



# L'impact de la corporate governance sur la performance des entreprises cotées en bourse : Etude empirique

**AOUDANE Meryem**

Docteure en sciences de gestion

Laboratoire de Recherche en Finance, Audit et Gouvernance des Organisations

École Nationale de Commerce et de Gestion de Settat

Université Hassan 1 – Settat - Maroc

**Résumé :** Cet article vise à approfondir la compréhension de la dynamique entre la coporate governance et la performance des entreprises cotées au Maroc. Pour ce faire, les chercheurs ont opté pour la méthode des équations structurelles, utilisant un échantillon représentatif de 68 entreprises inscrites en bourse. L'objectif principal était de tester et de valider les hypothèses ainsi que le modèle de recherche établis. Les résultats obtenus révèlent une relation significative entre cinq principes clés de la coporate governance et la performance financière des sociétés étudiées. Plus précisément, l'étude confirme l'impact positif de certains aspects de la coporate governance sur la performance financière des entreprises marocaines. Cependant, la recherche ne parvient pas à valider la relation entre le traitement équitable des actionnaires et le rôle des parties prenantes avec la performance financière de l'entreprise.

**Mots-clés:** Coporate governance, Performance, Bourse, Actionnaire.

**Digital Object Identifier (DOI):** <https://doi.org/10.5281/zenodo.12732036>

**Published in:** Volume 3 Issue 3



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

## **1. Introduction**

La corporate governance occupe une place centrale dans les entreprises cotées en bourse au Maroc, bénéficiant d'un cadre réglementaire solide à travers la loi n° 17-95 et le Code marocain de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. Ces instruments visent à instaurer la transparence, la responsabilité et des décisions éclairées, avec des exigences spécifiques sur la divulgation d'informations financières et la structure du conseil d'administration. L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) exerce un rôle essentiel en supervisant les entreprises cotées, appliquant les règles de gouvernance et promouvant la sensibilisation aux bonnes pratiques de corporate.

Pour renforcer la corporate governance, des initiatives complémentaires sont déployées. L'encouragement des comités spécialisés, tels que les comités d'audit et de rémunération, vise à renforcer la supervision et la gestion des risques. Des programmes de formation et d'accompagnement pour les administrateurs et les dirigeants sont également mis en place pour développer leurs compétences en corporate governance. Dans l'ensemble, la corporate governance demeure un enjeu majeur, visant à accroître la confiance des investisseurs, à optimiser la performance des entreprises et à créer un environnement favorable à la croissance économique.

La corporate governance joue un rôle décisif dans la performance des entreprises cotées en bourse au Maroc en favorisant des principes fondamentaux tels que la transparence, la responsabilité, l'équité et des décisions éclairées. Ces éléments contribuent à créer un environnement propice à la croissance et à la rentabilité des entreprises, renforçant la confiance des investisseurs, attirant des capitaux et réduisant les coûts de financement. La consolidation de bonnes pratiques de gouvernance demeure un pilier essentiel pour le succès continu du marché boursier marocain.

Cette étude vise à analyser l'influence de la corporate governance sur la performance financière des entreprises cotées en bourse. Plus précisément, elle explore l'effet des différentes pratiques de gouvernance sur ces performances. La question centrale qui guide notre recherche est la suivante : Quel est l'impact de la corporate governance sur la performance des entreprises cotées en bourse ?

Pour aborder notre problématique portant sur la corrélation entre la corporate governance et la performance des sociétés cotées en bourse, nous débiterons par une revue de littérature regroupant des travaux de recherche théoriques et empiriques. Par la suite, nous exposerons les hypothèses et le modèle de recherche avant de présenter les résultats issus de notre étude empirique, confirmant ainsi la validité des hypothèses et du modèle de recherche.

## **2. Revue de littérature**

### **2.1 L'engagement en matière de corporate governance et la performance financière de l'entreprise**

La relation entre l'engagement en matière de corporate governance et la performance financière des entreprises a été largement explorée dans la littérature académique. La corporate governance, qui englobe les structures et les processus permettant de prendre des décisions au sein de l'entreprise, est souvent considérée comme un élément crucial pour garantir la transparence, la responsabilité et la protection des intérêts des parties prenantes. Plusieurs études ont cherché à déterminer comment un engagement fort envers de bonnes pratiques de gouvernance peut influencer la performance financière.

D'une part, des chercheurs ont souligné que les entreprises dotées de conseils d'administration indépendants, de comités spécialisés et d'autres mécanismes de contrôle ont tendance à générer une meilleure performance financière. Ces structures permettent une prise de décision plus équilibrée, réduisent les conflits d'intérêts et renforcent la confiance des investisseurs. Des études, telles que celle de Shleifer et Vishny (1997), ont mis en évidence une corrélation positive entre la qualité de la gouvernance et la valorisation boursière.

D'autre part, certains chercheurs ont également examiné les mécanismes spécifiques par lesquels l'engagement envers la coporate governance peut affecter la performance financière. Par exemple, la gestion des risques, la réduction des coûts de financement et l'amélioration de l'efficacité opérationnelle sont souvent citées comme des canaux par lesquels la gouvernance peut influencer positivement la performance financière (La Porta et al., 2000).

Cependant, il convient de noter que la relation entre la coporate governance et la performance financière n'est pas toujours linéaire et peut varier en fonction du contexte, de la taille de l'entreprise, du secteur d'activité, etc. Certaines études ont souligné que l'impact de la gouvernance peut être plus prononcé dans des environnements économiques spécifiques.

En se basant sur les études de recherche exposées, on peut identifier l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 1 : L'engagement en matière de la coporate governance impacte la performance financière de l'entreprise*

## **2.2 La Structure et le fonctionnement du conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise**

La relation entre la structure et le fonctionnement du conseil d'administration et la performance financière des entreprises a été un sujet central de recherche dans la littérature en coporate governance. La composition du conseil d'administration, la séparation des rôles entre le président du conseil et le directeur général, ainsi que la présence de comités spécialisés sont autant d'aspects de la structure du conseil qui ont été examinés pour évaluer leur impact sur la performance financière des entreprises.

Des études, telles que celle de Yermack (1996), ont soutenu l'idée que la composition du conseil d'administration, en particulier la proportion de membres indépendants, est liée à une meilleure performance financière. Les conseils d'administration avec une majorité d'administrateurs indépendants sont censés apporter une surveillance accrue et réduire les conflits d'intérêts, ce qui peut contribuer à une meilleure prise de décision stratégique.

La séparation des rôles de président du conseil et de directeur général a également été étudiée pour son impact sur la performance financière. Certaines recherches, comme celle de Dalton et al. (1998), ont suggéré que cette séparation peut améliorer la coporate governance en réduisant le pouvoir discrétionnaire du dirigeant, favorisant ainsi une prise de décision plus équilibrée et une meilleure protection des intérêts des actionnaires.

Par ailleurs, la création de comités spécialisés au sein du conseil d'administration, tels que les comités d'audit, de rémunération et de gouvernance, a été considérée comme un moyen d'améliorer la gouvernance et, par conséquent, la performance financière. Les travaux de Fama (1980) ont souligné l'importance de la structure du conseil pour la surveillance des activités de l'entreprise.

Il est important de noter que la littérature a également abordé les limites de certains mécanismes de gouvernance, et que l'effet de la structure du conseil d'administration sur la performance financière peut varier en fonction du contexte et des caractéristiques spécifiques de l'entreprise.

À partir des études de recherche exposées, une hypothèse discernable émerge :

*Hypothèse 2 : La structure et le fonctionnement du conseil d'administration impactent la performance financière de l'entreprise*

### **2.3 La responsabilité du directeur du conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise**

La corrélation entre la responsabilité du directeur du conseil d'administration et la performance financière des entreprises a captivé l'attention des chercheurs en corporate governance. La responsabilité du directeur, souvent incarnée par son rôle de surveillance et de prise de décision stratégique, est cruciale pour façonner le destin financier d'une entreprise. Les travaux de Jensen (1993) ont mis en lumière l'importance de la responsabilité du directeur du conseil dans l'optimisation de la performance financière, soulignant que la surveillance efficace des activités opérationnelles contribue à atténuer les asymétries d'information et à renforcer la confiance des investisseurs.

La littérature a également exploré comment la responsabilité du directeur du conseil peut s'exprimer à travers la gestion des risques. Les recherches de Hitt et al. (1998) ont suggéré que les directeurs proactifs, assumant pleinement leur responsabilité, sont plus enclins à mettre en place des stratégies de gestion des risques robustes, minimisant ainsi les incertitudes qui pourraient peser sur la performance financière de l'entreprise.

La séparation des rôles entre le directeur général et le président du conseil peut également influencer la responsabilité du directeur du conseil. Des études, telles que celle de Yermack (1996), ont montré que cette séparation peut instaurer une surveillance plus efficace, réduisant les conflits d'intérêts et renforçant la responsabilité du directeur du conseil envers les actionnaires.

Selon les études de recherche exposées, une hypothèse qui émerge est la suivante :

*Hypothèse 3 : La responsabilité du directeur du conseil d'administration impacte la performance financière de l'entreprise*

### **2.4 La transparence et la divulgation et la performance financière de l'entreprise**

L'exploration de la relation entre la transparence et la divulgation d'informations et la performance financière des entreprises a captivé l'attention des chercheurs en corporate governance. La transparence, souvent considérée comme le socle de la confiance des parties prenantes, trouve sa manifestation à travers la divulgation proactive d'informations par les entreprises. Les travaux de Lang et Lundholm (1993) ont souligné que les entreprises qui adoptent une politique de divulgation transparente peuvent bénéficier d'une valorisation accrue de leurs actions sur le marché, indiquant ainsi un lien positif avec la performance financière.

Les chercheurs se sont également penchés sur les mécanismes par lesquels la transparence peut influencer la performance financière. La divulgation d'informations précises et opportunes peut améliorer la prise de décision des investisseurs, réduire l'asymétrie d'information, et ainsi favoriser la confiance du marché (Verrecchia, 2001). Une transparence accrue peut également renforcer la réputation de l'entreprise, entraînant des avantages financiers à long terme (Healy et Palepu, 2001).

Cependant, il est important de reconnaître que la relation entre la transparence et la performance financière peut être influencée par des facteurs contextuels. Des études, telles que celle de Hail et Leuz (2006), ont mis en évidence que l'impact de la transparence peut varier en fonction des caractéristiques du marché et du niveau de développement du système financier.

Selon les études de recherche exposées, une hypothèse qui se dégage est la suivante :

*Hypothèse 4 : La transparence et la divulgation impactent la performance financière de l'entreprise*

## **2.5 Le droit des actionnaires et la performance financière de l'entreprise**

L'analyse de la relation entre le droit des actionnaires et la performance financière des entreprises constitue un domaine d'étude crucial dans la littérature de la coporate governance. Le cadre juridique déterminant les droits des actionnaires exerce une influence profonde sur la manière dont les entreprises sont dirigées et sur la protection des intérêts des investisseurs. Des chercheurs tels que La Porta et al. (1998) ont établi des liens substantiels entre le niveau de protection juridique des actionnaires et la performance financière, soulignant que des droits renforcés peuvent inciter à une meilleure gestion des entreprises et à une création de valeur accrue.

La nature des droits des actionnaires peut également impacter les mécanismes de gouvernance. Les travaux de Shleifer et Vishny (1997) ont montré que des droits étendus peuvent encourager les actionnaires à s'engager activement dans la surveillance des activités de l'entreprise, favorisant ainsi la responsabilisation des dirigeants et, potentiellement, améliorant la performance financière.

Cependant, la littérature reconnaît que la relation entre le droit des actionnaires et la performance financière peut être complexe et dépendante du contexte. Des études empiriques, telles que celles de Djankov et al. (2008), soulignent que les résultats peuvent varier en fonction des caractéristiques du marché, du niveau de développement économique et de la qualité institutionnelle du pays.

En se basant sur les résultats des recherches exposées, une hypothèse émerge de manière distincte :

*Hypothèse 5 : Le droit des actionnaires impacte la performance financière de l'entreprise*

## **2.6 Le traitement équitable des actionnaires et la performance financière de l'entreprise**

L'examen de la relation entre le traitement équitable des actionnaires et la performance financière des entreprises constitue un pan important de la recherche en coporate governance. L'équité dans le traitement des actionnaires implique une distribution juste des bénéfices, une prise de décision transparente et une protection des droits des investisseurs. Des travaux tels que ceux de Hermalin et Weisbach (2003) ont mis en avant le rôle crucial de cette équité dans la préservation de la confiance des actionnaires, soulignant ainsi son impact potentiel sur la performance financière.

La littérature suggère que les entreprises qui accordent une importance particulière au traitement équitable des actionnaires peuvent bénéficier d'une loyauté accrue de la part des investisseurs. Des recherches, comme celle de Dyck et Zingales (2004), indiquent que la confiance des actionnaires peut se traduire par une détention plus longue des actions, favorisant ainsi la stabilité et la performance à long terme de l'entreprise.

Cependant, il est important de noter que le traitement équitable des actionnaires ne se limite pas à la distribution des dividendes. Il englobe également la participation des actionnaires aux prises de décision importantes de l'entreprise. Les travaux de Anderson et Reeb (2003) mettent en évidence le rôle positif de la participation des actionnaires dans les décisions de gouvernance, soulignant son lien avec une meilleure performance financière.

Malgré ces observations positives, la relation entre le traitement équitable des actionnaires et la performance financière peut être nuancée. Des études, telles que celle de Yermack (1996), soulignent que le lien peut varier en fonction de facteurs tels que la taille de l'entreprise et le secteur d'activité.

En se basant sur les recherches exposées, il est possible de formuler l'hypothèse suivante et d'en développer le contenu :

*Hypothèse 6 : Le traitement équitable des actionnaires impacte la performance financière de l'entreprise*

## **2.7 Le rôle des parties prenantes et la performance financière de l'entreprise**

L'exploration du rôle des parties prenantes dans la performance financière des entreprises représente un domaine dynamique de recherche en coporate governance. Les parties prenantes, qu'elles soient internes ou externes, ont un impact significatif sur les activités et les décisions des entreprises. Les travaux de Freeman (1984) ont jeté les bases de l'approche des parties prenantes, soulignant que la gestion proactive des relations avec ces différentes parties peut influencer positivement la performance globale de l'entreprise.

La littérature met en avant la notion selon laquelle les entreprises qui reconnaissent et gèrent efficacement les attentes de leurs parties prenantes peuvent bénéficier d'une meilleure performance financière. Mitchell et al. (1997) ont souligné que la satisfaction des parties prenantes internes et externes peut contribuer à créer un environnement favorable, stimulant l'innovation, la productivité et, en fin de compte, la rentabilité.

Cependant, il est crucial de noter que le rôle des parties prenantes dans la performance financière peut être complexe et dépendre de divers facteurs contextuels. Des études, comme celles de Jones (1995), ont mis en évidence la nécessité d'une gestion équilibrée des attentes des parties prenantes, soulignant que des compromis bien négociés peuvent conduire à des résultats bénéfiques tant pour l'entreprise que pour ses parties prenantes.

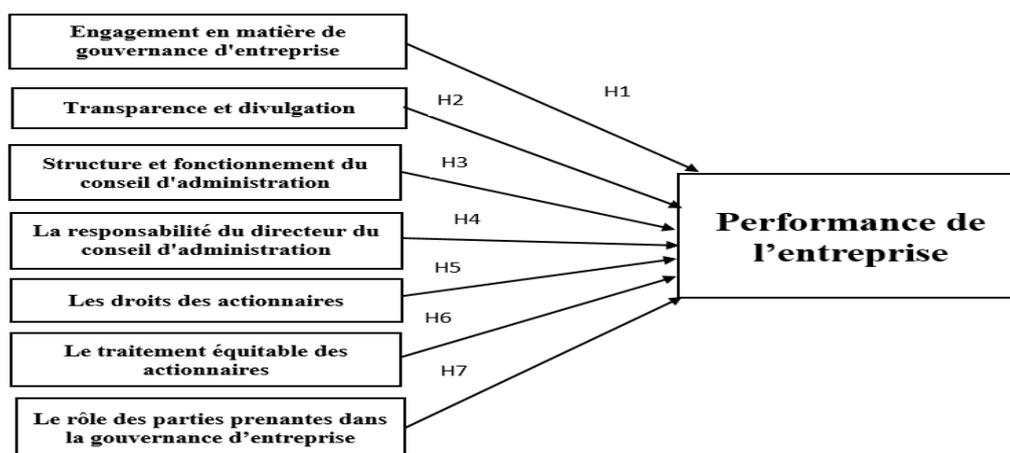
Une approche stratégique envers les parties prenantes peut également jouer un rôle crucial dans la gestion des risques et des opportunités. Les recherches de Clarkson (1995) ont souligné que l'identification et la gestion proactive des enjeux liés aux parties prenantes peuvent aider à prévenir les crises potentielles et à protéger la réputation de l'entreprise, influençant ainsi positivement la performance financière.

Selon les résultats des études présentées, une hypothèse émerge de manière notable :

*Hypothèse 7 : Le rôle des parties prenantes dans la gouvernance de l'entreprise impacte la performance financière de l'entreprise*

## **3. Modèle de recherche**

Après avoir détaillé le cadre conceptuel et examiné les travaux existants, il est important de noter que l'objectif principal de cette étude est d'explorer la corrélation entre les principes de la coporate governance et la performance financière de l'entreprise. D'un côté, l'analyse se concentrera sur cette relation, tandis que de l'autre, elle visera à tester et valider le modèle présenté ci-dessous ainsi que les hypothèses énoncées précédemment.



**Figure 1 : Modèle de recherche**

**Source :** Aoudane et Wahabi (2023)

#### 4. Méthodologie de recherche adoptée

Dans le cadre de notre étude, nous avons choisi d'explorer l'influence de la coporate governance sur la performance des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca. Notre échantillon comprend 68 entreprises marocaines, sélectionnées de manière à représenter divers secteurs de l'économie nationale.

La méthode de recherche que nous avons appliquée est la Méthode des Équations Structurelles. Cette approche a été sélectionnée pour tester et valider les sept hypothèses formulées dans notre étude, ainsi que pour évaluer le modèle de recherche dans son ensemble. La Méthode des Équations Structurelles offre une analyse robuste permettant d'explorer les relations complexes entre les variables de la coporate governance et les performances financières des entreprises étudiées. Son utilisation vise à fournir des résultats précis et significatifs, contribuant ainsi à approfondir notre compréhension de la dynamique entre la coporate governance et la performance des entreprises au sein du contexte marocain.

##### 4.1. Les instruments de mesure

Dans le tableau ci-dessous, nous présentons les huit variables incluses dans notre étude, chacune accompagnée du nombre d'items correspondant ainsi que des références aux travaux de recherche dont les items ont été tirés.

**Tableau 1 : Instruments de mesure**

Variabiles	Nombre d'items	Auteurs
Engagement en matière de coporate governance	6	Fazli et al. (2015) OECD (2004)
Transparence et divulgation	12	
Structure et fonctionnement du conseil d'administration	10	
La responsabilité du directeur du conseil d'administration	9	
Les droits des actionnaires	6	
Le traitement équitable des actionnaires	6	

Le rôle des parties prenantes dans l'entreprise	6	
Performance financière de l'entreprise	6	Demsetz et Lehn (1985) ; Morck, Sheleifer et Vishney (1988) ; Bebchuk et Cohen (2003) ; Bebchuk, Cohen et Ferrell (2004) ; Paul A.Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick (2003)

**Source :** Auteurs

Les items ont été sélectionnés à partir des travaux de recherche de Fazli et al. (2015), de l'OCDE (2004), de Demsetz et Lehn (1985), de Morck, Sheleifer et Vishney (1988), de Bebchuk et Cohen (2003), de Bebchuk, Cohen et Ferrell (2004), ainsi que de Paul A. Gompers, Joy L. Ishii et Andrew Metrick (2003). Cette sélection rigoureuse d'instruments de mesure assure la validité et la fiabilité de notre évaluation des variables étudiées

#### 4.2. Les caractéristiques de l'échantillon

Dans le cadre des caractéristiques des 68 entreprises cotées à la bourse, nous décrivons leur statut juridique, leur effectif, leur secteur d'activités ainsi que les données des répondants.

L'échantillon de l'étude confirmatoire étudiée se répartit comme suit :

**Tableau 2 :** Les caractéristiques de l'échantillon de l'étude empirique

<b>Entreprise</b>	<b>Fréquence</b>	<b>%</b>
<u>Forme juridique</u>		
SA	67	99%
Société en commandite par action	1	1%
<u>Effectif</u>		
Entre 0 et 10	1	1,47%
Entre 10 et 100	5	7,35%
Entre 100 et 250	13	19,12%
Entre 250 et 500	11	16,18%
Plus de 500	38	55,88%
<u>Secteur d'activité</u>		
Industriel	18	26,47%
Services	40	58,82%
BTP	7	10,29%
Autres	3	4,41%
<b>Répondant</b>	<b>Fréquence</b>	<b>%</b>
<u>Poste</u>		
Directeur financier	6	8,82%
Responsable financier	13	19,12%
Comptable	5	7,35%
Contrôleur de gestion	22	32,35%
Autres	22	32,35%
<u>Nombre d'années d'expérience</u>		
0 – 1 an	4	5,88%
1 – 3 ans	18	26,47%
3 – 6 ans	32	47,06%
6 – 10 ans	9	13,24%
10 ans et plus	5	7,35%

L'examen du tableau révèle les caractéristiques de notre échantillon pour l'étude factorielle confirmatoire. Il se compose de 67 entreprises cotées en bourse, toutes enregistrées sous le statut

juridique de "société à responsabilité limitée". Une seule entreprise a le statut juridique de "société en commandite par action".

En ce qui concerne la taille des entreprises, le tableau indique que 55,88% des entreprises cotées en bourse sont des grandes entreprises, employant plus de 500 salariés. Les petites et moyennes entreprises représentent 35,30% de l'échantillon, tandis que les très petites entreprises ne comptent que pour 8,82%.

Par rapport au secteur d'activité, nous constatons que 58,82% des entreprises cotées en bourse sont des entreprises de services, 26,47% sont des entreprises industrielles et 10,29% se spécialisent dans le BTP (Bâtiment et Travaux Publics).

En ce qui concerne les postes occupés par les répondants, le tableau indique que 32,35% d'entre eux sont des contrôleurs de gestion, 19,12% sont des responsables financiers, 7,35% sont des comptables, 8,82% sont des directeurs financiers, et enfin, 32,35% occupent d'autres fonctions financières telles que l'auditeur financier, l'analyste financier, le contrôleur crédit, etc.

En ce qui concerne l'expérience professionnelle, nous remarquons que parmi les répondants travaillant dans les entreprises cotées en bourse, 47,06% ont entre 3 et 6 ans d'expérience, 32,35% ont entre 0 et 3 ans d'expérience, 13,24% ont entre 6 et 10 ans d'expérience, et enfin, 7,35% ont plus de 10 ans d'expérience.

### 5. Résultats de l'étude empirique

Pour garantir la validité globale de la recherche, il est impératif de s'assurer de divers aspects spécifiques, notamment la validité du construit, la validité de l'instrument de mesure, la validité interne des résultats de la recherche, et la validité externe de ces résultats.

Le modèle, illustré graphiquement sur SMART PLS 4, est représenté de la manière suivante :

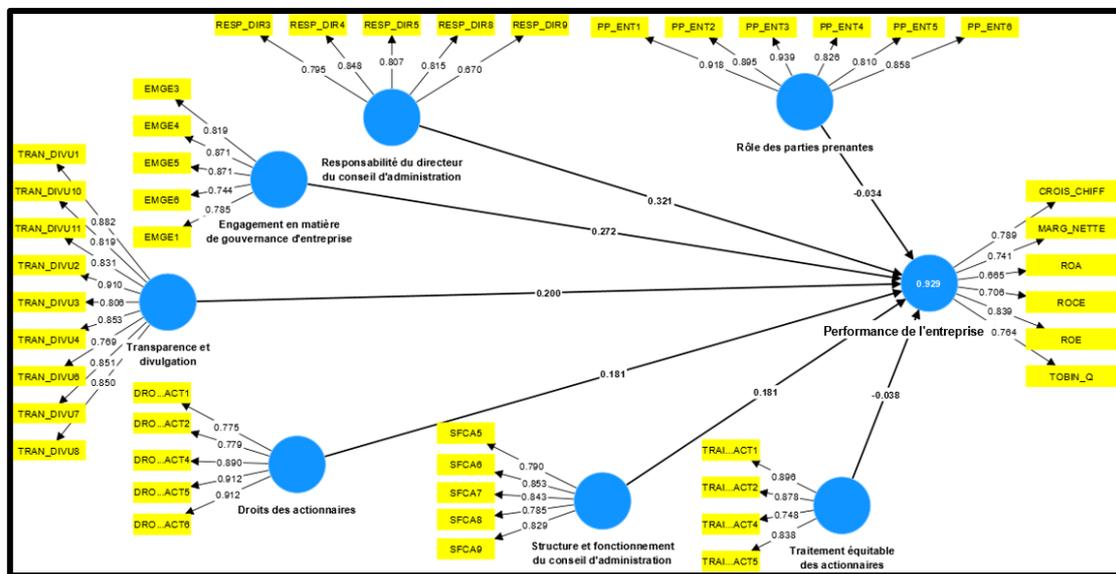


Figure 2 : Modèle de recherche

D'après l'analyse figurant dans la Figure 2, il est à noter que tous les éléments affichent un indice dépassant 0,7. Les données présentées dans le Tableau 2 révèlent également que l'alpha de Cronbach dépasse 0,7, tout comme les valeurs de rhos\_A et rhos\_C, tandis que l'AVE (Average Variance Extracted) est supérieur à 0,5. Ces résultats soulignent la validité de convergence, conforme aux normes

scientifiques de la science de gestion (Hair et al., 2014 ; M. Tenenhaus, 1999 ; Michel Tenenhaus et al., 2004).

**Tableau 2 : Validité du modèle de mesure**

	Cronbach's alpha	Composite reliability (rho_a)	Composite reliability (rho_c)	Average variance extracted (AVE)
<b>EMCG</b>	0.877	0.886	0.911	0.671
<b>SFCA</b>	0.879	0.888	0.911	0.673
<b>RDCA</b>	0.847	0.851	0.892	0.623
<b>TD</b>	0.949	0.952	0.956	0.709
<b>DA</b>	0.907	0.911	0.932	0.733
<b>TEA</b>	0.862	0.877	0.906	0.709
<b>RPP</b>	0.938	0.944	0.952	0.767
<b>PFE</b>	0.845	0.849	0.886	0.566

*EMCG : Engagement en matière de corporate governance ; TD: Transparence et divulgation ; SFCA : Structure et fonctionnement du conseil d'administration; RDCA : Responsabilité du directeur du conseil d'administration ; DA : Droits des actionnaires ; TEA : Traitement équitable des actionnaires ; RPP : Rôle des parties prenantes ; PFE : Performance financière de l'entreprise.*

**Source :** Auteurs

L'analyse du test de validité discriminante (Critère Fornell-Larcker) révèle que la valeur de la diagonale est supérieure à toutes les valeurs situées en dessous, confirmant ainsi la validité de la discrimination. De surcroît, il est manifeste que ces éléments sont fortement liés à leurs structures respectives, mais présentent une corrélation faible avec les autres structures. Ces constatations confirment de manière concluante la validité discriminante de l'échelle.

**Tableau 3 : Résultat du critère Fornell-Larcker**

	DA	EMCG	PFE	RDCA	RPP	SFCA	TEA	TD
<b>DA</b>	<b>0.856</b>							
<b>EMCG</b>	0.604	<b>0.859</b>						
<b>PFE</b>	0.770	0.855	<b>0.953</b>					
<b>RDCA</b>	0.709	0.756	0.902	<b>0.890</b>				
<b>RPP</b>	0.593	0.547	0.677	0.654	<b>0.876</b>			
<b>SFCA</b>	0.699	0.638	0.817	0.761	0.708	<b>0.820</b>		
<b>TEA</b>	0.710	0.691	0.798	0.784	0.698	0.786	<b>0.842</b>	
<b>TD</b>	0.592	0.805	0.865	0.811	0.722	0.731	0.749	<b>0.842</b>

*EMCG : Engagement en matière de corporate governance ; TD: Transparence et divulgation ; SFCA : Structure et fonctionnement du conseil d'administration; RDCA : Responsabilité du directeur du conseil d'administration ; DA : Droits des actionnaires ; TEA : Traitement équitable des actionnaires ; RPP : Rôle des parties prenantes ; PFE : Performance financière de l'entreprise.*

**Source :** Auteurs

Les résultats de la matrice indiquent que chaque élément explique de manière optimale la variable à laquelle il est associé, et non l'autre variable. Nous avons observé que les coefficients de corrélation les plus élevés sont enregistrés aux intersections entre chaque variable. Ces constatations se retrouvent également dans les résultats du tableau de la matrice des charges de croisement, qui permet de mesurer l'importance de chaque élément dans l'explication de chaque dimension de notre modèle.

**Tableau 4 : Cross Loadings**

	DA	EMCG	PEF	RDCA	RPP	SFCA	TEA	TD
DROITS_ACT1	<b>0.775</b>	0.446	0.614	0.646	0.562	0.757	0.692	0.434
DROITS_ACT2	<b>0.779</b>	0.510	0.627	0.566	0.455	0.610	0.581	0.503
DROITS_ACT4	<b>0.890</b>	0.531	0.702	0.610	0.519	0.571	0.621	0.528
DROITS_ACT5	<b>0.912</b>	0.566	0.700	0.632	0.503	0.542	0.595	0.560
DROITS_ACT6	<b>0.912</b>	0.527	0.645	0.580	0.499	0.527	0.556	0.501
EMGE1	0.474	<b>0.785</b>	0.610	0.558	0.510	0.514	0.582	0.556
EMGE3	0.382	<b>0.819</b>	0.666	0.554	0.377	0.458	0.581	0.588
EMGE4	0.551	<b>0.871</b>	0.839	0.716	0.505	0.579	0.622	0.795
EMGE5	0.504	<b>0.871</b>	0.642	0.560	0.418	0.486	0.580	0.647
EMGE6	0.547	<b>0.744</b>	0.703	0.677	0.421	0.558	0.462	0.671
CROIS_CHIFF	0.427	0.635	<b>0.789</b>	0.702	0.522	0.580	0.625	0.837
MARG_NETTE	0.628	0.497	<b>0.741</b>	0.666	0.582	0.829	0.609	0.572
ROA	0.387	0.814	<b>0.665</b>	0.555	0.369	0.459	0.578	0.586
ROCE	0.885	0.542	<b>0.706</b>	0.611	0.530	0.573	0.627	0.532
ROE	0.558	0.865	<b>0.839</b>	0.719	0.497	0.581	0.619	0.795
TOBIN_Q	0.581	0.514	<b>0.764</b>	0.810	0.546	0.655	0.545	0.566
RESP_DIR3	0.433	0.611	0.729	<b>0.795</b>	0.541	0.673	0.623	0.672
RESP_DIR4	0.581	0.693	0.747	<b>0.848</b>	0.580	0.675	0.745	0.766
RESP_DIR5	0.583	0.501	0.757	<b>0.807</b>	0.533	0.652	0.537	0.559
RESP_DIR8	0.643	0.627	0.678	<b>0.815</b>	0.469	0.561	0.641	0.657
RESP_DIR9	0.566	0.554	0.641	<b>0.670</b>	0.449	0.417	0.543	0.540
PP_ENT1	0.516	0.481	0.578	0.554	<b>0.918</b>	0.597	0.596	0.645
PP_ENT2	0.492	0.443	0.574	0.563	<b>0.895</b>	0.613	0.580	0.619
PP_ENT3	0.556	0.547	0.690	0.657	<b>0.939</b>	0.640	0.614	0.732
PP_ENT4	0.412	0.500	0.552	0.544	<b>0.826</b>	0.601	0.676	0.596
PP_ENT5	0.577	0.361	0.528	0.532	<b>0.810</b>	0.666	0.527	0.473
PP_ENT6	0.558	0.520	0.615	0.574	<b>0.858</b>	0.610	0.672	0.698
SFCA5	0.634	0.411	0.605	0.552	0.548	<b>0.790</b>	0.602	0.552
SFCA6	0.575	0.640	0.771	0.704	0.674	<b>0.853</b>	0.726	0.747
SFCA7	0.629	0.503	0.628	0.594	0.546	<b>0.843</b>	0.647	0.527
SFCA8	0.380	0.548	0.568	0.583	0.534	<b>0.785</b>	0.635	0.574
SFCA9	0.628	0.497	0.741	0.666	0.582	<b>0.829</b>	0.609	0.572
TRAIT_EQUI_ACT1	0.580	0.545	0.650	0.636	0.566	0.667	<b>0.896</b>	0.594
TRAIT_EQUI_ACT2	0.697	0.621	0.771	0.763	0.525	0.714	<b>0.878</b>	0.698
TRAIT_EQUI_ACT4	0.489	0.538	0.539	0.493	0.405	0.521	<b>0.748</b>	0.436
TRAIT_EQUI_ACT5	0.599	0.615	0.695	0.707	0.828	0.719	<b>0.838</b>	0.749
TRAN_DIVU1	0.555	0.770	0.766	0.736	0.634	0.647	0.645	<b>0.882</b>
TRAN_DIVU10	0.489	0.664	0.726	0.730	0.548	0.659	0.690	<b>0.819</b>
TRAN_DIVU11	0.430	0.621	0.783	0.700	0.509	0.577	0.617	<b>0.831</b>
TRAN_DIVU2	0.604	0.748	0.817	0.784	0.711	0.749	0.779	<b>0.910</b>
TRAN_DIVU3	0.607	0.803	0.789	0.738	0.538	0.665	0.701	<b>0.806</b>
TRAN_DIVU4	0.461	0.640	0.688	0.592	0.638	0.626	0.581	<b>0.853</b>
TRAN_DIVU6	0.339	0.551	0.547	0.512	0.584	0.421	0.521	<b>0.769</b>
TRAN_DIVU7	0.491	0.638	0.725	0.655	0.642	0.547	0.536	<b>0.851</b>

TRAN_DIVU8	0.454	0.622	0.655	0.642	0.681	0.587	0.554	<b>0.850</b>
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------------

Source : Auteurs

Pour approfondir notre analyse, examinons les valeurs du R<sup>2</sup> et Q<sup>2</sup>. En ce qui concerne notre variable principale, la performance financière de l'entreprise, le R<sup>2</sup> affiche un résultat significatif de 0,929.

En observant les résultats de l'effet de taille Q<sup>2</sup>, on constate que la valeur de Q<sup>2</sup> est supérieure à 0, indiquant ainsi la pertinence prédictive du modèle. De manière plus spécifique, pour la variable "Performance financière de l'entreprise", la valeur de Q<sup>2</sup> dépasse 0,30, démontrant un effet de taille élevé selon l'indicateur Q<sup>2</sup>.

**Tableau 5 : Valeurs R<sup>2</sup> et Q<sup>2</sup>**

	R <sup>2</sup>	Q <sup>2</sup>	Interprétation
<b>Performance financière de l'entreprise</b>	0.929	0.658	<b>Significatif</b>

Source : Auteurs

Selon le tableau 6, nous pouvons distinguer que cinq relations entre les variables sont positives et deux sont négatives.

D'abord, l'engagement en matière de corporate governance et la transparence et la divulgation sont liés à la variable « performance financière de l'entreprise » : (T = 3.889, p <0,01) et (T = 2.660, p <0,01). Le résultat des deux hypothèses est positif, ce qui accepte l'hypothèse H1, H2.

Ensuite, les résultats montrent également un impact direct positif de la variable « Structure et fonctionnement du conseil d'administration » sur la variable « performance financière de l'entreprise » (T = 2.421, p <0,01), comme de la variable « Responsabilité du directeur du conseil d'administration » (T = 3.450, p <0,01) sur la variable « performance financière de l'entreprise ». Ce qui confirme l'hypothèse H3 et l'hypothèse H4.

Puis, les résultats montrent également un impact direct positif de la variable « Droits des actionnaires » sur la variable « performance financière de l'entreprise » (T = 2.628, p <0,01). Ce qui confirme l'hypothèse H5.

Finalement, nous notons que l'hypothèse H6 et H7 sur l'effet positif entre les deux variables « Traitement équitable des actionnaires », « Rôle des parties prenantes » et la variable à expliquer « performance financière de l'entreprise » sont rejetées (T = 0.548, p >0,05) et (T = 0.579, p >0,05).

**Tableau 6 : Résultats de liaisons entre les variables**

	Original sample (O)	Sample mean (M)	Standard deviation (STDEV)	T statistics ((O/STDEV))	P values	Décision
<b>H1 : EMCG -&gt; PFE</b>	<b>0.286</b>	<b>0.288</b>	<b>0.073</b>	<b>3.889</b>	<b>0.000</b>	<b>Validée</b>
<b>H2 : TD -&gt; PFE</b>	<b>0.201</b>	<b>0.207</b>	<b>0.076</b>	<b>2.660</b>	<b>0.008</b>	<b>Validée</b>
<b>H3 : SFCA -&gt; PFE</b>	<b>0.173</b>	<b>0.170</b>	<b>0.072</b>	<b>2.421</b>	<b>0.016</b>	<b>Validée</b>
<b>H4 : RDCA -&gt; PFE</b>	<b>0.321</b>	<b>0.313</b>	<b>0.093</b>	<b>3.450</b>	<b>0.001</b>	<b>Validée</b>
<b>H5 : DA -&gt; PFE</b>	<b>0.171</b>	<b>0.170</b>	<b>0.065</b>	<b>2.628</b>	<b>0.009</b>	<b>Validée</b>
<b>H6 : TEA -&gt; PFE</b>	<b>-0.036</b>	<b>-0.034</b>	<b>0.066</b>	<b>0.548</b>	<b>0.584</b>	<b>Rejetée</b>
<b>H7 : RPP -&gt; PFE</b>	<b>-0.036</b>	<b>-0.034</b>	<b>0.062</b>	<b>0.579</b>	<b>0.562</b>	<b>Rejetée</b>

---

*EMCG : Engagement en matière de corporate governance ; TD: Transparence et divulgation ; SFCA : Structure et fonctionnement du conseil d'administration; RDCA : Responsabilité du directeur du conseil d'administration ; DA : Droits des actionnaires ; TEA : Traitement équitable des actionnaires ; RPP : Rôle des parties prenantes ; PFE : Performance financière de l'entreprise.*

---

Source : Auteurs

## 6. Discussion

**La conclusion de la première hypothèse** souligne une corrélation positive entre l'engagement en matière de gouvernance et la performance des entreprises cotées en bourse au Maroc. Les pratiques de gouvernance rigoureuses favorisent la transparence, la responsabilité et des décisions éclairées, conduisant à des performances financières plus solides. Cette corrélation renforce la confiance des investisseurs, accroît l'attrait pour les investisseurs et améliore la gestion des risques.

Cependant, il est noté que ces résultats sont spécifiques au contexte marocain et ne peuvent pas nécessairement être généralisés. Chaque marché financier a ses propres particularités, influençant la manière dont les pratiques de gouvernance interagissent avec la performance des entreprises. Il est crucial de considérer ces résultats comme des indications valables dans le cadre spécifique du Maroc, tout en reconnaissant les nuances et les différences possibles dans d'autres contextes.

Le résultat de la première hypothèse est conforme aux résultats trouvés dans des travaux théoriques et empiriques antérieurs : Becht, M., Bolton, P., & Roell, A., 2002, Yermack, D., 1996, Black, 2001 ; Gruszczynski, 2006 ; Bai et al., 2003 ; Drobetz et al., 2003 ; Black et al., 2003 ; Campos et al., 2002 ; Dunerv et Kim, 2003 ; Alves et Mendes, 2002 ; Brown et Caylor, 2004 ; Bebchuck et Cohen, 2004 ; Cohen et Ferrel, 2004 ; Gompers, Ishii et Metrick, 2003 ; Kapopoulos et Lazaretou, 2007, Adams, R. B., & Ferreira, D., 2009.

**La deuxième hypothèse** révèle un impact positif significatif de la transparence et de la divulgation sur la performance des entreprises cotées en bourse au Maroc. Les entreprises intégrant des pratiques transparentes et fournissant une divulgation adéquate affichent des performances financières plus robustes. La transparence renforce la confiance des investisseurs et facilite l'évaluation précise des risques et opportunités. En fournissant des informations exhaustives, les entreprises améliorent leur crédibilité, attirant ainsi de nouveaux investisseurs et renforçant leur accès aux marchés financiers.

La divulgation transparente n'est pas seulement un moyen d'informer, mais aussi un moteur de prise de décision éclairée. Elle permet aux parties prenantes de mieux comprendre les stratégies de l'entreprise, établissant ainsi une base solide pour évaluer la performance de manière plus précise. Cette compréhension contribue à établir des relations de confiance durables avec les investisseurs, renforçant la position de l'entreprise sur le marché.

Cependant, ces résultats propres au contexte marocain ne peuvent être directement extrapolés à d'autres environnements économiques et juridiques. Des facteurs tels que les réglementations, la culture d'entreprise ou les conditions macroéconomiques influent également sur la performance des entreprises cotées en bourse. Ainsi, bien que la transparence et la divulgation soient essentielles, elles doivent être considérées comme des composantes d'un ensemble plus vaste de facteurs contribuant à façonner la performance des entreprises dans des contextes variés.

Ce résultat est conforme à la majorité des travaux de recherche théoriques et empiriques, ayant analysé la relation entre La transparence, la divulgation et la performance financière de l'entreprise (Becht, M., Bolton, P., & Roell, A., 2002, Yermack, D., 1996, Black, 2001 ; Gruszczynski, 2006 ; Bai et al., 2003 ; Drobetz et al., 2003 ; Black et al., 2003 ; Campos et al., 2002 ; Dunerv et Kim, 2003 ; Alves et Mendes,

2002 ; Brown et Caylor, 2004 ; Bebchuck et Cohen, 2004 ; Cohen et Ferrel, 2004 ; Gompers, Ishii et Metrick, 2003 ; Kapopoulos et Lazaretou, 2007, Adams, R. B., & Ferreira, D., 2009).

**Les conclusions de l'hypothèse** confirment l'impact positif de la structure et du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance des entreprises cotées en bourse au Maroc. Les entreprises dotées d'une structure de conseil robuste et d'un fonctionnement efficient affichent généralement des performances financières plus solides. Un conseil d'administration bien constitué, composé de membres compétents et indépendants, joue un rôle crucial en assurant une supervision adéquate et en contribuant à la prise de décision stratégique, renforçant ainsi la gouvernance de l'entreprise. Les pratiques de gouvernance solides du conseil peuvent améliorer la responsabilité, la transparence et la gestion des risques, des éléments étroitement liés à une performance opérationnelle et financière accrue.

Au-delà de ses fonctions réglementaires, un conseil d'administration efficace peut également jouer un rôle proactif en fournissant une expertise spécialisée, des conseils judicieux et une vision stratégique. Cette expertise aide l'entreprise à naviguer dans un environnement concurrentiel en constante évolution, renforçant sa capacité à anticiper et à réagir aux défis et opportunités du marché.

Ce résultat vient confirmer celui auquel ont abouti certains auteurs qui ont trouvé que la structure et le fonctionnement du conseil d'administration impactent positivement la performance financière de l'entreprise (Becht, M., Bolton, P., & Roell, A., 2002, Yermack, D., 1996, Black, 2001 ; Gruszczynski, 2006 ; Bai et al., 2003 ; Drobetz et al., 2003 ; Black et al., 2003 ; Campos et al., 2002 ; Dunerv et Kim, 2003 ; Alves et Mendes, 2002 ; Brown et Caylor, 2004 ; Bebchuck et Cohen, 2004 ; Cohen et Ferrel, 2004 ; Gompers, Ishii et Metrick, 2003 ; Kapopoulos et Lazaretou, 2007, Adams, R. B., & Ferreira, D., 2009).

**Les conclusions de la quatrième hypothèse** soulignent l'impact positif de la responsabilité du directeur du conseil d'administration sur la performance des entreprises cotées en bourse au Maroc. Lorsque le directeur assume pleinement ses responsabilités et exerce un leadership efficace, les résultats financiers de l'entreprise bénéficient significativement.

La responsabilité du directeur du conseil englobe des aspects cruciaux tels que la prise de décision éclairée, la gestion des risques, la supervision adéquate des opérations et la défense des intérêts des actionnaires. Une gestion proactive et diligente de ces responsabilités renforce la coporate governance, créant un environnement propice à la prise de décision stratégique et à la réalisation des objectifs.

Un directeur du conseil responsable favorise également une culture d'intégrité, de transparence et de responsabilité au sein de l'entreprise, conduisant à une gestion des risques plus efficace, une confiance accrue des investisseurs et une performance financière supérieure. Cette responsabilité contribue à forger une réputation positive pour l'entreprise, renforçant son attractivité sur le marché financier.

Le résultat de cette hypothèse est conforme aux résultats trouvés dans des travaux théoriques et empiriques antérieurs : Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), Adams, R. B., & Mehran, H. (2003), Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2003), Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999), Zahra, S. A., & Pearce II, J. A. (1989).

**Les conclusions de la cinquième hypothèse** révèlent un impact significatif et crucial des droits des actionnaires sur la performance des entreprises cotées en bourse au Maroc. Le respect et la protection de ces droits génèrent des bénéfices tangibles pour la santé financière des entreprises.

Le respect des droits des actionnaires revêt une importance cruciale, favorisant la transparence, la responsabilité et la participation active des actionnaires dans les décisions stratégiques. Cette confiance

établie encourage leur implication dans les processus décisionnels, créant un environnement propice à la prise de décision éclairée et à l'alignement des intérêts entre l'entreprise et ses parties prenantes.

En renforçant ces droits, les entreprises peuvent attirer des investisseurs potentiels et accroître la liquidité de leurs actions sur le marché boursier. Une coporate governance solide, liée au respect des droits des actionnaires, contribue à réduire les conflits d'intérêts et à prévenir les abus de pouvoir. Cela favorise une culture organisationnelle transparente, responsable et alignée sur les meilleures pratiques, renforçant la confiance des investisseurs et la stabilité interne.

Ce résultat est conforme aux résultats des travaux de recherche théoriques et empiriques antérieurs : Gruszczynski, 2006 ; Drobetz et al., 2003 ; Black et al., 2003 ; Dunerv et Kim, 2003 ; Alves et Mendes, 2002 ; Brown et Caylor, 2004 ; Bebchuck et Cohen, 2004 ; Cohen et Ferrel, 2004 ; Kapopoulos et Lazaretou, 2007.

**Les conclusions de la sixième hypothèse**, indiquant l'absence de relation positive entre le traitement équitable des actionnaires et la performance financière des entreprises cotées en bourse, méritent une analyse approfondie. Contrairement aux attentes, le traitement équitable des actionnaires ne semble pas exercer un impact direct sur la performance des entreprises dans le cadre spécifique de cette étude.

Bien que le traitement équitable des actionnaires soit traditionnellement considéré comme crucial pour renforcer la confiance et favoriser leur engagement actif, les résultats suggèrent qu'il n'a pas un impact significatif sur la performance financière dans ce contexte particulier. Cela souligne la nécessité d'approfondir la compréhension des mécanismes sous-jacents qui influent sur la performance des entreprises cotées en bourse dans cette situation.

Le résultat de la sixième hypothèse n'est pas conforme aux résultats trouvés dans les travaux théoriques et empiriques antérieurs : Gruszczynski, 2006 ; Drobetz et al., 2003 ; Black et al., 2003 ; Dunerv et Kim, 2003 ; Alves et Mendes, 2002 ; Brown et Caylor, 2004 ; Bebchuck et Cohen, 2004 ; Cohen et Ferrel, 2004 ; Kapopoulos et Lazaretou, 2007.

**Les conclusions de la septième hypothèse**, indiquant l'absence de relation positive entre le rôle des parties prenantes et la performance des entreprises cotées en bourse, nécessitent une analyse approfondie. Contrairement aux attentes, le rôle des parties prenantes ne semble pas exercer un impact direct sur la performance dans le contexte spécifique de cette étude.

Le rôle des parties prenantes, impliquant l'influence et la participation des acteurs tels que les employés, fournisseurs, clients et la communauté, est généralement considéré comme bénéfique pour un environnement durable et des relations solides. Cependant, les résultats suggèrent qu'aucune relation significative n'existe entre ce rôle et la performance des entreprises cotées en bourse dans ce contexte particulier, incitant à explorer davantage les facteurs sous-jacents qui influent sur la performance.

Ce résultat n'est pas conforme aux résultats des travaux de recherche théoriques et empiriques antérieurs : Freeman, R. E. (1984), Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003), Edmans, A. (2011), Agle, B. R., Mitchell, R. K., & Sonnenfeld, J. A. (1999) et Clarkson, M. B. (1995).

## 7. Conclusion

En résumé, cette étude repose sur des recherches empiriques utilisant des méthodes quantitatives, analysant les données de 68 sociétés cotées en bourse au Maroc. Après avoir effectué une revue de littérature sur la relation entre la coporate governance et la performance financière, nous avons formulé des hypothèses et défini un modèle de recherche.

Nous avons ensuite utilisé l'analyse des équations structurelles pour valider le modèle et les hypothèses. Cette analyse a inclus la vérification globale du modèle de mesure, la validité discriminante des concepts utilisés, et l'ajustement du modèle aux données collectées. La validation des instruments de mesure a été suivie par le test du modèle structurel pour confronter nos hypothèses à la réalité.

En conclusion, les résultats des tests ont permis de valider cinq hypothèses et de rejeter deux dans le contexte spécifique du Maroc. Ces résultats ont été présentés, expliqués et discutés, fournissant ainsi des insights importants sur la relation entre la coporate governance et la performance financière des sociétés cotées en bourse au Maroc.

## Bibliographie

- [1] Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301-1327. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- [2] Aoudane, M., and Wahabi, R. “L’effet Des Principes De La Corporate Gouvernance Sur La Performance Des Entreprises cotées En Bourse : Revue De littérature Et Proposition d’un modèle Conceptuel”. *International Journal of Strategic Management and Economic Studies (IJSMES)*, vol. 2, no. 5, Nov. 2023, pp. 1999-10, doi:10.5281/zenodo.10072635.
- [3] Clarkson, M.B.E. (1995) A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 20, 92-117. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271994>
- [4] Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. and Johnson, J.L. (1998). Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199803\)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K)
- [5] Dyck, A. and Zingales, L. (2004) Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59, 537-600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- [6] Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <http://www.jstor.org/stable/1837292>
- [7] Freeman, R.E. (1984) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston.
- [8] Hail, L. and Leuz, C. (2006) International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? *Journal of Accounting Research*, 44, 485-531.
- [9] Healy, P. N., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economic*, 31, 405-440. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- [10] Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review*, 4, 7-26.
- [11] Hitt, Michael & Haynes, Katalin & Serpa, Roy. (2010). Strategic leadership for the 21 century. *Business Horizons*. 53. 437-444. 10.1016/j.bushor.2010.05.004.
- [12] Jensen, M.C. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48, 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- [13] Jones, C.I. (1995) R & D-Based Models of Economic Growth. *Journal of Political Economy*, 103, 759-784. <http://dx.doi.org/10.1086/262002>
- [14] La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei and Vishny, Robert, (2000), Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, issue 1-2, p. 3-27.
- [15] Lang, M. and Lundholm, R. (1993) Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31, 246-271. <http://dx.doi.org/10.2307/2491273>
- [16] Mitchell, R.K., Agle, B.R. and Wood, D.J. (1997) Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principles of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review*, 22, 853-886.
- [17] Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W, (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 52(2), pages 737-783, June.

- [18] Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (2008). The law and economics of self-dealing, *Journal of Financial Economics*, Volume 88, Issue 3, Pages 430-465, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>.
- [19] Verrecchia, R. (2001) Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- [20] Yermack, D. (1996) Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)