REVUE FRANCAISE D'ECONOMIE ET DE GESTION

ISSN: 2728-0128

RESEARCH ARTICLE

Developpement financier et croissance en CEDEAO : role des institutions

AUTHORS

Gbame Herve Daniel

Hermann Abbe

NIAMKE Abrofie Emmanuel Serge

ILMIN LIBRARY • ACADEMIC FREE ACCESS

https://ilminlibrary.com

Revue Française d'Economie et de Gestion
ISSN : 2728- 0128
Volume 3 : Numéro 9

Développement Financier et Croissance Economique dans les pays de la CEDEAO : Le rôle de la qualité des institutions

Financial Development and Economic Growth in ECOWAS countries : The role of Institutional Quality

GBAME Hervé Daniel
Enseignant chercheur
Université Jean Lorougnon GUEDE de Daloa (Côte d'Ivoire)
Laboratoire d'Analyse et de Recherches en Economie et Gestion (LAREG)
grvdaniel@yahoo.fr

HERMANN Abbé
Enseignant chercheur
Université Virtuelle de Côte d'Ivoire
Unité de Recherche et d'Expertise Numérique (UREN)
hermannabbe@gmail.com

NIAMKE Abrofié Emmanuel Serge
Master 2
Institut Universitaire d'Abidjan (IUA) (Côte d'Ivoire)
emmanuelniamke97@gmail.com

Date de soumission : 18/07/2022

Date d'acceptation : 01/09/2022

Pour citer cet article :

GBAME.H.D& AL. (2022) «Développement Financier et Croissance Economique dans les pays de la CEDEAO : Le rôle de la qualité des institutions », Revue Française d'Economie et de Gestion «Volume 3 : Numéro 9 » pp : 45 – 68.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License

Résumé

Cette étude examine les effets de la qualité des Institutions dans la relation entre le développement financier et la croissance économique dans les pays de la CEDEAO sur la période 1996-2019. Se basant sur les méthodes DOLS en donnée de panel, l'étude montre que le développement financier a un effet positif sur la croissance économique tandis que la qualité institutionnelle a un effet positif et non significatif sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. Par ailleurs, la qualité des institutions combinée au développement financier améliore la croissance. L'étude suggère le renforcement des politiques du développement institutionnel pour créer un cadre favorable pour les investisseurs et booster la croissance économique dans la région. Elle recommande également l'amélioration du climat des affaires afin d'attirer davantage des investisseurs.

Mots clés : Croissance économique ; qualité institutionnelle ; données de panel ; CEDEAO.

Abstract

This study examines the effects of the quality of institutions in the relationship between financial development and economic growth in ECOWAS countries over the period 1996-2019. Based on DOLS methods in panel data, the study shows that financial development has a positive effect on economic growth while institutional quality has a positive and non-significant effect on economic growth in ECOWAS countries. Moreover, the quality of institutions combined with financial development improves growth. The study suggests the strengthening of institutional development policies to create a favorable framework for investors and boost economic growth in the region. It also recommends improving the business climate in order to attract more investors.

Keywords : Economic growth ; institutional quality ; panel data ; ECOWAS.

Introduction

Le développement financier peut être appréhendé comme le processus par lequel un système financier gagne en profondeur, en accessibilité, en efficacité et en diversité (Levine, 2005). Le lien entre le développement financier et la croissance économique a fait l'objet d'une grande attention au cours des dernières décennies depuis les travaux pionniers de Schumpeter (1911). Selon l'auteur, les intermédiaires financiers jouent un rôle central dans le développement économique. En effet, la finance demeure le principal canal par lequel l'économie obtient des fonds. Ainsi, le rôle du secteur financier dans le processus de croissance a été souligné dans la théorie keynésienne, la théorie de la libéralisation financière (McKinnon, 1973 ; Shaw, 1973) et dans la thèse de l'intermédiation financière (Bencivenga et Smith, 1991 ; Greenwood et Jovanovic, 1990 ; Levine, 2005).

Cette relation a connu un renouveau particulier lors des travaux empiriques, au début des années quatre-vingt-dix. En montrant ainsi, que le rôle du développement financier dans le développement économique continue à attirer l'attention aussi bien des économistes que des responsables politiques. La plupart des travaux empiriques suggèrent qu'un système financier développé encourage les investisseurs, et peuvent stimuler une forte croissance économique (Beck, et al. 2000). En effet, les pays relativement plus développés financièrement sont mieux à même d'éviter ou de résister aux crises monétaires (Federici et Carioli, 2009). De même, le renforcement du développement financier dans de nombreux pays en développement peut avoir des conséquences positives importantes pour les nombreuses organisations et personnes de ces pays qui sont touchées par les ralentissements économiques (Ebo'oh et Neba, 2021).

S'il ressort dans la littérature que le système financier est un facteur essentiel de la croissance économique, cette théorie ne fait pas totalement l'unanimité. Dans certaines situations, l'effet du développement financier sur la croissance économique est neutre. C'est plutôt la croissance économique qui entraine le développement du système financier et non l'inverse (hypothèse « *demand-following* »). Dans ce sens, Robinson (1952) estime que la causalité est inversée, c'est-à-dire le développement financier n'est que le résultat de la croissance économique. Quant à Lucas (1988), il ne croit pas à l'importance de la relation entre la finance et la croissance en montrant que les économistes exagèrent le rôle des facteurs financiers dans la croissance (Levine, 1997).

Ce manque de consensus sur la relation entre le développement financier et la croissance économique pourrait s'expliquer par le fait que la plupart des travaux théoriques visant à

expliquer le lien entre la finance et la croissance ont été très concentrés sur la finance standard en général. Peu d'attention a été accordée au rôle des institutions dans la relation finance-croissance. Par conséquent, pour une analyse plus complète du lien entre finance et croissance, il était impératif d'intégrer le rôle des institutions dans l'analyse de cette relation. C'est en ce sens, qu'un autre volet de la littérature s'est penché sur le rôle de la qualité institutionnelle dans la relation entre le développement du système financier et la croissance économique, afin de mieux appréhender la relation entre ces deux variables. Cette nouvelle ligne de pensée montre que le système financier ne fonctionne pas dans un vide, mais, présuppose plutôt un environnement institutionnel dans lequel il s'intègre. En effet, les institutions sont responsables de surveiller la transparence du marché et de l'activité du gouvernement. Ainsi, la qualité institutionnelle favorise le développement du système financier, ce qui stimule par la suite la croissance économique (Law et Azman-Saini 2008). Selon la théorie du droit et de la finance, développée par La Porta et al., (1997 ; 1998) dans les pays où le système judiciaire facilite les contrats entre les agents privés et protège les droits de propriété et les droits des investisseurs, les épargnants sont plus enclins à investir dans les entreprises, contribuant ainsi à l'expansion des marchés financiers et par conséquent stimule la croissance économique. À l'inverse, un système financier qui protège très peu les droits de propriété et les droits des investisseurs aura tendance à freiner le développement financier et la croissance économique.

Conscients des effets positifs du développement financier et de la qualité institutionnelle sur la croissance économique, les pays en développement notamment ceux de la CEDEAO ont mis en place plusieurs politiques tendant à redynamiser leurs systèmes financiers à travers des réformes institutionnelles et règlementaires. À l'issu de ces politiques, l'on devrait s'attendre à un système financier et un cadre institutionnel amélioré et par conséquent une croissance économique élevée et soutenue dans la zone. Dans les faits, on constate que, sur la période de 1996-2019, le niveau du développement financier dans les pays de la CEDEAO est estimé en moyenne à 0,125 ce qui demeure insuffisant. Sur cette même période, le niveau de la qualité des institutions demeure aussi faible. En effet, les valeurs moyennes des indices sont de l'ordre de -0,61 pour le contrôle de corruption, -0,524 pour la qualité de régulation ; -0,596 pour les règles et lois ; -0,658 pour l'efficacité gouvernementale ; -0,512 pour la stabilité politique et -0,408 pour les voix et responsabilités. Toutefois, nous avons une légère amélioration de -0,544% en 1996 à -0,453% en 2019 pour le contrôle de corruption ; -0,598% en 1996 à -0,504% en 2019 pour la qualité de régulation ; -0,572% en 1996 à -0,233% en 2019 pour les voix et responsabilités. Mais par contre on observe une baisse de l'indice de l'efficacité

gouvernementale passant de -0,544% en 1996 à -0,610% en 2019 et de l'indice de règle et loi passant de -0,051% en 1996 à -0,526% en 2019. Quant au taux de croissance du PIB, il passe de 0,112% en 1996 à 0,130% en 2019, soit une légère hausse.

En analysant l'évolution de ces trois variables, il est difficile de percevoir clairement la relation entre la finance, la qualité des institutions et la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. Au regard de ces évolutions, la question principale est : Quel est le rôle de la qualité institutionnelle dans le lien entre le développement financier et la croissance économique dans les pays de la CEDEAO ? De cette question principale découlent les questions secondaires suivantes : Quel est l'effet du développement financier sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO ? Quel est l'effet de la qualité institutionnelle sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO ? L'effet du développement financier sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO est-il conditionné par la qualité institutionnelle ?

L'objectif général de cette étude est donc d'analyser les effets de la qualité institutionnelle dans la relation entre le développement financier et la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. De façon spécifique, il s'agira de déterminer d'une part, l'effet du développement financier sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO et, d'autre part, analyser l'effet de l'interaction du développement financier et qualité des institutions sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO.

Pour atteindre ces objectifs, l'étude est structurée comme suit. Après une revue de littérature succincte, la présentation du cadre méthodologique permet d'aboutir à des résultats qui feront l'objet d'une interprétation. Enfin, une conclusion synthétise les résultats et les recommandations.

1. Revue de littérature

La relation entre le développement financier et la croissance économique a suscité des points de vue divergents dans la littérature économique tant théoriquement qu'empiriquement. Par ailleurs, ce désaccord s'observe dans la relation entre la finance, la qualité des institutions et la croissance.

1.1. Lien entre la finance et la croissance

La question de la contribution du secteur financier sur la croissance économique est très débattue dans la littérature économique. Cependant, elle établit une relation symétrique.

Ce désaccord entre les auteurs s'observe d'abord sur le plan théorique. En effet, deux théories fondamentales font des prédictions contradictoires sur la relation entre développement financier et croissance économique. Il s'agit notamment de l'hypothèse « *supply-leading* » et de

l'hypothèse « *demand-following* ». La première prédit que le développement financier améliore la croissance économique. Cet effet positif du développement financier sur la croissance implique l'allocation la plus efficace des ressources financières, des détenteurs d'épargne aux investisseurs (Schumpeter, 1911).

Au niveau empirique, des études ont montré que le développement financier est un facteur qui contribue essentiellement à la croissance économique (Saint-Paul, 1992 ; King et Levine, 1993 ; Galetovic, 1996 ; Mishra et Narayan, 2015 ; Ünal et Yetkiner, 2016; Rahman et al., 2020). Par contre, pour la seconde hypothèse, c'est plutôt la croissance économique qui détermine le niveau de développement financier d'un pays (Demetriades et Hussein, 1996).

1.2. Développement financier, qualité institutionnelle et croissance économique

La relation entre développement financier, qualité institutionnelle et croissance économique a fait l'objet de vérification empirique dans les pays développés et dans les pays en développement. Particulièrement, ces études ont foisonné en Afrique Subsaharienne (Ndikumana, 2000 ; Ghirmay, 2004 ; Kpodar, 2005 ; Aka, 2007 ; Keyo, 2012 ; Coulibaly, 2015). Selon ces études, la qualité institutionnelle améliore la relation entre la finance et la croissance économique. En effet, cette nouvelle ligne de pensée montre que le système financier fonctionne en tenant compte d'un ensemble d'institutions.

La zone CEDEAO a fait l'objet d'une poignée d'études. Ce sont celles de Aka (2007) ; Keyo (2012) et de Coulibaly (2015). Cependant, ces études ne se sont pas étendues à l'ensemble des pays de cette zone économique. Par ailleurs, étudier le rôle des institutions dans la relation entre la finance et la croissance dans la zone CEDEAO est intéressant à plusieurs titres. Inscrite dans un projet de création d'une monnaie unique en Afrique de l'ouest, la Communauté Economique occupe une place stratégique dans le développement économique et social de l'Afrique subsaharienne en général et un défi d'intégration monétaire en particulier.

2. Cadre méthodologique

Cette section présente d'abord le modèle économétrique et la technique d'estimation. Puis, elle expose les résultats des estimations et leurs interprétations.

2.1. Spécification du modèle de l'étude

Théoriquement, l'ensemble des études sur la croissance économique et leurs prolongements commence par spécifier la fonction de Cobb-Douglas (1928). A l'aune de cette fonction, l'étude s'appuie sur le modèle de Kacho et Dahmardeh (2017) qui a porté sur l'effet du développement

financier et de la qualité institutionnelle sur la croissance économique des pays de l'OCDE[1]. Le modèle utilisé par ces auteurs se présente comme suit :

$$ln_RGDP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ln_INS_{it} + \beta_2 ln(DF * INS)_{it} + \beta_3 ln_K_{it} - \beta_4 (n + g + \delta)_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (1)$$

Où ***ln_RGDP*** représente le logarithme du produit intérieur brut par habitant; ***DF*** représente le développement financier ; ***INS*** représente la qualité institutionnelle ; ***K*** représente le capital physique ; ***FD*INS*** représente l'interaction entre le développement financier et la qualité institutionnelle ; β_0 est la constante ; β_1 à β_4 sont les coefficients respectifs des variables explicatives ; t représente la dimension temporelle et i la dimension individuelle ; ε_{it} est le terme de l'erreur.

Sur la base de ce modèle, le modèle de l'étude prend la forme fonctionnelle suivante après réaménagement :

$$PIB = f(DF,\ INS, INV, IDE, INF, DOUV) \qquad (2)$$

Sous forme économétrique, le modèle de régression se présente comme suit :

$$PIB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 INS_{it} + \alpha_3 INV_{it} + \alpha_4 IDE_{it} + \alpha_5 INF_{it} + \alpha_6 DOUV_{it} + b_i + \varepsilon_{it} \qquad (3)$$

Où i est l'indice se reportant aux différents pays ; t est l'indice temporel (nombres d'années), α_0 est une constante ; b_i représente les effets spécifiques et capte les tendances atemporelles ; $\alpha_1; \alpha_2; \alpha_3; \alpha_4; \alpha_5$ et α_6 représentent les coefficients associés respectivement aux différentes variables explicatives ; ε_{it} est le terme de l'erreur ;

Dans la littérature économique, il est généralement admis que la relation entre le développement financier et la croissance économique est loin d'être linéaire. C'est en ce sens que certains auteurs affirment que, le lien entre développement financier et croissance économique peut dépendre de la qualité institutionnelle. La prise en compte de la qualité institutionnelle en

[1] L'OCDE signifie Organisation de Coopération et de Développement Economique. L'OCDE regroupe plus d'une trentaine de pays : toute l'Europe occidentale et l'Amérique du nord, plus le Japon, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, la Corée et, depuis 1995 et 1996, certains pays d'Europe centrale (République tchèque, Hongrie, Pologne) et, depuis 2010 le Chili, la Slovénie, Israël, et l'Estonie. Elle établit les statistiques sur les pays développés.

interaction avec la finance nous permet donc d'obtenir la spécification non-linéaire suivante déduite du modèle précédent:

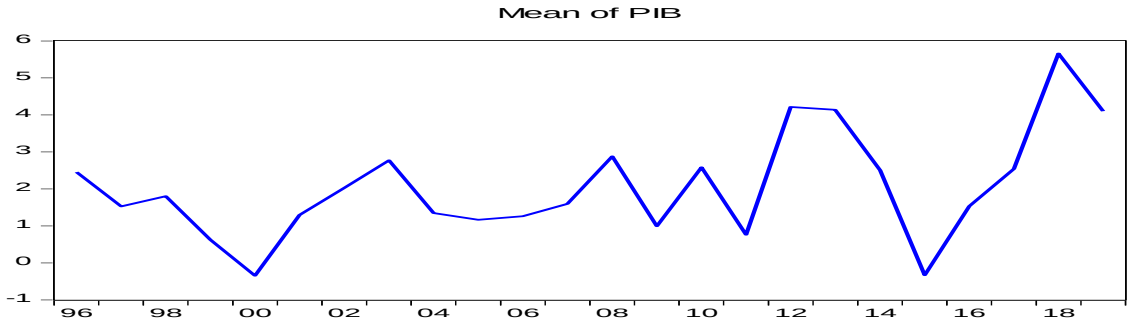
$$PIB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 INS_{it} + \alpha_3 INV_{it} + \alpha_4 IDE_{it} + \alpha_5 INF_{it} + \alpha_6 DOUV_{it} + \alpha_7 (DF_{it} * INS_{it}) + b_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Où α_7 est l'effet marginal de l'interaction entre le développement financier et la qualité institutionnelle. $DF * INS$ est le terme interactif entre le développement financier et la qualité institutionnelle qui mesure l'effet du développement financier sur la croissance économique en fonction du niveau de la qualité institutionnelle.

2.2. Définition des variables et sources des données

Cette sous-section décrit les variables utilisées pour l'examen économétrique de l'étude. Le graphique 1 ci-dessous retrace l'évolution du taux de croissance du PIB dans les pays de la CEDEAO sur la période 1996 à 2019.

Graphique N°1 : Évolution du taux de croissance du PIB dans les pays de la CEDEAO de 1996 à 2019.



Source : Auteurs, à partir des données de la Banque Mondiale (2021), WGI (2021) et du FMI(2021)

La variable dépendante est mesurée par le **Produit intérieur brut réel par habitant (PIB)** qui est souvent utilisé comme indicateur de l'amélioration de la richesse individuelle, assimilée au niveau de vie. Il représente donc, l'indicateur de la performance de l'économie.

L'analyse de ce graphique nous montre une tendance baissière du PIB dans les pays de la CEDEAO sur la période de 1996 à 2000. Au cours de cette période, le PIB a fortement chuté, passant de 2,5% en 1996 à -0,3% en 2000. Cette baisse pourrait être imputable aux tarifs douaniers qui étaient élevés à cette période, notamment dans les pays hors UEMOA et le schéma de libéralisation qui n'avait pas été appliqué par ces derniers. Ce qui constitue une entrave aux échanges. Par contre, le PIB a augmenté sur la période de 2000 à 2003, passant de -0,3% en 2000 pour s'établir à 2,8 % en 2003. Cette hausse reflète probablement les effets de l'allègement de la dette extérieure des pays pauvres sous forme d'aides financières extérieures.

Les investissements directs étrangers (IDE) sont les mouvements internationaux de capitaux réalisés en vue de créer, de développer ou de maintenir une filiale à l'étranger ou soit exercer le contrôle sur la gestion d'une entreprise étrangère. Un grand nombre d'afflux des IDE dans un pays génère la croissance économique (Kurtishi-Kastrati, 2013). De plus, la théorie économique présume souvent que l'afflux des capitaux étrangers agit sur la croissance économique du pays hôte. Un signe positif est attendu pour le coefficient de la variable IDE.

Le développement financier (DF) est un processus par lequel le système financier gagne en profondeur, en accessibilité et en efficacité (Levine, 2005). Les tableaux 1 et 2 présentent les composantes de l'indice du développement financier. Ils résument les indicateurs du développement des institutions et des marchés financiers.

Tableau N°1 : Les indicateurs du développement des marchés financiers

Catégorie	Indicateur	Sources de données
Marchés Financiers		
Profondeur	Capitalisation boursière par rapport au PIB	FMI 2015
	Stocks négociés par rapport au PIB	FMI 2015
	Titres de créances internationaux des administrations publiques par rapport au PIB	Base de données analogique sur la dette des entreprises
	Total des titres de créances des sociétés financières par rapport au PIB sur les dettes des entreprises	Base de données de la BRI sur les titres de créance
	Total des titres de créances des sociétés non financières par rapport au PIB	Base de données de la BRI sur les titres de créance
Accessibilité	Capitalisation boursière en dehors des 10 plus grandes entreprises	FMI 2015
	Nombre total d'émetteurs de la dette (nationaux, international, sociétés financières et non financières)	FMI 2015
Efficacité	Taux de rotation de la bourse (les actions négociées par rapport au PIB)	FMI 2015

Source : IMF staff estimates

Tableau N°2 : Les indicateurs du développement des institutions financières

Catégorie	Indicateur	Sources de données
Institutions Financière		
Profondeur	Crédit au secteur privé	FMI 2015
	Avoirs de fonds des pensions	FMI 2015
	Actifs du fond mutuel	FMI 2015
	Prime d'assurance vie et non-vie par rapport au PIB	FMI 2015
Accessibilité	Nombres d'agences bancaires pour 100000 adultes	FMI 2015
	DAB pour 100000 adultes	Enquête du FMI sur l'accès au financement
Efficacité	Marge nette d'intérêt	FMI 2015
	Distribution prêt-dépôt	FMI 2015
	Revenu hors intérêt par rapport au revenu total	FMI 2015
	Frais généraux par rapport au total des actifs	FMI 2015
	Rendement des actifs	FMI 2015
	Rendement des capitaux propres	FMI 2015

Source: IMF staff estimates.

Suivant Svirydzenka (2016), l'indice du développement financier prend en compte trois dimensions, à savoir la profondeur, l'accessibilité et l'efficacité. Cet indice est compris entre 0 et 1. Lorsqu'il est proche de 0, cela traduit un très faible niveau de développement financier. Par contre, lorsqu'il est proche de 1, cela reflète un système financier développé.

La procédure normalise les indicateurs pour qu'ils soient compris dans un intervalle identique de 0 à 1. Elle s'effectue comme suit :

$$I_x = \frac{x - x_{\min}}{x_{\max} - x_{\min}} \tag{5}$$

$$I_x = 1 - \frac{x - x_{\min}}{x_{\max} - x_{\min}} \tag{6}$$

Où x est la donnée brute sous-jacente ;

I_x est l'indicateur construit et appartenant à l'intervalle $[0,1]$.

L'agrégation se fait par la moyenne linéaire pondérée de la série-jacente, où les pondérations sont obtenues à partir de l'analyse en composantes principales, reflétant la contribution de chaque série sous-jacente à l'évolution de l'indice de référence, Tous les sous-indices sont ensuite ré-normalisés à l'aide de l'équation 1, de sorte qu'ils soient compris entre 0 et 1.

L'équation de la fonction linéaire de l'agrégation s'écrit de la manière suivante :

$$IF_J = \sum_{i=1}^{n} W_i I_i \quad (7)$$

$$MF_J = \sum_{i=1}^{n} W_i I_i \quad (8)$$

Où

IF_J représente la profondeur, l'accès et l'efficacité des institutions financières et MF_J représente la profondeur, l'accès et l'efficacité des marchés financiers. Les sous-indices sont agrégés en indices de niveau supérieur selon la même procédure que ci-dessus, culminant au niveau le plus agrégé de l'indice DF. Les indices IF, MF et DF sont de nouveau normalisés, de sorte qu'ils aient un intervalle compris entre 0 et 1.

Cette normalisation se fait comme suit :

$$IF = \sum_{j=1}^{n} W_J IF_J \quad (9)$$

$$MF = \sum_{j=1}^{n} W_j MF_J \quad (10)$$

$$DF = W_{IF} IF + W_{MF} MF \quad (11)$$

Où IF est l'indice de développement des institutions financières ; MF est l'indice de développement des marchés financiers et DF représente l'indice du développement financier.

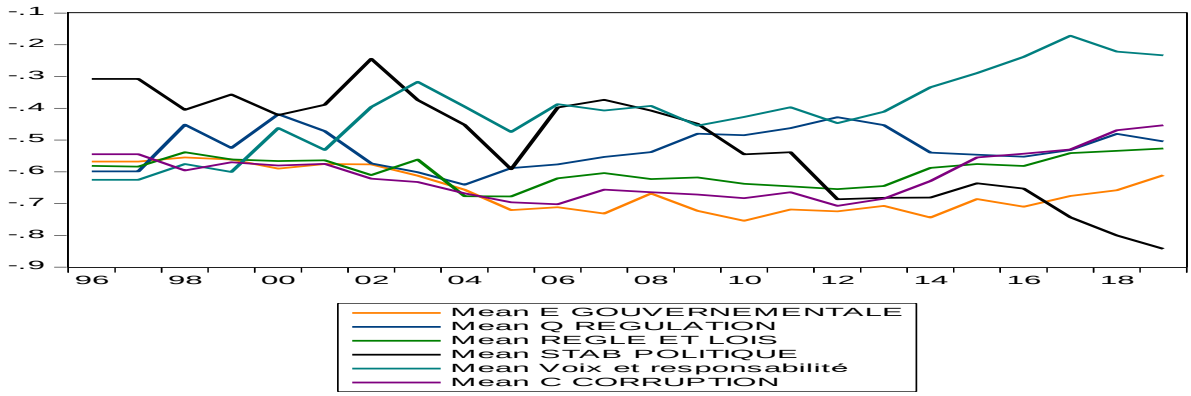
Un système financier développé (banques et marchés financiers) contribue à la croissance économique, car il affecte les ressources de manière efficace vers les activités productives. Selon, Beck et al., (1999), un meilleur fonctionnement des banques améliore l'allocation des ressources et accélère la croissance économique. Un signe positif est alors attendu pour le coefficient de la variable DF.

Qualité institutionnelle (INS) [2]: Il existe plusieurs indicateurs de qualités institutionnelles, il s'agit notamment de : Contrôle de corruption, Voix et responsabilités, qualités de régulation,

[2] Les indicateurs de gouvernance dans le monde (WGI) sont un ensemble de données de recherche résumant les points de vue sur la qualité de la gouvernance fournis par un grand nombre de personnes interrogées dans les enquêtes auprès des entreprises, des citoyens et des experts des pays industrialisés et en développement. Ces données proviennent d'un certain nombre d'instituts de sondage, de groupes de réflexion, d'organisations non gouvernementales, d'organisations internationales et de sociétés du secteur privé. Bien que ne reflétant pas les points de vue officiels de la Banque mondiale, de ses administrateurs, ou des pays qu'ils représentent, ils fournissent des informations pertinentes sur la qualité des institutions des pays pour octroyer des aides au développement et de crédits.

règles et lois, stabilité politique, efficacité du gouvernement. Le Graphique 2 présente leur évolution dans les pays de la CEDEAO.

Graphique N°2 : Évolution des Institutions de 1996 à 2019.



Source : Auteurs, à partir des données de la Banque Mondiale (2021), WGI (2021) et du FMI(2021)

Selon les prévisions théoriques, un cadre institutionnel fiable est essentiel pour stimuler la croissance économique. Pour mesurer la qualité institutionnelle, nous avons construit un indice de qualité institutionnelle à partir de ces six (6) indicateurs à l'aide de la méthode d'Analyse en Composantes Principales (ACP).

Les institutions peuvent créer un cadre propice pour les activités économiques à travers le pays en formant une structure de motivation et en promouvant des activités productives dans la communauté (Siong et Muzafar, 2009). Par conséquent, elles peuvent être un catalyseur à l'investissement, à la croissance et au développement économique (Butkiewicz et Yanikkaya, 2006). Comme une autre analyse des institutions est qu'en diminuant l'incertitude, elles dirigent une économie vers des activités plus productives, améliorent la fiabilité et les interactions peuvant affecter le développement économique (Yildirim et Gökalp, 2016).

L'investissement intérieur ou domestique (INV) est mesuré par la formation brute du capital fixe (FBCF). La FBCF est la somme des investissements, essentiellement matériels, réalisés pendant au moins une année. Selon Keynes (1930), l'investissement intérieur favorise la croissance économique dans la mesure où il permet de développer les infrastructures, renforcer les capacités productives d'un pays et créer des emplois. Un signe positif est attendu pour le coefficient de la variable INV.

Le taux d'inflation (INF) est la hausse généralisée du niveau des prix des biens et services.

Elle est mesurée par le déflateur du PIB, Le déflateur du PIB est déterminé à partir de la formule suivante :

$$INFL = \frac{PIB_{nominal}}{PIB_{réel}} \times 100 \quad (12)$$

En outre, la théorie économique montre que l'inflation a une influence négative sur la croissance en ce sens qu'une hausse des prix entraine une diminution de la demande et donc de l'offre. Toutefois, un faible taux d'inflation est souhaitable, car il représente une croissance positive et vice versa. Le signe attendu est négatif.

Le degré d'ouverture commerciale (DOUV) est le degré d'ouverture de l'économie du pays aux échanges internationaux. Il mesure la part des échanges dans le PIB d'un pays et est obtenu par le ratio de la somme des exportations et des importations divisées par 2 fois le PIB.

Les données utilisées dans cette étude sont annuelles et proviennent essentiellement de la Banque Mondiale (WDI, 2021), du Fonds Monétaire International (FMI, 2020) et WGI (2021). L'analyse porte sur 11 pays de la CEDEAO[3]. La période d'étude part de 1996 à 2019, soit 24 années d'observations.

Le tableau 3 définit les variables de l'étude et leur source.

Tableau N° 3 : Définition et sources des variables

Variables	Descriptions des variables	Sources des données	Signes attendus
PIB	Taux de croissance réel	Banque mondiale (2021)	
DF	Développement financier	FMI (2021)	Positif (+)
INS	Qualité institutionnelle	WGI (2021)	Positif (+)
INV	Investissement intérieur	Banque mondiale (2021)	Positif (+)
IDE	Investissements directs étrangers	Banque Mondiale (2021)	Positif (+)
DOUV	Degré d'ouverture de l'économie	Banque Mondiale (2021)	Positif (+)
INF	Taux d'inflation	Banque Mondiale (2021)	Négatif (-)

Source : Les Auteurs

2.3. Analyse descriptive et tests économétriques

Ce point aborde premièrement l'analyse descriptive des différentes variables soumises à notre étude, ensuite la matrice de corrélation et enfin les différents tests économétriques.

[3] Le Cap-Vert, la Guinée, la Guinée-Bissau et le Liberia ont été exclus de l'étude en raison de la disponibilité des données.

2.3.1. Statistiques descriptives

Le tableau 4 présente la synthèse des résultats de l'analyse descriptive :

Tableau N°4 : Statistiques descriptives

Variable	Mean	Std, Dev	Min	Max
PIB	2,046	3,876	-22,312	21,028
DF	0,125	0,0446	0,046	0,291
IDE	2,806	3,324	-2,544	32,301
INV	19,696	7,441	-2,424	41,538
INF	6,832	10,358	-7,594	80,754
INS	8,71e-09	2,003	-4,257	3,639
DOUV	3,278	0,304	2,338	4,061

Source : Les Auteurs

L'analyse descriptive permet la description synthétique et explicite des données observées afin de mieux les analyser. Ainsi, l'étude des variables porte sur leur moyenne, leur écart-type, ainsi que du niveau de leur maximum et de leur minimum.

Le taux de croissance du PIB moyen est de 2,05% avec un écart type de 3,87%. Cette croissance s'élève à un taux maximum de 21,03% et un niveau minimum de -22,31%. La croissance du PIB demeure faible dans la zone. Au niveau des IDE, la CEDEAO reçoit en moyenne près de 2,80% avec un écart type de 3,32%, contre une valeur maximum de 32 ,30% et minimum de -2,54%. Cette faible entrée des IDE pourrait être due à une mauvaise répartition des IDE dans la zone. Le Nigeria étant toujours le leader de la région a une grande part des IDE, soit un taux d'environ 60% d'IDE. Par conséquent, tout choc qui affecte les investissements étrangers au Nigeria expose l'économie régionale.

En ce qui concerne le développement financier, l'indice moyen est de 0,125 pour un maximum de 0,29 et un minimum de 0,05. Quant à l'écart type, l'on note une valeur de 0,04 ce qui montre que cette variable présente une faible dispersion autour de sa moyenne. Le développement financier étant proche de 0,125 explique en effet un très faible niveau de développement financier. Cette valeur minime est probablement due aux faibles qualités des institutions financières (Keho, 2012).

Par ailleurs, l'investissement intérieur représente en moyenne 19,69% avec un écart type de 7,44%. Sa valeur maximale est de 41,54% tandis que sa valeur minimale est de -2,42%. Ce qui montre que l'investissement intérieur demeure faible dans les pays de la CEDEAO.

Le taux d'inflation n'est pas à négliger dans la mesure où sa valeur moyenne s'élève à 6,83%. En outre, il existe de grandes différences entre les valeurs du taux d'inflation comme l'indique

la valeur élevée de l'écart type de 10,36%. Ainsi, sa valeur minimum est de -7,59% contre une valeur maximum de 80,75%.

En ce qui concerne la qualité institutionnelle, le niveau moyen est de 0,04 avec un écart type de 1,30 pour un maximum de 2,49 et un minimum de -2,48. La CEDEAO est une économie peu ouverte sur l'extérieur. En moyenne le taux d'ouverture est de 3,28% pour un degré d'ouverture maximum de 4,06% et minimum de 2,34%.

2.3.2. Matrice de corrélation

L'analyse de la multicolinéarité présentée dans le tableau 5 est utile pour vérifier qu'un modèle n'incorpore pas des séries explicatives qui sont liées entre elles. La multicolinéarité engendre des problèmes numériques et statistiques qui se traduisent par des difficultés d'estimation potentiellement graves.

Tableau N°5 : Matrice de corrélation

	Txcr_PIB	DF	IDE	INV_dom	INF	INS	ln_DOUV
PIB	1,0000						
DF	0,0846	1,0000					
IDE	0,1350*	-0,2092*	1,0000				
INV	0,1849*	0,1589*	0,2068*	1,0000			
INF	-0,0762	-0,1155	0,1296*	0,0089	1,0000		
INS	0,1284*	-0,2924*	0,0376	0,2365*	0,0152	1,0000	
DOUV	0,0131	-0,1511*	0,3335*	-0,0578	-0,1240*	0,0665	1,0000

Source : Les Auteurs

L'examen des coefficients de corrélation entre les différentes variables explicatives montre qu'ils sont en général faibles. Cette faible corrélation laisse présager une absence de multicolinéarité entre les variables explicatives.

2.4. Résultats des tests économétriques

Les résultats des tests économétriques de cette étude sont composés essentiellement des tests d'homogénéité, test d'indépendance (tests préliminaires), test de racine unitaire et les tests de coïntégration.

2.4.1. Tests préliminaires

Le tableau 6 présente les résultats du test d'homogénéité.

Tableau N°6 : Test préliminaires

	p-value
Test d'homogénéité	**0,002****
Test de Breusch-Pargan, (1980) (Multiplicateur de Lagrange)	**0,0001****

Source : Les Auteurs

Les résultats de ce test confirment la présence d'une dépendance interindividuelle, car la probabilité est inférieure au seuil de 5%. Par conséquent, les tests de seconde génération seront mis en œuvre pour tester la présence ou non d'une racine unitaire ainsi que l'ordre d'intégration de nos séries.

En effet, les résultats du test de Breusch-Pargan (1980) reposant sur l'hypothèse d'indépendance interindividuelle sont consignés dans le tableau ci-dessus. L'utilisation de ce test se justifie par le fait que notre panel présente une dimension temporelle grande (T=24) et une dimension individuelle faible (N=11).

2.4.2. Tests de racine unitaire et de coïntégration

Les résultats du test de stationnarité résumés dans le tableau 7. Il ressort du tableau que l'hypothèse nulle (la présence de racine unitaire) est rejetée pour toutes les variables en niveau que ce soit avec le test de Pesaran, (2003) ou celui Pesaran (2007), excepté les variables *INVdom, INS, ln_DOUV* et la variable d'interaction INS**DF* qui sont stationnaires en différence première.

Tableau N°7: Tests de racine unitaire

		CADF		CIPS		Conclusion
		T-bar	**P-value**	**CIPS**	**CV à 5%**	**Ordre**
Test à niveau	**PIB**	-4,085	0,000	-4,085	**-2,25**	**I(0 *****
	DF	-2,638	0,002	-2,638	-2,25	**I(0)*****
	IDE	-2,976	0,000	-2,976	-2,25	**I(0)*****
	INV	-2,111	0,122	-2,111	-2,25	**NS**
	INF	-3,989	0,000	-3,989	-2,25	**I(0)*****
	INS	-1,462	0,854	-1,462	-2,25	**NS**
	DOUV	-1,958	0,260	-1,958	-2,25	**NS**
	INS*DF	-1,904	0,323	-1,904	-2,25	**NS**
Test en différence Première	**PIB**					
	DF					
	IDE					
	INV	-4,821	0,000	-4,821	-2,25	**I(1)*****
	INF					
	INS	-4,723	0,000	-4,723	-2,25	**I(1)*****
	DOUV	-4,910	0,000	-4,910	-2,25	**I(1)*****
	INS*DF	-5,478	0,000	-5,478	-2,25	**I(1)*****

Note : *(*) (**) et (***) représentent les niveaux de significativité respectivement au seuil de 10% 5% et 1%,*

Source : Les Auteurs

Les résultats du test de coïntégration de Pedroni sont présentés dans le tableau 8.

Tableau N°8: Test de coïntégration de Pedroni

Tests	Statistic	p-value
Modified Philips-Perron t	1,9110	0,0280
Philips-Perron t	-8,5871	0,0000
Augmented Dickey-Fuller t	-8,9259	0,0000

Source : Les Auteurs

D'après les résultats de Pedroni (1999), les deux dernières statistiques (PP et ADF) nous donnent des probabilités inférieures à 5%. On rejette donc l'hypothèse nulle d'absence de relation de coïntégration. Par conséquent, il existe une relation de long terme entre les variables. En plus de ce test nous avons effectué le test de coïntégration de Kao.

2.4.3. Résultats du test de coïntégration de Kao (1999)

Le tableau 9 présente les résultats de test de coïntégration de Kao.

Tableau N°9 : Test de coïntégration de Kao

Test	Statistic	p-value
Modified Dickey-Fuller t	**-9,6044**	**0,0000**
Dickey-Fuller t	**-10,5023**	**0,0000**
Augmented Dickey-Fuller t	**-5,7863**	**0,0000**
Unadjusted modified Dickey Fuller t	**-18,6747**	**0,0000**
Unadjusted Dickey-Fuller t	**-12,3561**	**0,0000**

Source : Auteurs, à partir des données de la Banque Mondiale (2021), WGI (2021) et du FMI (2021)

Les résultats de test de coïntégration du test de Kao confirment que les variables sont cointégrées. Il existe donc une relation de long terme entre les variables de l'étude. Ainsi, ces résultats confirment le choix du modèle dynamique à utiliser.

Le modèle de panel dynamique se présente sous la forme suivante :

$$PIB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 INS_{it} + \alpha_3 INV_{it} + \alpha_4 IDE_{it} + \alpha_5 INF_{it} + \alpha_6 DOUV_{it} + \alpha_7 (DF_{it} * INS_{it}) + \phi PIB_{i(t-1)} + b_i + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

Pour mettre en évidence le rôle de la qualité institutionnelle dans la relation développement financier et croissance économique, nous avons utilisé l'estimateur DOLS[4] afin de vérifier la relation de long terme existante entre les trois variables.

[4] L'approche DOLS (Dynamic OLS) a été proposée en séries temporelles par Saikkonen (1991). Kao et Chiang (2000) et Mark et Sul (2003) l'ont adaptée au cas des données de panel. L'estimateur DOLS est obtenu par l'estimation d'une équation incluant des valeurs avancées retardées par MCO ; la somme infinie étant en pratique tronquée à une valeur relativement faible du nombre de retards/avances. Cette technique consiste à éliminer la corrélation entre les variables explicatives et le terme d'erreur.

Par conséquent, nous obtenons le DOLS de $\hat{\beta}_D$ en effectuant la régression suivante :

$$\hat{\beta}_{\text{DOLS}} = \left[\sum_{i=1}^{N}\sum_{i=1}^{T}(x_{it}-\bar{x}_i)(x_{it}-\bar{x})'\right]^{-1} + \left[\sum_{i=1}^{N}(\sum_{i=1}^{T}(x_{it}-\bar{x}_i)\hat{y}_{it}^{+} - T\hat{\Delta}_{\varepsilon u}^{+})\right] \quad (14)$$

La spécification finale retenue pour utiliser la méthode DOLS comme suggéré par Kao et Chiang (2000) est donné par :

$$y_{it} = \alpha_i + x_{it}'\beta + \sum_{j=-q}^{q} C_{ij}\Delta x_{it} + \nu_{it} \quad (15)$$

L'avantage de ce modèle est qu'il permet de corriger les problèmes d'endogénéité.

3. Présentation des résultats et discussion

Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau 10.

Tableau N°10: Résultat d'estimation modèle DOLS

	DF	***INS***	***INS_DF***	***IDE***	***INV_dom***	***INF***	***DOUV***	***Ob***
Coeff	1.925**	0.169	0.860**	0.0657	0.0914*	0.132***	-0.0299	170
t-Stat	(2.99)	(0.42)	(2.78)	(0.70)	(1.75)	(4.54)	(-0.63)	

Note: *t* statistics in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Source : Auteurs, à partir des données de la Banque Mondiale (2021), WGI (2021) et du FMI (2021)

Les résultats d'estimation montrent que le développement financier a un effet positif et statiquement significatif sur la croissance économique au seuil de 1% dans les pays de la CEDEAO. En effet l'augmentation d'une unité du niveau du développement financier entraine une augmentation du taux de croissance de 1,92 à long terme dans les pays de la CEDEAO. Par contre la qualité institutionnelle a un effet positif mais non significatif sur la croissance économique à long termes dans les pays de la CEDEAO.

En outre, l'effet de l'interaction entre la qualité institutionnelle et le développement financier sur la croissance économique a un coefficient positif et significatif au seuil de 5% dans les pays de la CEDEAO. Il apparait que la qualité des institutions renforce l'effet positif du développement financier sur la croissance économique à partir d'un certain seuil. Par ailleurs, au niveau des variables de contrôle, l'investissement domestique et l'inflation ont un effet positif et statiquement significatif sur la croissance économique au seuil respectif de 1% et 10%.

3.1. Discussion et principaux résultats

Cette étude a pour objectif d'analyser les effets de la qualité institutionnelle dans la relation entre le développement financier et la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. Elle recherche les effets du développement financier et de l'interaction du développement financier et la qualité des institutions sur la croissance. Les résultats ont été obtenus à l'aide de l'estimateur DOLS.

3.1.1. Effet du développement financier

Les résultats confirment la première hypothèse. Ils sont également confirmés par Beck *et al.* (2000) qui a développé le système de l'intermédiation financière par le fait de favoriser une meilleure allocation des ressources vers les secteurs plus productifs. De même, les études de Paudel et Acharya (2020) et Rahman *et al*. (2020) mettent en évidence le rôle déterminant de l'intermédiation financière dans l'octroi de fonds nécessaires au développement des activités en transférant des fonds des secteurs non productifs vers les secteurs productifs. Ces résultats sont conformes avec les études antérieures effectuées dans certains pays de la zone CEDEAO notamment dans l'UEMOA (Keho, 2012 et Coulibaly, 2014). En effet, ces auteurs trouvent des coefficients compris entre 0,010 et 0,5383. Ainsi, la finance stimule la croissance économique.

3.1.2. Effet de l'interaction développement financier-qualité des institutions

L'interaction entre le développement financier et la qualité institutionnelle influence positivement la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. Cela implique qu'un cadre institutionnel développé favorise et renforce l'effet du développement financier sur la croissance économique en zone CEDEAO. Cet effet positif de l'interaction entre le développement financier et la qualité institutionnelle sur la croissance économique pourrait s'expliquer par le fait que les intermédiaires financiers se développent davantage lorsque le système juridique permet aux créanciers d'obtenir le remboursement de la totalité de leurs prêts en cas de faillite (Levine, 1999 ; Beck et al., 2000). Cependant, il demeure faible dans la zone. Il ressort de ce résultat que l'effet favorable de la gouvernance s'exerce à partir d'un seuil.

En effet, un cadre institutionnel développé facilite les contrats entre les agents privés, et protège les droits de propriété et les droits des investisseurs (La Porta et al., 1997 ;1998). Ainsi, les épargnants sont plus enclins à investir dans les entreprises, contribuant ainsi à l'expansion des marchés financiers et, par conséquent stimule la croissance économique. Ce résultat est cohérent avec l'affirmation de Yahyaoui et al., (2009) selon laquelle le système financier a

besoin d'un environnement institutionnel de qualité qui garantit de meilleures conditions socio-économiques, un contrôle de la corruption et un cadre juridique bien respecté pour accélérer la croissance économique. Cependant, il va à l'encontre de ceux d'Olaniyi et Oladeji (2020) qui ont révélé que l'interaction entre le développement financier et la qualité institutionnelle a un effet négatif sur la croissance.

L'étude a traité dans cette deuxième partie la relation empirique entre le développement financier, qualité institutionnelle et la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. En se référant au modèle d'interaction multiplicative de Kacho et Dahmardeh (2017), nous avons spécifié le modèle de l'étude. A l'issue de la technique d'estimation DOLS, les résultats ont révélé que le développement financier a un effet positif sur la croissance économique. De même, l'interaction entre le développement financier et la qualité institutionnelle a un effet positif sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO au seuil de -2,23.

Par ailleurs, au niveau des variables de contrôle, l'investissement intérieur, l'investissement étranger direct et la politique monétaire (l'inflation) influencent positivement la croissance économique. Par contre, le degré d'ouverture a un effet négatif mais non significatif sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO.

Conclusion

L'objectif général de cette étude était d'analyser l'effet de la qualité des institutions dans la relation entre le développement financier et la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. Pour ce faire, deux objectifs secondaires ont été fixés. Le premier était d'étudier l'effet du développement financier sur la croissance économique. Le second consistait à analyser l'effet de l'interaction du développement financier et la qualité des institutions sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. Pour ce faire, nous avons utilisé des données annuelles couvrant la période 1996-2019 pour un échantillon de 11 pays de la CEDEAO.

L'estimation des différents modèles à l'aide de l'estimateur DOLS développé par Stock et Watson (1993) donne des résultats probants. Ces résultats ont révélé que le développement financier a un effet positif sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO. Cependant, lorsque la qualité institutionnelle atteint un seuil minimum de -2,23, elle renforce les effets de la finance sur la croissance économique. Par ailleurs, au niveau des variables de contrôle, l'investissement intérieur et l'inflation influencent positivement la croissance économique. Par contre, les investissements directs étrangers et le degré d'ouverture ont

respectivement un effet négatif et positif mais non significatif sur la croissance économique dans les pays de la CEDEAO.

L'implication de politiques économiques qui découlent de cette étude est que la CEDEAO doit renforcer les politiques du développement financier pour stimuler davantage la croissance économique. Elle doit également renforcer les politiques du développement des institutions pour créer un cadre favorable pour les investisseurs et booster la croissance économique dans la région. En ce qui concerne l'investissement intérieur, les États de la CEDEAO doivent renforcer les politiques d'amélioration du climat des affaires afin d'attirer davantage des investisseurs et booster la croissance économique. Dans le cadre de cette étude, nous avons utilisé un panel de pays, ce qui pourrait biaiser nos conclusions au niveau individuel. Il serait intéressant de mener cette étude pays par pays.

BIBLIOGRAPHIE

Aka, B. E. (2007). Developpement financier et croissance économique dans les pays de l'Uemoa: y a-t-il des différences sectorielles? Savings and Development, 34(3), 343-368.

Beck T., Levine R. & Loayza N. (2000). Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics, 58, 261-300.

Bencivenga & Smith (1991). Financial intermediation and endogenous growth. The review of economic studies, 58(2), 195-209.

Butkiewicz J. L. & Yanikkaya H. (2006). Institutional quality and economic growth: Maintenance of the rule of law or democratic institutions, or both? Economic Modelling, 23(4), 648-661.

Breusch, T.S. & Pagan, A.R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. Rev. Econom. Stud. 47, 239–253.

Cobb & Douglas (1928). A Theory of Production. American Economic Review, 18, 139-165. https://www.aeaweb.org/aer/top20/18.1.139-165.pdf

Coulibaly S. S. (2015). L'intégration financière internationale et croissance économique dans les pays de l'UEMOA : le rôle de la volatilité des flux de capitaux. Revue économique et monétaire, N° 17, BCEAO, Dakar. 6-47.

Demetriades, P. & Hussein, K. (1996). Financial Development and Economic Growth: Cointegration and Causality Tests for 16 Countries. Journal of Development Economics, 51, 387-411.

Ebo'oh & Neba (2021). Développement financier, institutions et croissance en Afrique au Sud du Sahara. Revue Repères et Perspectives Economiques, 5(1), 1-19.

Federici & Carioli (2009). Financial development and growth: an empirical analysis. Economic Model, 26(2), 285–294.

Galetovic (1996). Specialization, intermediation, and growth. Journal of Monetary Economics. Journal of Monetary Economics, 38(1), 549-559.

Ghirmay, T. (2004). Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis. African Development Review, 16(3), 415-432.

Goldsmith R. W. (1970). Financial Structure and Development. The Economic Journal, 80(318), 365–367.

Greenwood & Jovanovic (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. Journal of political Economy, 98(5, Part 1), 1076-1107.

Hyytinen A., Kuosa L. & Takalo T. (2003). Law or finance: Evidence from Finland. European Journal of Law and Economics, 16(1), 59-89.

Kacho & Dahmardeh (2017). The effects of financial development and institutional quality on economic growth with the dynamic panel data generalized moment method method: Evidence from the organization for economical cooperation and development countries. International Journal of Economics and Financial Issues, *7*(3), 461-467.

Keho Y. (2012). Le rôle des facteurs institutionnels dans le développement financier et économique des pays de l'UEMOA. Revue économique et monétaire, N° 12 – Décembre, BCEAO, Dakar.

Keynes J. M. (1936). The supply of gold. The Economic Journal, 46(183), 412-418.

King & Levine (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. The Quarterly Journal of Economics, 108,717-737, https://doi.org/10.2307/2118406.

Kpodar (2005). Le Développement Financier et la Croissance: L'Afrique Subsaharienne est-elle Marginalisée? African Development Review, 17(1), 106-137.

Kurtishi-Kastrati (2013). The effects of foreign direct investments for host country's Economy. European Journal of Interdisciplinary Studies, 5(1), 26-38.

La Porta R., Florencio L-de-S., Andrei S., & Robert W. V. (1997). Legal determinants of External Finance. Journal of Finance, 52(3), 1131-1150.

La Porta R., Florencio L-de-S., Andrei S. & Robert W. V. (1998a). Law and Finance. Journal of Political Economy, 106(6), 1113-1155.

Law S. H. & Azman-Saini, W.N.W. (2008). The quality of institutions and financial development. MPRA Paper No, 12107.

Levine (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, 35(2), 688-726.

Levine R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. Handbook of economic growth, 1, 865-934.

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

Lucas R. (1988). On the mechanics of economic development. Journal of monetary economics, 22(1), 3-42.

McKinnon (1973), Money and capital in economic development. Brookings Institution, Washington, DC.

Mishra & Narayan (2015). A nonparametric model of financial system and economic Growth. International Review of Economics & Finance, 39, 175-191.

Modigliani F. & Perotti E. (2000). Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investor Protection. International Review of Finance, 1, 81-96.

Ndikumana (2000). Financial Determinants of Domestic Investment in Sub-Saharan Africa: Evidence from Panel Data. World Development, 28(2), 381-400.

Olaniyi C. O. & Oladeji S. I. (2020). Interplay between financial sector and institutional framework in the economic growth process of Kenya. Journal of Public Affairs, 1-18.

Paudel R. C. & Acharya C. P. (2020). Financial Development and Economic Growth: Evidence from Nepal. NRB Economic Review, 32(1), 15-36.

Pedroni P. (1999). Critical values for cointegration tests in heterogenous panel with multiple regressors. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, *61(4), 653-670*.

Pesaran, M. H. & Smith (1995). Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogenous Panels. Jouranl of Econometrics, 68(1), 265-312.

Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Dependance. Jouranl of Applied Econometrics, 22(2), 265-312.

Rahman A. & Khan M. A., Charfeddine L. (2020). Financial development–economic growth nexus in Pakistan: new evidence from the Markov switching model. Cogent Economics & Finance, 8(1), 1716446.

Robinson (1952), The generalization of the general theory, in The Rate of Interest and Other Essays, MacMillan, London.

Saint-Paul (1992). Technological choice, financial markets and economic development. European Economic Review, 36(4), 763-781.

Shaw E. S. (1973). Financial deepening in economic development. Oxford University Press, New York.

Schumpeter J. A. (1911). The Theory of Economic Development. Cambridge, Harvard University Press.

Siong H. L. & Muzafar S. H. (2009). The determinants of financial development: institutions, openness and financial liberalization. South African Journal of Economics, 77(1), 45-58.

Stock, J. K. & Watson, M. (1993). A simple estimator of cointegrating vectors in higher order integrated systems. Econometrica, 61, 783–820.

Svirydzenka K. (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. Strategy, policy, and Review Department IMF Working Paper, No, 16/5.

Ünal & Yetkiner (2016). Financial Intermediation and Economic Growth: Does Income Matter? Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2760807.

Yahyaoui A. & Rahmani A. (2009). Développement financier et croissance économique : Rôle de la qualité des institutions. Panoeconomicus, *56*(3), 327-357.

Yildrim A. & Gökalp M. F. (2016). Institutions and Economic Performance: A Review on the Developing Countries. Istanbul Conference of Economics and Finance, 347 – 359.