development and entrepreneurship: insights from Africa. Journal of Financial Regulation and Compliance, 30(5), 596-617.

Amin, A., Khan, R. U., & Maqsood, A. (2023). Financial development, entrepreneurship and financial openness: evidence from Asia. Journal of Economic and Administrative Sciences, 39(3), 671-686.

Andreasen, E., & Valenzuela, P. (2016). Financial openness, domestic financial development and credit ratings. Finance Research Letters, 16, 11-18.

Anokhin, S., & Schulze, W. S. (2009). Entrepreneurship, innovation, and corruption. *Journal of business venturing*, *24*(5), 465-476.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. The review of economic studies, 58(2), 277-297.

Audretsch, D. B. (2023). Institutions and entrepreneurship. Eurasian Business Review, 13(3), 495-505.

Avlijaš, G. (2025). Macro-level drivers of business creation: Insights from World Bank panel data. *International Review*, (3-4), 46-54.

Bau, N., & Matray, A. (2023). Misallocation and capital market integration: Evidence from India. Econometrica, 91(1), 67-106.

Baumol, W. J. (1996). Entrepreneurship: Productive, unproductive, and destructive. Journal of business venturing, 11(1), 3-22.

Bayar, Y., Gavriletea, M. D., & Ucar, Z. (2018). Financial sector development, openness, and entrepreneurship: panel regression analysis. *Sustainability*, *10*(10), 3493.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2011). Financial openness and productivity. World development, 39(1), 1-19.

Bhutta, M. A., Sheikh, M. R., & Hussain, I. (2024). Trade openness, market capitalization and entrepreneurial ventures: implications for business and industrial growth of Pakistan. *Journal of Entrepreneurship and Business Venturing*, *4*(1).

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of econometrics, 87(1), 115-143.

Boh, W., Constantinides, P., Padmanabhan, B., & Viswanathan, S. (2023). Building digital resilience against major shocks. *MIS quarterly*, *47*(1), 343-360.

Bowen, H. P., & De Clercq, D. (2008). Institutional context and the allocation of entrepre-

neurial effort. Journal of international business studies, 39(4), 747-767.

Caglayan, M., & Demir, F. (2014). Firm productivity, exchange rate movements, sources of finance, and export orientation. *World Development*, *54*, 204-219.

Cardillo, G., Bendinelli, E., & Torluccio, G. (2023). COVID 19, ESG investing, and the resilience of more sustainable stocks: Evidence from European firms. *Business Strategy and the Environment*, *32*(1), 602-623.

Chen, Y., Han, H., Shen, X., & Zeng, J. (2023). The effect of stock market liberalization on corporate cash savings sensitivity: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, *88*, 1247-1271.

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

Chinn, M. D., & Ito, H. (2008). A new measure of financial openness. *Journal of comparative policy analysis*, *10*(3), 309-322.

Chowdhury, F., Audretsch, D. B., & Belitski, M. (2019). Institutions and entrepreneurship quality. Entrepreneurship theory and practice, 43(1), 51-81.

Clayton, P., Feldman, M., & Montmartin, B. (2024). Entrepreneurial finance and regional ecosystem emergence. *Small Business Economics*, *62*(4), 1493.

Dutta, N., & Meierrieks, D. (2021). Financial development and entrepreneurship. International Review of Economics & Finance, 73, 114-126.

Dutta, N., & Sobel, R. S. (2018). Entrepreneurship and human capital: The role of financial development. International Review of Economics & Finance, 57, 319-332.

Edison, H. J., Levine, R., Ricci, L., & Sløk, T. (2002). International financial integration and economic growth. Journal of international money and finance, 21(6), 749-776.

Ehigiamusoe, K. U., & Samsurijan, M. S. (2021). What matters for finance growth nexus? A critical survey of macroeconomic stability, institutions, financial and economic development. International Journal of Finance & Economics, 26(4), 5302-5320.

Fagiolo, G., Giachini, D., & Roventini, A. (2020). Innovation, finance, and economic growth: an agent-based approach. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, *15*(3), 703-736.

Fahim, O., & Naamane, S. (2021). Macroeconomic factors and birth of new businesses in developing countries: Evidence from a dynamic system GMM Approach. *Management and Economics Review*, *6*(1), 61-69.

Feng, G. F., Niu, P., Wang, J. Z., & Liu, J. (2022). Capital market liberalization and green innovation for sustainability: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, *75*, 610-623.

Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*, *88*(3), 499-533.

Gaies, B., Najar, D., Maalaoui, A., Kraus, S., & El Tarabishy, A. (2023). Does financial development really spur nascent entrepreneurship in Europe?—A panel data analysis. Journal of Small Business Management, 61(6), 2440-2487.

Gani, A. (2026). Domestic credit effect on new business density in the high-and middle-income countries. *Journal of Financial Economic Policy*, 1-19.

Giannetti, M. (2007). Financial liberalization and banking crises: The role of capital inflows and lack of transparency. *Journal of Financial Intermediation*, *16*(1), 32-63.

Gregory, R. P. (2019). Financial openness and entrepreneurship. Research in International Business and Finance, 48, 48-58.

Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N., & Sturm, J. E. (2019). The KOF globalisation index–revisited. The Review of International Organizations, 14(3), 543-574.

Hsu, P. H., Tian, X., & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. Journal of financial economics, 112(1), 116-135.

Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L. (2008). Short-run pain, long-run gain: Financial liberalization and stock market cycles. Review of Finance, 12(2), 253-292.

Kim, D. H., Hsieh, J., & Lin, S. C. (2021). Financial liberalization, political institutions, and income inequality: D.-H. Kim et al. *Empirical Economics*, *60*(3), 1245-1281.

Kaufmann, W., & Lafarre, A. (2021). Does good governance mean better corporate social performance? A comparative study of OECD countries. *International Public Management Journal*, *24*(6), 762-791.

Larrain, M., & Stumpner, S. (2017). Capital account liberalization and aggregate productivity: The role of firm capital allocation. The Journal of Finance, 72(4), 1825-1858.

Léon, F. (2019). Long-term finance and entrepreneurship. Economic Systems, 43(2), 100690.

Levine, R. (1999). Law, finance, and economic growth. Journal of financial Intermediation, 8(1-2), 8-35.

Li, L., He, W., & Zheng, S. (2024). Capital market opening and share repurchases: Ev-

idence from China's listed companies absorbed in the MSCI Emerging Markets Index. Finance Research Letters, 66, 105722.

Logogye, L., Adusei, M., Poku, K., & Aawaar, G. (2025). Financial inclusion—entrepreneurship nexus: evidence from a threshold analysis. *Journal of Business Economics*, *95*(4), 587-616.

Luo, L., Yamanoi, J., Ma, X., & Lei, L. (2026). Beyond direct impact: Exploring inward FDI's multifaceted effects on new venture creation. *Journal of Business Venturing*, *41*(2), 106562.

Majerbi, B. & Rachdi, H. (2014). Systemic Banking Crises, Financial Liberalization and Governance, Multinational Finance Journal, 18(3/4), 281-336

Manova, K. (2008). Credit constraints, equity market liberalizations and international trade. Journal of International Economics, 76(1), 33-47.

Mishkin, F. S. (2009). Is monetary policy effective during financial crises?. American Economic Review, 99(2), 573-577.

Moshirian, F., Tian, X., Zhang, B., & Zhang, W. (2021). Stock market liberalization and innovation. Journal of Financial Economics, 139(3), 985-1014.

Noah, A. O., & Olalekan, D. O. (2025). Does Financial Development Drive Entrepreneurship in Africa? A Panel Data Analysis. Managing Global Transitions, 23(1).

North, D. C. (1990). Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge university press.

Omri, A. (2020). Formal versus informal entrepreneurship in emerging economies: The roles of governance and the financial sector. Journal of Business Research, 108, 277-290.

Othman, N. B., Ibrahim, M., & Abdul Hamid, B. (2025) The Moderating Role of Institutional Quality in the Finance–Entrepreneurship Nexus: Evidence from Developing Countries. *SSRN. Available at: https://ssrn.com/abstract=5345325*

Ozkok, Z. (2015). Financial openness and financial development: An analysis using indices. International Review of Applied Economics, 29(5), 620-649.

Pan, X., Han, J., & Wu, Y. (2025). Financial Openness and Corporate Resilience: Evidence from China. Sustainability, 17(24), 11063.

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. Journal of political economy, 106(6), 1113-1155.

Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. J., & Kose, M. A. (2003). Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. In India's and China's recent experience with reform and growth (pp. 201-228). London: Palgrave Macmillan UK.

Rahman, M. M., Deb, B. C., Rahman, M. S., Uddin, M. M., Ramzan, M., Hossain, M. J., & Uddin, G. (2023). Does trade openness affect global entrepreneurship development? Evidence from BRICS countries. *Annals of Financial Economics*, *18*(03), 2350001.

Reddy, C.D., 2024. Nations' share of innovative entrepreneurs: financial systems to the rescue in difficult institutional settings. *Journal of innovation and entrepreneurship*, *13*(1), p.74.

Rodrik, D., & Subramanian, A. (2009). Why did financial globalization disappoint?. IMF staff papers, 56(1), 112-138.

Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. The stata journal, 9(1), 86-136.

Simon, R. J., & Bennett, A. (2009). Happiness the world over. *Gender issues*, *26*(3), 183.

Sobel, R. S. (2008). Testing Baumol: Institutional quality and the productivity of entrepreneurship. Journal of Business Venturing, 23(6), 641-655.

Stiglitz, E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, World development 28 (6), 1075-1086.

Williamson, O. E. (1985). The economic institutions of capitalism. Firms, markets, relational contracting. In Das Summa Summarum des Management: Die 25 wichtigsten Werke für Strategie, Führung und Veränderung (pp. 61-75). Wiesbaden: Gabler.

Williamson, O. E. (1989). Transaction cost economics. Handbook of industrial organization, 1, 135-182.

Youssef, A. B., Boubaker, S., & Omri, A. (2018). Entrepreneurship and sustainability: The need for innovative and institutional solutions. Technological Forecasting and Social Change, 129, 232-241.

Yu, Y., & Qayyum, M. (2023). Impacts of financial openness on economic complexity: Cross country evidence. International Journal of Finance & Economics, 28(2), 1514-1526.

Zhu, X., Asimakopoulos, S., & Kim, J. (2020). Financial development and innovation-led growth: is too much finance better? Journal of International Money and Finance, 100, 102083.

پی نوشت

۱. بـاز بـودن مالی (Financial openness)، به معنی افزایش و گسـترش ارتباطات جهانی کشـورها از طریق جریان‌های مالی و سرمایه‌ای بین‌المللی است (پراساد (Prasad)، ۲۰۰۳).

۲. گروه کشـورهای توسـعه‌یافته (دارای درآمد سـرانه متوسط بالاتر) شـامل آلمان، فرانسه، ایتالیا، اسـپانیا، هلند، پرتغال، یونان، جمهوری چک، اسـلوونی، قبرس، ژاپن، استرالیا، نیوزیلند، سوئیس، نروژ، ایسلند، سنگاپور، کره جنوبی، انگلستان، عمان، اتریش، پاناما، بحرین، لهسـتان، بلژیک، بلغارسـتان، مجارسـتان، قطر، ایرلند، رومانی، کرواسی، روسیه، عربستان، کویت، اسلواکی، مالت، امارات، هنگ کنگ می‌باشند.

۳. گروه کشـورهای در حال توسـعه (با در آمد سـرانه پایینتر از متوسط) شـامل الجزایر، مصر، مکزیک، آرژانتین، غنا، مراکش، ارمنسـتان، هند، پاکستان، آذربایجان، اندونزی، پرو، بنگلادش، جامائیکا، فیلیپین، بلاروس، اردن، آفریقای جنوبی، برزیل، قزاقستان، سری لانکا، چین، کنیا، تایلند، کلمبیا، مالزی، تونس، کاستاریکا، ماریتوس، ترکیه، اکراین، ویتنام، زامبیا می‌باشند.

4. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)