



Munich Personal RePEc Archive

# **Institutional and macroeconomic determinants of stock market development in MENA countries**

Missaoui, Ibtissem and Ben Rejeb, Jaleleddine and Elkhaldi,  
Abderrazek

institut supérieur de gestion sousse, institut supérieur de gestion  
sousse, faculté des sciences économiques et gestion de sousse

1 January 2016

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/83619/>

MPRA Paper No. 83619, posted 04 Jan 2018 14:23 UTC

# **Institutional and macroeconomic determinants of stock market development in MENA countries**

## **Les déterminants institutionnels et macroéconomiques du développement du marché boursier dans les pays de la région MENA**

**Ibtissem Missaoui**

*Doctorante, Institut Supérieur de Gestion de Sousse, (Université de Sousse, Tunisie)*

[Missaouiibtissem513@gmail.com](mailto:Missaouiibtissem513@gmail.com)

**Jaleddine Ben Rejeb**

*Professeur, institut supérieur de gestion Sousse, unité de recherche RED (Université de Sousse, Tunisie)*

[jaleddinebjaleddine@gmail.com](mailto:jaleddinebjaleddine@gmail.com)

**Abderrazek Elkhaldi**

*Maitre assistant, Faculté des Sciences Economique et de Gestion (Université de Sousse, Tunisie)*

[abderrazek.elkhaldi@yahoo.fr](mailto:abderrazek.elkhaldi@yahoo.fr)

### **Résumé**

Cet article analyse l'incidence des déterminants macro-économiques et institutionnels sur le développement du marché boursier. Sur la base des données panel relatives à 14 pays de la région MENA, observées durant la période 2006-2015, et à la suite, de l'usage des techniques de variables instrumentales nous avons montré l'effet des déterminants institutionnelles sur le développement du marché financier (Hall et Jones, 1999 ; Acemoglu, Johnson et Robinson, 2001).

Les principaux résultats obtenus sont les suivants : les facteurs macro-économiques, tels que le taux d'épargne, le taux d'intérêt et la liquidité du marché boursier sont des déterminants importants de développement du marché boursier. D'ailleurs, les résultats montrent également que le développement institutionnel comme capturé par un indice de risque politique n'est pas un prédicateur important du développement du marché boursier de la région MENA.

**Mots clés : développement financier, développement institutionnel, technique des variables instrumentales, indice de risque politique, fragmentation ethnique, polarisation ethnique.**

### ***Abstract***

This paper analyzes the impact of macroeconomic and institutional determinants on stock market development. Based on a panel data for 14 countries in the MENA region, observed during the period 2006-2015 and using a board of instrumental variables techniques, we have found a significant effect of institutional determinants on financial market development as shown by Hall and Jones, 1999; Acemoglu, Johnson and Robinson, 2001. We have also obtained the following key results: macroeconomic factors, such as savings rate, interest rate and of stock market liquidity are important determinants of stock market development. Moreover, the results show that institutional development as captured by a political risk index is not a strong predictor of stock market development in the MENA region.

***Key words: financial development, institutional development, technical instrumental variables, index of political risk, ethnic fragmentation, ethnic polarization.***

## **1- Introduction**

Les marchés boursiers constituent une partie intégrante du développement financier reçu au cours de la dernière décennie, beaucoup d'attention en tant que source de croissance économique. L'approche théorique pour lier le développement financier à la croissance n'est qu'un système financier bien développé remplit plusieurs fonctions. En effet, elle permet d'améliorer l'efficacité de l'intermédiation suite à la réduction des différents coûts de transaction, de surveillance, et de l'asymétrie d'information.

En effet, plusieurs recherches précédentes et des théories financières affirment que les pays qui ont des systèmes financiers bien développés devraient connaître une croissance économique plus rapide. En outre, on s'interroge sur ce qui détermine le développement du marché boursier. Ceci fait l'objet de multiples recherches et suggestions importante. En revanche, il est convenu que les pays devraient adopter des politiques macroéconomiques appropriées. Ceci, permet d'encourager la concurrence dans le secteur financier, et de développer un cadre institutionnel solide et transparent afin de mieux assurer les activités des systèmes financiers. En effet, Le développement du marché financier est important pour la poursuite du développement du système financier. Le marché financier augmente la flexibilité dans le processus d'intermédiation financière, car elle fournit aux investisseurs une stratégie de sortie claire.

D'ailleurs, le développement du marché financier est un indicateur important pour le partage d'informations d'une manière équitable entre les investisseurs. Il assure aussi une meilleure évaluation des entreprises, ainsi que la perspective des fondamentaux macroéconomiques. En outre, le secteur bancaire est une source de financement importante et dominante dans plusieurs pays en développement et même dans les pays développés. Toutefois, le marché financier reste encore un moyen de financement marginal ayant une part dans l'ensemble du système financier. Les premières recherches ont souligné le rôle du secteur bancaire dans la croissance économique .Dans ce contexte, King et Levine (1993a, b) pensent que le développement bancaire affecte la croissance économique dans un échantillon de plus de 80 pays. Cependant, il y a de multiples recherches précédentes et récentes qui ont mis l'accent sur les liens entre les marchés boursiers et le développement économique tels que Levine (1997) (Levinse Zervos, 1998), Beck, Demirguc et Levine (2000) et Levine, Loayza et Beck (2000).

Avec la croissance importante des marchés boursiers dans le cadre de la libéralisation financière et l'intégration internationale, un certain nombre d'études théoriques et empiriques ont mis l'accent sur les indicateurs du marché boursier et la croissance économique. Dans ce cadre, Levine et Zervos (1998) ont remarqué que le développement du marché boursier joue un rôle important dans la croissance économique

potentielle. En effet, les résultats de Beck et Levine (2004) ont confirmé ces Conclusions. Suite à l'utilisation d'un échantillon de 40 pays des données de panel et en appliquant la technique MCG, ils ont constaté que les marchés boursiers et les banques ont positivement influencé la croissance économique. Alors, la question est de savoir si les marchés boursiers favorisent la croissance économique et si elle a gagné une attention considérable dans les travaux de plusieurs chercheurs. Il existe peu d'études théoriques et empiriques sur les déterminants du développement des marchés boursiers dans les pays de la région MENA. En outre les pays de la région MENA se sont lancés dans des réformes économiques et des stratégies d'ajustement structurel. Cependant, ils n'ont pas encore vu le jour en tant que puissances économiques, ce qui peut expliquer le manque de recherche sur le marché des capitaux MENA (Ben Naceur, (2007)).

Par conséquent, le but de cet article est de contribuer à la revue de la littérature et de faire une analyse en profondeur de la région MENA. Il sert en effet à montrer et à identifier les principaux déterminants du développement du marché financier. En plus, il examine les différents indicateurs et stratégies qui permettent de mieux comprendre ce qui motive le développement du marché boursier dans cette région. Autrement dit, Notre objectif est de répondre à la question suivante : Dans quelle mesure les déterminants macroéconomiques et institutionnels influencent-ils le développement du marché boursier ?

Nous avons exploré dans ce document les déterminants institutionnels et macroéconomiques qui peuvent affecter le marché boursier. La portée de notre étude est appuyée sur 14 pays de la région MENA au cours de la période 2006-2015. Nous avons adopté deux méthodes économétriques diverses. Tout d'abord, nous avons utilisé une analyse des données de panel sous les effets des spécifications fixes et aléatoires. Et d'autre part, nous avons utilisé la technique des variables instrumentales.

Nos résultats montrent que, les facteurs macro-économiques tels que le taux d'épargne, le développement de l'intermédiaire financier, et la liquidité du marché boursier sont des déterminants importants du développement du marché boursier dans les pays de la région MENA. En outre, l'environnement institutionnel n'est pas un bon outil de prédiction de la capitalisation boursière. Ainsi, l'indice de risque politique n'a pas d'effet significatif sur le développement du marché boursier.

Par ailleurs, nous avons évité les lacunes de la littérature existante dans ce domaine. Les résultats de l'estimation des variables instrumentales montrent que nos résultats étaient inchangés. En fait, les facteurs macroéconomiques sont des déterminants important de la capitalisation boursière, et l'environnement institutionnel n'a pas d'effet sur le développement du marché boursier.

Le reste du document est structuré comme suit : la Section 2 fournit une brève revue de la littérature des déterminants macroéconomiques et institutionnels pour le développement du marché boursier. La section 3 présente les données et la méthodologie économétrique adoptée. Les résultats empiriques sont présentés et interprétés dans la section 4. Et enfin, la section 5 sera consacrée pour la conclusion et les recommandations.

## 2 - Revue de la littérature :

### a- Les déterminants du développement du marché boursier :

La littérature empirique sur la relation entre le développement financier et la croissance économique a connu un essor considérable à partir des travaux de King et Levine (1992, 1993). Toutefois, il serait intéressant de faire remarquer qu'il existe une divergence radicale entre les travaux consacrés à l'analyse du lien, la finance et la croissance. Même si dans leur grande tendance, la plupart des études ont conclu qu'il existe une relation positive entre la finance et la croissance, un certain nombre de recherches a apporté des preuves opposées à cette assertion. La revue de littérature liée au présent papier est intervenue surtout dans les travaux de Demirgüç-Kunt et Levine (1996), Levine et Zervos (1998), Garcia et Liu (1999), Boyd, Levine et Smith (2001), Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (2003), Ben Naceur et al. (2007), ainsi que Yartey (2008).

En effet, Ces recherches sont appuyées sur l'incidence de plusieurs déterminants macro-économiques et institutionnels, sur le développement des marchés financiers dans les pays développés et en développement. Contrairement à l'étude de Ben Naceur et al. (2007) réalisé avec un accent particulier sur la région MENA, nous avons ajouté aux facteurs macro-économiques, les déterminants institutionnels du développement du marché boursier dans cette région.

D'ailleurs, Il y a un désaccord entre les chercheurs sur la relation entre le développement du secteur financier et la croissance économique. Certains suggèrent que le développement du secteur bancaire a un effet positif sur la croissance économique (Berthélemy et Varoudakis, 1996; Christopoulos et Tsionas, 2004). Tandis que d'autres suggèrent que le secteur bancaire ne peut pas être avantageux pour la croissance (Singh, 1997). D'ailleurs les recherches actuelles ne trouvent pas une relation claire sur la relation entre le développement du secteur bancaire et le développement du marché boursier. En effet, le secteur bancaire est important pour le développement économique et plus encore pour le développement du marché boursier, car il offre aux investisseurs des liquidités en faisant progresser le crédit, et en facilitant l'épargne.

Dans les études sur le développement et finance, une relation causale entre le développement financier et la croissance économique a été suggéré selon trois axes: d'une part, l'approfondissement financier qui favorise la croissance économique; d'autre part, la croissance économique stimulant le développement financier; et troisièmement, le développement financier qui influence la croissance économique (Levine, 2005). Dans cette mesure, l'analyse des déterminants du développement du marché financier est devenue un sujet de premier plan au cours de ces dernières décennies. Dans cette littérature, les facteurs macro-économiques et institutionnels ont été trouvés pour être les forces motrices les plus importantes pour le développement des marchés boursiers.

Un grand nombre des recherches a prouvé l'importance des déterminants macro-économiques pour la

détermination du développement financier. Dans ce cadre, Demirguc-Kunt et Levine (1996) examinent la relation entre le développement du marché boursier et l'intermédiation financière dans les pays en développement. Ils trouvent que les indicateurs sont fortement corrélés avec le développement de l'intermédiation financière. En revanche, Levine et Zervos (1998) ont montré que le développement du marché boursier joue un rôle important dans la prédiction de la croissance économique potentielle.

Le développement du marché boursier est approximé par la variable capitalisation boursière exprimé en PIB. En effet, le développement du marché boursier est susceptible d'affecter les caractéristiques des rendements des titres à travers deux canaux. Le premier, le plus direct, est lié aux fonctions même du marché boursier qui doit faciliter les échanges, la diversification des risques, la fourniture de liquidité, le contrôle des entreprises, etc. En effet, plus la taille d'un marché boursier augmente, plus sa capacité à mobiliser les fonds et diversifier les risques sera augmenter. En outre, plus le marché est développé et liquide, plus les asymétries, en particulier l'asymétrie d'information, se réduisent (Levine et Zervos (1996)). La réduction des asymétries des informations, la liquidité et la diversification de risque attirent les investisseurs étrangers, et donc affectent positivement le niveau d'intégration financière. D'ailleurs, le deuxième canal indirect est exécuté par l'effet du marché financier sur les différents principes de l'économie. Ce dernier affecte de même la structure de rentabilité des titres financiers. Dans ce cadre on peut formuler les hypothèses suivantes :

*H1 : les déterminants macro-économiques ont un impact sur le développement du marché boursier.*

*H1(a) : les déterminants macro-économiques n'ont pas un impact sur le développement du marché boursier.*

#### **b- Les facteurs institutionnels comme déterminants du développement financier :**

La littérature emprunte couramment la définition des institutions à Douglas North. D'après North,(1990) les institutions sont les règles du jeu dans une société, ou plus explicitement, ce sont les contraintes humainement conçues qui conduisent les interactions humaines. D'ailleurs, les institutions construisent les incitations dans les échanges humains, aussi bien dans le domaine politique, économique et social. Le débat sur les différentes politiques à suivre pour assurer le développement financier dans les pays en développement, et voire même dans les pays développés, ne cesse d'être le centre d'une multitude de recherches et de suggestions.

Ces débats apparaissent surtout avec les travaux de McKinnon (1973), Shaw (1973) et repris dans les travaux de Greenwood et Jovanovic (1990), Roubini et Sala-i-Martin (1992), King et Levine (1993), sur le rôle primordial du secteur financier dans le développement économique. Les pays en développement qui ont essayé de s'intégrer à la sphère financière mondialisée depuis la fin des années 1980 ont toutefois connu des résultats plus ou moins mitigés.

Dans ce contexte, Rajan et Zingales (1998) examinent que l'état du système légal et du système financier sont les conséquences directes des forces politiques d'un tels pays. En essayant d'appuyer leur point de vue sur le lien entre les facteurs politiques et le développement financier, Beck et al. (2003) tiennent compte des différences du système politique dans l'étude de la relation entre le cadre légal, institutionnel et la finance.

Ils aperçoivent que le système légal justifie les différences, entre les pays, le degré du développement du marché financier, du système bancaire et de la protection des droits de propriété, même en tenant compte des variables de la qualité de l'environnement institutionnel.

Ce qui nous aide à formuler la deuxième hypothèse suivant :

*H2 : les déterminants institutionnels ont un impact sur le développement du marché boursier. H2(a) : les déterminants institutionnels n'ont pas un impact sur le développement du marché boursier.*

### **3. Etude empirique et méthodologie**

Notre intention initiale était de couvrir tous les pays de la région MENA, mais étant donné que certains pays n'ont pas encore établi des marchés boursiers (par exemple, Djibouti, Libye, Syrie et Yémen) et d'autres pays ont récemment mis en place des marchés boursiers (tels que : Algérie). Donc l'échantillon final inclus n'est que 14 pays MENA : Bahreïn, Egypte, Iran, Israël, Jordanie, Koweït, Liban, Malte, Maroc, Oman, Qatar, Arabie saoudite, Tunisie et Émirats arabes unis sur la période 2006-2015.

Nous avons vu qu'il existe certains courants théoriques qui considèrent qu'un environnement légal et institutionnel adéquat contribue au développement financier. Toutefois, d'autres travaux stipulent qu'il y a d'autres facteurs qui justifient plus le développement financier. L'intérêt de ce papier est d'apporter quelques précisions à ces suggestions.

Notre étude concerne la région de l'Afrique du Nord et du Moyen Orient (MENA) qui n'a pas encore fait l'objet d'études quant à la réalité de ses liens. Surtout, au propos de cet échantillon sélectionné qui a connu plusieurs réformes financière et institutionnelle sur la période étudiée. Plusieurs chercheurs considèrent le développement financier comme un déterminant de la croissance économique et s'interrogent sur les raisons pour lesquelles certains pays n'arrivent pas à assurer leur développement financier. En effet Un environnement institutionnel adéquat agissait positivement sur le développement du marché financier. Dans ce contexte, le développement institutionnel est considéré donc comme un déterminant direct du développement financier et comme un déterminant indirect de la croissance économique. Nous étudierons par la suite sur le plan empirique, la nature et l'intensité de ses liens. En

outre, le lien entre le développement financier et le développement institutionnel.

Nous avons utilisé le test de Hausman pour sélectionner l'estimation appropriée. Suite à ce test on rejette l'hypothèse nulle que les effets individuels ne sont pas corrélés avec les variables explicatives. Dans ce cas, l'estimation la plus appropriée serait alors le modèle à effets fixes. Alors que les techniques de données de panel (spécifications des effets fixes et des effets aléatoires) tiennent compte des caractéristiques des pays invariants dans le temps et les tendances temporelles qui peuvent influencer sur le développement du marché boursier, modèles à effets fixes et à effets aléatoires ne sont pas une panacée, car le lien de causalité inverse est l'erreur de mesure pourraient encore peser sur les estimations lorsque nous considérons la qualité institutionnelle.

Ainsi, lorsque nous avons examiné la qualité des institutions, nous avons utilisé la technique des variables instrumentales (IV) en plus la spécification des modèles à effets fixes ou à effets aléatoires.

#### **a- Présentation des modèles à estimer**

Le modèle à estimer est le suivant :

$$MCAP_{i,t} = \alpha_i + \beta MACRO_{i,t} + \theta INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Avec :

**MCAP**: C'est la variable dépendante définie par la capitalisation boursière en pourcentage de PIB. Avec  $i$  désigne l'effet spécifique au pays observé et  $t$  désigne l'effet temps.

**MACRO** : c'est l'ensemble des variables macroéconomiques composées de niveau de revenu, le taux d'épargne, taux d'investissement, crédit au secteur privé, le rapport M3 et PIB, la liquidité du marché boursier, et l'instabilité macro-économique.

**INST** : désigne l'ensemble des variables associées au développement institutionnel.

$\varepsilon$  : Est le terme d'erreur pour chaque observation.

#### **b- Description des données et définition des variables :**

L'approche adoptée dans ce papier de recherche était de modéliser l'impact des facteurs macro-économiques et institutionnels sur le développement du marché boursier dans les pays MENA au cours de la période de 2006-2015. Les données ont été collectées à partir des sources multiples tels que *World Development Indicators* (Banque mondiale, 2015). De plus, les variables institutionnels ont été recueillis auprès de la base de données *International Country Risk Guide (ICRG)*.

Les variables prises dans notre étude sont : la variable dépendante est le développement du marché



boursier. Suivant les travaux de Yartey (2008), nous avons mesuré le développement du marché boursier en utilisant la capitalisation boursière en pourcentage du PIB. En effet, cette mesure est égale à la valeur des actions divisée par le PIB. En outre, les variables indépendantes se composaient par l'ensemble de facteurs macroéconomiques et institutionnels.

Définition de variable dépendante : La variable dépendante dans ce travail est la capitalisation boursière exprimée en pourcentage du PIB. Cette variable mesure le niveau de développement du marché boursier.

Définitions des variables indépendantes : Les débats actuels de la littérature (Ben Naceur et al, 2007; Garcia et Liu, 1999) spécialisée mettent en relief six variables à plusieurs indicateurs :

- **Variables macroéconomiques :**

- **Niveau de revenu :** le revenu réel a été constaté par une forte corrélation avec la taille du marché boursier. Nous avons utilisé le logarithme du PIB réel en dollars américains pour mesurer le niveau de revenu. Pour éviter le problème de la causalité, nous utilisons carrément le niveau de revenu de l'année dernière. Nous nous attendions à avoir un impact positif sur le développement du marché boursier.

- **Epargne :** Le taux d'épargne est calculé comme le ratio de l'épargne brute en PIB. Nous nous attendions à un effet positif sur la taille du marché boursier.

- **Taux d'investissement :** L'investissement est considéré comme un déterminant important de la capitalisation boursière des marchés boursiers. Nous utilisons le ratio brut du capital fixe en PIB comme mesure de l'investissement. Nous nous attendons que cette mesure puisse avoir un impact sur le facteur déterminant de la capitalisation boursière.

- **Développement des intermédiaires financiers :** Nous utilisons deux indicateurs de développement des intermédiaires financiers. Le premier c'est le crédit domestique au secteur privé. Cet indicateur mesure le rôle des banques dans le financement à long terme à des sociétés privées. Le second indicateur c'est le rapport de la masse monétaire M3 au PIB. Ce rapport est une mesure de la taille du secteur bancaire par rapport à l'économie dans son ensemble.

- **Liquidité de marché boursier :** Nous avons utilisé deux indicateurs de liquidité du marché boursier : Dans un premier part, en utilise le taux de rotation c'est la valeur totale des actions nationales cotées divisé par la capitalisation boursière. Il indique le volume des opérations sur le marché boursier par rapport à sa taille. D'autres parts, on utilise le ratio de valeur négociée, qui est égale à la valeur totale des actions cotées sur la bourse de chaque pays en PIB. Nous nous attendons ainsi que cette mesure pouvait avoir un impact positif sur la capitalisation boursière car une grande quantité d'épargne est canalisée par les marchés boursiers.

- **Stabilité macroéconomiques :** La stabilité macroéconomique peut être un facteur important pour le développement du marché boursier. Pour déterminer l'impact de la stabilité macroéconomique sur la capitalisation boursière, nous avons utilisé deux indicateurs de la stabilité macro-économique: taux d'intérêt réel et l'inflation actuelle. Conformément aux études précédentes l'inflation a été utilisée comme

une mesure de la stabilité macroéconomique (Ben Naceur et al, 2007;. Garcia et Liu, 1999). Nous nous attendions à ce qu'il y aurait une forte relation négative entre ces deux indicateurs avec le développement du marché boursier.

- **Variables institutionnelles :**

L'étude de l'impact de l'environnement institutionnel sur le développement du marché boursier est liée à la littérature récente. Ce présent document se base aussi sur l'impact de la qualité des institutions sur le développement du marché boursier, car le renforcement des institutions dans un pays pourrait encourager les investisseurs étrangers à investir dans ce pays. Dans ce contexte, Yartey (2008) a montré que le risque politique et les institutions sont fortement associés à la croissance de la capitalisation boursière. D'ailleurs, le développement des institutions de bonne qualité (résolution du risque politique) peut être un facteur essentiel dans le développement du marché boursier dans les pays émergents. Et donc le développement des institutions peut améliorer l'attractivité des investissements et conduire au développement du marché boursier. Pour évaluer le rôle des institutions publiques dans la détermination de l'évolution du marché boursier, nous avons construit un indice de risque politique annuel composite en utilisant les variables ICRG du groupe PRS.

L'indice composite est la somme des 12 indices de stabilité du gouvernement, les conditions socio-économiques, profil d'investissement, les conflits internes, conflits externes, la corruption, la politique militaire, la religion dans la politique, la loi et l'ordre, les tensions ethniques, la responsabilité démocratique, et la qualité de la bureaucratie.

Pour mesurer l'impact de la qualité des institutions sur les flux des capitaux des pays riches vers les pays pauvres, Alfaro, Kalemli-Ozkan et Volosovych (2008) ont construit un indice annuel composite en utilisant les variables ICRG du groupe PRS (2001). Dans cette mesure Papaïonnou (2009) a également utilisé un proxy de la qualité des institutions, un indicateur composite construit par PRS, à savoir, l'ICRG rating "risque politique". Les quatre mesures ont été choisies en raison de leur importance dans la littérature empirique récente. Yartey (2008) a montré que les quatre indicateurs les plus importants pour le développement du marché boursier se sont : la loi et l'ordre, corruption, la responsabilité démocratique, et la qualité de la bureaucratie.

Cet indice est compris entre zéro et cent, avec des valeurs inférieures suggérant des institutions peu performantes. Nous nous attendions à voir des pays avec une bonne qualité des institutions et donc à faible risque politique d'avoir des marchés boursiers bien développés. Dans ce sens, Yartey (2008), qui a fait valoir que l'indicateur de risque politique a un problème dans le sens où il donne très peu de direction vers le ciblage d'un aspect particulier des institutions. Nous avons examiné l'impact de quatre sous-indicateurs de l'indice ICRG composite du développement du marché boursier: la loi et l'ordre, la qualité de la

bureaucratie, la responsabilité démocratique, et la corruption.

- **Loi et ordre:** [0-6] indice où des scores plus élevés indiquent des institutions saines politiques, un système judiciaire fort et des provisions pour une succession ordonnée du pouvoir.
- **Corruption:** évalue le niveau de corruption dans le pays. Le classement va de 0 à 6 points. Un classement élevé (proche de 6) indique que la corruption est très répandue et donc un "risque plus faible".
- **Responsabilité démocratique:** [0-4] ceci est une mesure de la réactivité du gouvernement est de son peuple.
- **Qualité du cadre réglementaire :** Cet indicateur mesure la capacité des pouvoirs publics à élaborer et à appliquer de bonnes politiques et réglementations favorables au développement du secteur privé, il mesure également les entraves règlementaires au fonctionnement des marchés.

#### 4- Résultats et discussions:

Les résultats ont été regroupés et présentés en trois sous-sections: la première partie consacré pour les déterminants macroéconomiques du développement du marché boursier, ensuite la deuxième partie réservée pour étudier l'impact de la qualité du développement institutionnel sur le développement du marché boursier, et enfin la troisième partie est destinée pour étudier l'effet des déterminants macroéconomiques et institutionnels sur développement du marché boursier. On annonce à ces trois catégories, le tableau 1 présente des statistiques descriptives sur les différentes variables.

**Tableau 1 : statistique descriptive.**

Variable	moyenne	Std.Dev.	Minimum	Maximum
<b>Capitalisation boursière</b>	58.974	34.227	12.264	238.673
<b>Niveau de revenu</b>	9.051	1.261	6.549	11.037
<b>Taux d'épargne</b>	26.909	26.030	-36.559	74.613
<b>Taux d'investissement</b>	24.147	6.279	12.611	46.016
<b>Valeur de transaction</b>	22.730	40.711	0.353	372.259
<b>Ratio de rotation</b>	29.541	29.211	0.893	136.907
<b>Crédit domestique</b>	65.274	32.553	25.949	268.054
<b>M3/PIB</b>	98.364	66.881	31.713	256.926
<b>Inflation</b>	5.030	5.970	-4.863	39.266
<b>Taux d'intérêt</b>	2.168	7.831	-19.926	43.501
<b>Indice de Risque politique</b>	2.350	0.368	1.416	3.166

A la lumière des résultats de l'analyse descriptive, l'étude des statistiques descriptives permet de déterminer les principales caractéristiques des différentes variables. D'après le tableau 1 nous constatons que la variable dépendante, mesurée par la capitalisation boursière en pourcentage de PIB, affiche un niveau moyen de valeur 58.974. D'autre part, le tableau 1 montre aussi qu'en moyenne le niveau de

revenu marque un niveau de 9.051 avec une valeur maximale de 11.037 et minimale 6.549. Or, le taux de rotation présente un niveau moyen de 29.541 et maximal de 136.907 avec une valeur minimale de 893 ce qui confirme nos attentes. Autrement dit le volume de transaction augmente et en même temps la capitalisation boursière diminue mais reste positive. D'ailleurs, l'indice de risque politique est un indicateur excellent qui représente le développement institutionnel et un niveau moyen de 2.350 et se situe entre 1.416 et 3.166.

#### A- Impact des déterminants macroéconomiques sur le développement du marché boursier.

**Tableau 2 : Les déterminants macroéconomiques du développement du marché**

#### **boursier**

noisergeR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Niveau de revenu	0.977 (0.260)	0.291 (5.163)	0.907 (-1.092)	0.896 (-1.227)	0.991 (-0.106)	0.958 (0.491)	0.277 (5.407)	3.963 (0.456)	0.286 (5.335)	0.273 (5.340)
Taux d'épargne	<b>0.001***</b> (7516.402)		<b>0.002***</b> (7400.542)	<b>0.000***</b> (9247.807)	<b>0.002***</b> (7243.985)	<b>0.002***</b> (7459.748)				
Taux d'investissement		<b>0.021**</b> (1.093)					<b>0.007***</b> (1.268)	<b>0.043**</b> (1.020)	<b>0.031**</b> (1.039)	<b>0.018 **</b> (1.125)
Crédit domestique	<b>0.049**</b> (0.189)	<b>0.099*</b> (0.150)		<b>0.059*</b> (0.186)	<b>0.043**</b> (0.195)	<b>0.048**</b> (0.192)		<b>0.089*</b> (0.164)	<b>0.087**</b> (0.158)	<b>0.088**</b> (0.157)
M3/PIB			<b>0.089 *</b> (0.443)				0.448 (0.076)			
Valeur de transaction	<b>0.007***</b> (0.162)	<b>0.000***</b> (0.247)	<b>0.004 ***</b> (0.174)		<b>0.009***</b> (0.156)		<b>0.000***</b> (0.251)		<b>0.000**</b> * (0.241)	<b>0.000***</b> (0.245)
Ratio de rotation				0.190 (0.162)				<b>0.017**</b> (0.277)		
Inflation					0.269 (0.487)				0.440 (0.333)	
intérêt						0.801 (-0.058)				0.462 (-0.169)
R2	<b>0.162</b>	<b>0.246</b>	<b>0.219</b>	<b>0.189</b>	<b>0.234</b>	<b>0.226</b>	<b>0.121</b>	<b>0.180</b>	<b>0.221</b>	<b>0.234</b>

H-statistic (Hausman specification)	0.004 FE	0.651 RE	0.002 FE	0.000 FE	0.006 FE	0.005 FE	0.121 RE	0.832 RE	0.688 RE	0.682 RE
---	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Note : estimations de panel de 14 pays de la région MENA. La variable dépendante est la capitalisation boursière en pourcentage de PIB. H statistiques correspondent au test Hausman de comparaison entre modèle à effets fixes (FE) ou à effets aléatoires (RE). Les statistiques T pour les coefficients sont entre parenthèses\*\*\*, \*\*, \* sont les seuils de significativité respectivement à 1 %, 5 % et 10 %.

Le tableau 2 résume les résultats des modèles à effets fixes et aléatoires pour l'échantillon des 14 pays de la région MENA sur la période allant de 2006 à 2015. Dans la première colonne du tableau 2, nous présentons les résultats lorsque nous incluons les variables suivants : le revenu de la dernière année, le taux d'épargne de l'année dernière, le crédit domestique au secteur privé divisé par le PIB et la valeur de transaction en pourcentage de PIB dans la régression (1). Ceci est utilisé comme régression de base. Les résultats ont montré que le taux d'épargne et crédit domestique au secteur privé et valeur de transaction ont un effet positif et significatif sur la capitalisation boursière respectivement à niveau 1%, 5% et 1%. A l'inverse, le revenu de l'année dernière a un effet positif sur la capitalisation boursière mais statistiquement pas significatif. Ce résultat a été confirmé par les travaux de Chrief et Gazdar (2010). Ils ont montré que sur un échantillon de 14 pays de la région MENA sur la période 1990-2007 que suite à l'augmentation de taux d'épargne de l'année dernière par un point de pourcentage, la capitalisation boursière augmente de 1,58 point de pourcentage. Ce qui implique que la plupart de l'augmentation de l'épargne est canalisée à travers les marchés boursiers. Si la valeur échangée au PIB accroît d'un point de pourcentage, la capitalisation des augmentations de marché par 1,06 point de pourcentage. Par conséquent, la liquidité du marché boursier a un effet positif sur la capitalisation boursière. Les intermédiaires financiers favorisent également le développement du marché boursier. Lorsque le crédit domestique au secteur privé augmente par un point de pourcentage, la capitalisation augmente du marché boursier par 1,22 point de pourcentage.

Ensuite, afin de tester l'effet du taux d'investissement sur la capitalisation boursière. Nous incluons dans la régression (2) les variables suivantes : le taux d'investissement au lieu de taux d'épargne.

Le résultat a montré que le taux d'investissement a un effet positif sur la capitalisation boursière et statistiquement significative au seuil de 5%. Ceci confirme que le taux d'investissement est un bon prédicteur de la capitalisation boursière, puisque son coefficient est significatif. Ce résultat est compatible avec celle de Chrief et Gazdar (2010).

D'ailleurs, pour tester l'incidence du développement des intermédiaires financiers sur la capitalisation boursière. Nous estimons la régression (3) qui comprend M3 par rapport au PIB au lieu de crédit domestique au secteur privé.

Ceci confirme l'impact positif du développement des intermédiaires financière sur le développement

du marché boursier ainsi que significatif au seuil de 10%. En Comparant les régressions (1) et (3), nous avons marqué que le crédit domestique au secteur privé semble être une meilleure mesure de l'intermédiaire financier et un meilleur prédicteur du développement du marché boursier. Si M3 par rapport au PIB augmente d'un point de pourcentage, la capitalisation du marché augmente de 10 points de pourcentage. Celui-ci est conforme à nos attentes. Ceci a été confirmé aussi par les travaux de Chrief et Gazdar (2010). En revanche, Ben Naceur et al, (2007) Et Garcia et Liu (1999) ont trouvé une relation positive entre le développement du secteur bancaire et le développement du marché boursier. En plus, Yartey (2008) a trouvé une relation positive; cependant, il a été constaté qu'un très haut niveau de développement du secteur bancaire peut avoir des effets négatifs parce que les marchés boursiers et les banques ont tendance à se substituer en tant que sources de financement.

Maintenant on intègre une autre mesure de liquidité du marché boursier afin de voir son incidence sur ce dernier. Donc nous estimons la régression (4) qui comprend le ratio de rotation au lieu de la valeur de transaction. Le taux de rotation a un effet positif mais statistiquement non significatif sur la capitalisation boursière. En Comparant les régressions (1) et (4), nous pouvons voir que la valeur de transaction en pourcentage du PIB n'est pas un bon indicateur de la liquidité du marché boursier. Ceci est compatible avec le résultat de Chrief et Gazdar (2010).

Nous introduisons maintenant le variable inflation dans le modèle (5), afin de mesurer l'incidence de la stabilité macroéconomique sur le développement financier. On constate que l'inflation a un signe positif, même si elle n'est pas statistiquement significative.

Et après afin d'examiner l'effet du taux d'intérêt sur la capitalisation boursière. Nous avons adopté le taux d'intérêt à la place de taux d'inflation dans le modèle (6). Les résultats montrent que, le taux d'épargne, et la valeur de transaction sont tous positifs et statistiquement significatifs. Cependant le taux d'intérêt a un effet négatif et statistiquement non significatif. Ensuite, le revenu de la dernière année a un effet positif mais statistiquement non significatif.

Ces résultats sont compatibles avec celles des résultats trouvés par Ben Naceur et al, (2007) qui ont trouvé que l'instabilité macro-économique a une relation négative et significative avec une capitalisation boursière. Boyd et al, (2001) ont trouvé une relation non linéaire entre l'inflation et le développement du marché du boursier. Dans ce cadre l'inflation augmente, l'impact marginal sur le développement du marché boursier diminue rapidement. D'ailleurs ces résultats ont été confirmés par les travaux de Yartey (2008) qui a montré qu'il n'y a pas une relation significative entre l'inflation et le développement du marché boursier. D'ailleurs, lorsque le niveau de la stabilité économique est élevé ceci va encourager les investisseurs à participer largement au marché boursier parce que l'environnement d'investissement est prévisible. En outre, la stabilité macroéconomique influence la rentabilité des entreprises, et donc les prix des titres sur le marché boursier sont susceptibles d'augmenter. En outre, les investisseurs qui connaissent un gain en capital sont plus susceptibles de canaliser leur épargne sur le marché boursier à travers

l'augmentation de leurs investissements, et donc cela permettra d'améliorer le développement du marché boursier.

Enfin, pour vérifier l'hypothèse selon laquelle le taux d'investissement est un meilleur prédicteur de la capitalisation boursière que le taux d'épargne, nous avons comparé les régressions de (3) - (6) avec les régressions (7) - (10) lorsque nous utilisons le taux de l'investissement au lieu de taux d'épargne. Les résultats ont démontré que le taux d'épargne et le taux d'investissement sont deux meilleurs indicateurs qui expliquent le développement boursier.

## B- Qualité institutionnelle et développement du marché boursier

**Tableau 3 : déterminants institutionnel et développement du marché boursier dans les pays de la région MENA**

Régression	Estimation de technique de panel	IV estimation (instrument = fragmentation ethnique)	IV estimation (instrument = polarisation ethnique)	IV estimation (instrument = fragmentation ethnique et polarisation ethnique)
Revenu	0.852 (-0.19)	<b>0.098***</b> (4.5 3)	<b>0.084***</b> (4.727)	<b>(0.089)***</b> (4.633)
Epargne	0.48 (0.629)	0.163 (0.166)	0.161 (0.166)	0.162 (0.166)
Crédit domestique	<b>0.010**</b> (2.62)	0.333 (0.11)	0.289 (0.119)	0.307 (0.114)
Valeur de transaction	<b>0.009*</b> (-2.650)	<b>0.034**</b> (0.357)	<b>0.035**</b> (0.355)	<b>0.035**</b> (0.356)
Indice de risque politique	0.314 (-1.01)	0.561 (6.65)	0.642 (5.137)	0.578 (6.001)
R2	<b>0.109</b>	<b>0.142</b>	<b>0.144</b>	<b>0.143</b>
P-values (Hausman test)	<b>0.0963***</b> (FE)			
P-values (Hansen J-test)				<b>0.588</b>

Note: Estimation panel (modèle 1) et estimation des variables instrumentales (modèle 2, 3, 4) pour 14 pays de région MENA. La variable dépendante est la capitalisation boursière en pourcentage de PIB. H-Statistique correspond au test de Hausman pour la comparaison entre les spécifications des effets fixes (FE) ou aléatoire (RE). Les statistiques T pour les coefficients sont entre parenthèses. J-test correspond au test de Hansen. Les statistiques T pour les coefficients sont entre parenthèses\*, \*\*, \*\*\* sont les seuils de significativité respectivement à 1 %, 5 % et 10 %. Nous avons utilisé la fragmentation ethnique comme instrument dans le modèle (2), l'indice ethnique de polarisation comme instrument dans le modèle (3), et les fragmentations ethnique et de polarisation ethnique comme des instruments dans le modèle (4).

On a étudié, l'impact du développement institutionnel sur le développement du marché boursier. Les

résultats d'estimation des données panel et de technique des variables instrumentales sont présentés dans le tableau 3. En effet, pour vérifier l'incidence de la qualité des institutions sur le développement du marché boursier. Nous avons ajouté l'indice de risque politique à notre régression de base. Comme nous pouvons le voir, la valeur de transaction a un effet négatif et statistiquement significatif au seuil de 5% ainsi que le crédit domestique au secteur privé qui a un effet positif et statistiquement significatif au seuil de 1% sur le développement du marché boursier. D'ailleurs, le niveau de revenu et l'indice de risque politique ont un effet négatif mais statistiquement non significatif sur la capitalisation boursière en pourcentage de PIB. L'épargne a également un effet positif mais statistiquement non significatif. Ce résultat indique que l'environnement institutionnel n'est pas un bon prédicteur de l'évolution du marché boursier dans les pays de la région MENA.

Notre deuxième approche consiste à utiliser une régression des variables instrumentales (IV). En utilisant des instruments qui ne sont pas soumis à la causalité inverse et peut expliquer la variation institutionnelle. D'après les travaux de Daude et Stein (2007), nous utilisons les indicateurs de la diversité ethnique comme un instrument. En effet, La Porta et al, (1999) ont souligné que la diversité ethnique conduit à la corruption. Plusieurs auteurs ont montré une relation positive entre la diversité ethnique et la mauvaise performance économique. Ceci est un résultat de la forte probabilité de conflit associé à une société hautement fonctionnalisés. En effet, de nombreuses études récentes utilisant l'indice de fragmentation ethnolinguistique comme un indicateur d'hétérogénéité ethnique. Dans ce contexte, Aghion et al. (2004) ont montré que la fragmentation et les institutions raciale ne sont pas indépendants les uns des autres. Pour cela, nous utilisons dans la régression (2) un indice de fragmentation ethnolinguistique de Roeder (2001) comme un instrument d'indice de risque politique.

Le premier résultat traduit, en termes de significativité, des valeurs analogues aux modèles à effet fixes. Ainsi que l'indice de risque politique à un signe négatif, mais statistiquement non significatif. D'ailleurs, Fearon (2003) établit que l'indice de fragmentation ne peut pas capturer des différences importantes dans les structures ethniques. De même, Montalvo et Reynal-Querol (2005) ont fait valoir que la mesure de l'hétérogénéité ethnique appropriée pour capturer le conflit potentiel devrait être une mesure de polarisation. En fait, en accord avec Horowitz (1985), Montalvo et Reynal-Querol (2005) ont montré que la plupart des conflits graves se posent dans les sociétés où une importante minorité ethnique est confrontée la majorité ethnique. Donc l'indice de fragmentation ethnique n'est pas en mesure de saisir cette idée approprié.

Pour cela, dans la régression (3) nous avons utilisé la polarisation ethnique de Montalvo et Reymal-Querol (2005) comme un instrument de qualité institutionnelle. Comme nous avons vu avec l'indice de fragmentation ethnolinguistique, cette stratégie d'instrumentation suggère également que l'indice de risque politique n'a aucun effet significatif sur la capitalisation boursière. Ainsi, l'indice de risque politique



semble un déterminant n'est pas significatif du développement du marché boursier.

Dans la régression (4), nous avons utilisé les deux indicateurs de la diversité ethnique (fragmentation ethnique et la polarisation ethnique) en tant qu'instruments de développement institutionnel. Cette approche est la plus efficace, car elle permet d'obtenir un ajustement de phase solide et plus correctement séparer les composants des institutions exogènes. Il est également utile, car ayant plus d'un instrument, on peut tester la validité d'instrument performant. Nous avons utilisé le test de Hansen (J- test) pour vérifier l'hypothèse nulle. Autrement dit de savoir si les instruments pour les institutions que nous avons choisis sont valables. La probabilité du test est de 0.588 > 0.05. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse nulle  $H_0$ , de validité des instruments.

### C. Des déterminants institutionnels sur développement du marché boursier

**Tableau 4 : l'effet de chaque indicateur de l'indice de risque politique sur le développement du marché boursier.**

Régression	(1)	(2)	(3)	(4)
Niveau de revenu	0.595 (3.039)	0.871 (-1.613)	0.830 (1.326)	0.771 (1.769)
Epargne	0.249 (0.314)	0.771 (0.141)	0.269 (0.322)	0.826 (0.069)
Crédit domestique	<b>0.014**</b> <b>(0.247)</b>	<b>0.012**</b> <b>(0.262)</b>	<b>0.033**</b> <b>(0.218)</b>	<b>0.028**</b> <b>(0.218)</b>
Valeur de transaction	0.380 (0.395)	<b>0.008***</b> <b>(-6400.670)</b>	0.332 (0.497)	0.453 (0.377)
Qualité bureaucratique		0.673 (18.02)		
Corruption	0.406 (-23.137)			
responsabilité			0.318 (35.096)	
Loi et ordre				<b>0.041**</b> <b>(118.894)</b>
R2	<b>0.109</b>	<b>0.142</b>	<b>0.144</b>	<b>0.143</b>
H- statistique (Hausman spécification)	<b>0.11</b> (RE)	<b>0.10*</b> (FE)	<b>0.13</b> (RE)	<b>0.13</b> (RE)

Note : les estimations du panel des 14 pays de la région MENA. La variable dépendante est la capitalisation boursière en pourcentage de PIB. H -Statistique correspond au test de Hausman pour la comparaison entre les spécifications des effets fixes (FE) ou aléatoire (RE). Les statistiques T pour les coefficients sont entre parenthèses. \*\*\*, \*\*, \* sont les seuils de significativité respectivement à 1 %, 5 % et 10 %.

Comme on a mentionné précédemment, le problème avec le concept de l'indice de risque politique c'est qu'il nous dit très peu sur l'aspect des politiques de l'institution qui devraient être ciblées pour le changement.

Pour combler cette lacune, l'article a étudié l'impact de chaque indicateur qui mesure

l'indice du risque politique sur le développement du marché boursier. Les résultats sont présentés dans le tableau 4. En effet, dans la régression (1), nous avons utilisé la protection contre l'indice de corruption. Le coefficient de corruption est statistiquement non significatif au niveau de confiance standard.

D'ailleurs, dans la régression (2), nous avons examiné l'effet de la qualité bureaucratique. En effet, une bonne qualité de la bureaucratie améliore la capacité réglementaire des pays et devrait donc être positivement associée au développement du marché boursier. Cependant, le résultat montre que la qualité de la bureaucratie ne semble pas un facteur déterminant du développement du marché boursier. La responsabilité démocratique (régression (3)) ne semble pas aussi être un déterminant important de la capitalisation boursière dans les pays de la région MENA. En outre dans la régression (4), nous avons examiné l'effet de l'indicateur loi et ordre. Le résultat montre que l'indicateur loi et ordre a un effet positif et statistiquement significatif au niveau de 5%.

## **5. Conclusion et recommandations**

Le développement du marché boursier est une partie intégrante du développement financier, ce dernier participe à la croissance économique. Dans cet article, nous avons mis en évidence le rôle des variables macro-économiques et institutionnelles sélectionnées pour expliquer le développement du marché boursier dans 14 pays de la région MENA associé à la période allant de 2006 jusqu'au 2015. Selon des études antérieures, les facteurs institutionnels tels que : la loi et ordre, la corruption, la responsabilité démocratique et la qualité bureaucratique sont des déterminants importants du développement du marché boursier dans les marchés émergents. En effet, la résolution du risque politique peut augmenter la confiance des investisseurs et attirer les investissements étrangers.

L'analyse empirique a débouché sur trois résultats importants : Tout d'abord, nous avons constaté que le taux d'épargne, le taux d'investissement, l'intermédiation financière et la liquidité du marché boursier, présentent des déterminants importants du développement du marché boursier alors que le niveau de revenu, le taux d'intérêt et l'inflation se révèle non significatifs. Ensuite, le secteur bancaire est un complément au marché boursier aussi bien pour le financement des investissements ainsi que pour le déclenchement du processus de croissance dans les pays en question.

Ces premiers résultats sont généralement en accord avec la littérature théorique et empirique. En effet, lorsque nous avons examiné l'environnement institutionnel, et contrairement à certaines recherches récentes (Yartey, 2008), nous avons constaté que l'indice du risque politique n'a aucun effet significatif sur la capitalisation boursière. Nos résultats sont robustes à l'utilisation de différentes stratégies économétriques. Etant donné que l'instrumentation de l'indice de risque politique à la fois par la

fragmentation ethnique et la polarisation ethnique, les résultats étaient similaires à ceux des estimations de données de panel. Sur un autre plan nos résultats ont des implications politiques importantes pour les pays de la région MENA. Dans un premier temps, la croissance économique joue un rôle important dans le développement du marché boursier. Dans un deuxième temps, un secteur bancaire bien développé s'avère important pour le développement du marché boursier dans les pays de la région MENA ce qui lui permet de jouer un rôle moteur dans la promotion du marché boursier. En suite, l'épargne est un facteur important du développement des marchés boursiers dans les pays de la région MENA. En revanche, Les deux mesures de la liquidité du marché boursier se sont avérés avoir un effet positif et statistiquement significatif sur le développement du marché boursier. Ces résultats sont cohérents avec les études antérieures et la prédiction de cette étude parce que nous croyons que le marché liquide offre aux investisseurs la possibilité de faire des affaires sur le marché par le biais de l'achat et la vente de titres. De même, il offre la possibilité aux investisseurs d'accéder à leurs économies dans le marché boursier (Yartey, 2008). La possibilité d'accéder à des économies minimise les risques et augmente donc la confiance des investisseurs. Ensuite, Les résultats de la stabilité macro-économique en utilisant les deux mesures (taux d'inflation et taux d'intérêt réel) étaient inattendues, car nous avons supposé qu'un environnement stable est automatiquement favorable au développement du marché boursier. Cependant, on n'a pas trouvé de résultats significatifs. Nous attribuons ce constat au fait que l'inflation augmente, les prix des actions vont augmenter suite aux tendances générales des prix. Et donc quand le taux d'inflation accroît, Il y a une possibilité d'augmenter la capitalisation boursière.

Enfin, même si nos résultats empiriques ne montrent pas un effet positif sur la qualité des institutions sur le développement du marché boursier, les pays de la région MENA doivent améliorer leur cadre institutionnel parce que les bonnes institutions réduisent le risque politique. Puisque ce dernier est un facteur important dans la décision d'investissement.

## **RÉFÉRENCES:**

- Asli Demirguc-Kunt et Ross Eric Levine (1996). Stock markets, corporate finance, and economic growth: An overview. *World Bank Economic Review*, 10 (2), 223-239.
- Badi Baltagi, Panicos Demitriades, and Siong Hook Law (2007). Financial development, openness and institutions: Evidence from panel data. *Center for Policy Research Working Papers No.7*.
- Charles Amo Yartey(2008). The determinants of stock market development in emerging economies: Is South Africa different? *IMF Working Paper No.08/32*.
- Christian Daude, Ernesto Stein (2007) the quality of institutions and foreign direct investment. *Economics & Politic*, 19 (3), 317-344.
- Djankov Simeon, Caralee McLiesh, et Andrei Shleifer (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, 84 (2), 299-329.

- Donald L. Horowitz (1985). *Ethnic Group in Conflict*. Berkeley: University of California Press.
- Easterly, W., et Ross Eric Levine (1997). Africa's growth tragedy: Policies and ethnic divisions. *Quarterly Journal of Economic*, 112 (4), 1203-1250.
- Edda Zoli (2007). *Financial development in emerging Europe: The unfinished agenda*. IMF Working Paper No. 07/245.
- Edward Shaw (1973). *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press).
- Enrico Perotti et Pieter Van Oijen (2001). Privatisation, political risk and stock market development in emerging economies. *Journal of International Money and Finance*, 20 (1), 43-69.
- Geert Bekaert et Campbell R. Harvey (1995): Time-Varying World Market integration, *Journal of finance* vol, L, NO 2. June 1995.
- Geert Bekaert et Campbell R. Harvey (1997): emerging equity market volatility. *Journal of financial Economics* 43. (1997) 29-77.
- Ibtissem Missaoui et Tarek Bouchaddekh (2015) : l'impact du développement du marché boursier sur le coût des capitaux propres : validation empirique sur la BVMT. ISSN 1923-2993 *Journal of Academic Finance (J.A.F.)* N° 5 fall 2015
- James D. Fearon (2003). Ethnic and cultural diversity by country. *Journal of Economic Growth*, 8 (2), 195-222.
- John Gurley, et Edward Shaw. (1967). *Financial Structure and Economic Development*. *Economic Development and Cultural Change*, 15(3):pp. 257-268. <http://www.jstor.org/stable/1152277>
- John H. Boyda, Ross Levinea et Bruce D. Smithb (2001). The impact of inflation on financial sector performance.
- José G. Montalvo Marta Reynal-Querol (2005). Ethnic polarization, potential Conflict and civil wars. *American Economic Review*, 95 (3), 796-816.
- Jubaedah1, Ivan Yulivan et Abdul Razak Abdul Hadi (2016). The Influence of Financial Performance, Capital Structure and Macroeconomic Factors on Firm's Value – Evidence from Textile Companies at Indonesia Stock Exchange. *Applied Finance and Accounting* .
- Laura Alfaro, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych (2008). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation. *Review of Economics and Statistics*, 90 (2), 347-368.
- Marco Carrieri, Marta Bacchi, Romeo Bellini, et Stefano Maini (2003). On the competition occurring between *Aedes albopictus* and *Culex pipiens* (Diptera: Culicidae) in Italy. *Environ Entomol.* 2003;32:1313–1321.
- Marco Pagano (1993). Financial markets and growth: An overview. *European Economic Review*, 37 (2-3), 613-622.

- Monther Cherif et Koathar Gazdar (2010). Determinants of stock market development Produced by The Berkeley Electronic Press.
- Paolo Mauro (1995). Corruption and growth. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), 681-712.
- Patrick Sevestre (2002), *Econométrie des données de panel*, Dunod: Paris.
- Philip Roeder (2001). Ethnolinguistic Fractionalization (ELF) Indices, 1961 and 1985. Retrieved from <http://weber.ucsd.edu/~proeder/elf.html>.
- Philippe Aghion, Alberto Alesina, Francesco Trebbi (2004): Endogenous political institutions. *Quarterly Journal of Economics*, 119 (2), 565-613.
- Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert W. Vishny. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1131-1150.
- Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert W. Vishny (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 53 (1), 1131-1155.
- Rami Zeitun, Gary Tian, Steve Keen (2007). Macroeconomic determinants of corporate performance and failure: evidence from an emerging market the case of Jordan. *Corporate Ownership and Control*, 5 (1), 179-194.
- Robert G. King et Ross Levine (1993a). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Journal of Economics*, 10 (3), 717-738.
- Robert G. King et Ross Levine (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), 513-542.
- Roland Hodler. (2007). Institutions, trade and the political economy of financial development. NNCR Trade Regulation, Swiss National Centre of Competence in Research, Working paper No. 2007/27.
- Ronald McKinnon (1973) *Money and Capital in Economic Development* Washington D.C.: The Brookings Institution
- Ross Eric Levine (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35 (2), 688-726
- Ross Eric Levine (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion and S. Durlauf (Eds.), *Handbook of economic growth*. Elsevier: Amsterdam.
- Ross Eric Levine et Sara Zervos (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88 (3), 537-558.
- Ross Eric Levine Loayza, N. et Beck, T. (2000). Financial intermediation and economic growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46 (1), 31-77.
- Roubini et Sala-i-Martin (1992): Growth model of inflation, tax evasion and financial repression. Center discussion paper. NO.658.
- Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani et Mohamed Omran (2007). The determinants of stock

market development in the MENA region. *Managerial Finance*, 33 (7), 477-489.

- Siong Hook Law, Muzafar Shah Habibullah. (2009). The determinants of financial development: Institutions, openness and financial liberalization. *South African Journal of Economics*, 77 (1), 45-58.

- Sourafel Girma et Anja Shortland (2008). The political economy of financial development. *Oxford Economic Papers*, 60 (4), 567-596.

- Thorsten Beck et Ross Eric Levine (2004). Stock markets, banks and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28 (3), 423-442.

- Thorsten Beck et Ross Eric Levine et Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 261-300.

- Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt et Ross Eric Levine (2000). A new database on financial development and structure. *World Bank Economic Review*, 14 (3), 597-605.

- Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt, A., et Ross Eric Levine (2003). Law, endowments, and finance. *Journal of Financial Economic*, 70 (2), 137-181.

- Valeriano F. Garcia et Lin Liu (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal of Applied Economics*, II (1), 29-59.