

31^{ème} Congrès de l'AFC, NICE 2010

LA TRANSPARENCE DE L'ENTREPRISE ET LA STRUCTURE DE PROPRIETE: CAS DES ENTREPRISES FRANÇAISES

AMAL Hamrouni

Doctorante en Sciences de Gestion

GEREM, UPVD***

ISG, Université de SOUSSE

Amal.hamrouni@univ-perp.fr

FATEN Lakhali

ISG, Université de Sousse

IRG, Université de Paris-Est

lakhali@univ-paris12.fr

Résumé

Ce papier étudie la relation entre le niveau de transparence de l'entreprise et sa structure de propriété sur le marché français. L'intérêt de notre étude est de donner une explication à la diversité des publications observée dans un contexte d'actionnariat concentré. En se basant sur la multiplicité des supports de la communication financière nous avons évalué simultanément les rapports annuels et les sites Web officiels des entreprises appartenant à l'indice SBF 120, afin d'apprécier plus pertinemment la qualité de la communication financière des entreprises françaises cotées. Les résultats montrent que le niveau de transparence de la firme est négativement associé à la concentration d'actionnariat et au contrôle familial. Ces preuves mettent en évidence les problèmes de transparence qui existent dans les structures concentrées et soulignent le rôle des actionnaires contrôleurs dans l'expropriation des actionnaires minoritaires.

Mots clés : Transparence de l'entreprise, communication financière, structure de propriété, gouvernance de l'entreprise.

Abstract

The purpose of this paper is to examine the relationship between firm's transparency level and ownership structure of French listed companies. The interest of our study is to explain the diversity of corporate disclosure behavior in concentrated frameworks. Given the multiplicity of disclosure means, we use both annual reports and institutional websites of French listed companies on the SBF250 index to assess efficiently corporate disclosure quality. The findings show that firm transparency is negatively associated with the ownership concentration and family-control. Our findings evidence corporate transparency problems and underline the insider's role in the minority expropriation.

Keys words: Corporate Transparency, Financial Reporting Quality, Ownership Structure, Corporate Governance

**GEREM: Groupe de Recherche en Economie et Management

UPVD : Université de Perpignan Via Domitia

1- Introduction:

Ces dernières années et de plus en plus fréquemment, les scandales financiers éclatent et font la Une des quotidiens économiques et financiers. Les faillites retentissantes et les affaires scandaleuses, ont mis en cause la transparence des entreprises et les actes de gestion des dirigeants. « En France la relation entre l'entreprise, émettrice d'information, et son actionnaire en travers la communication financière a été marquée par une sensible évolution, largement marquée dans ce domaine comme dans d'autres par l'influence de l'internationalisation » (Leger, 2008). Le marché français était parmi les premiers agacé par les fraudes comptables et financières, il tenait à prendre des mesures urgentes et rigoureuses face à ces événements. A l'instar des Etats-Unis (la loi Sarbanes-Oxley), ces situations ont entraîné une réflexion approfondie sur le mode de la gestion de l'entreprise et une prise de conscience des autorités françaises de l'importance des mesures de contrôle. Il en résulte les règlements et les recommandations de pratiques de gouvernance qui se prêtent à une relation harmonieuse et transparente entre les différentes parties prenantes de la firme.

Néanmoins, la qualité des publications de ces dernières était jugée insuffisante suggérant que les grandes entreprises françaises ont encore des progrès à faire en termes de transparence financière ^[1].

La littérature souligne que les publications des entreprises sont partagées en deux catégories, les publications obligatoires liées aux informations exigées par la loi et les autorités des marchés financiers (par exemple la publication des résultats annuels) et d'autres volontaires qui sont utilisées par les tiers de la firme pour apprécier sa position sur le marché sans pour autant être exigées par la loi. Dans les milieux financiers, la différence des publications se manifestent essentiellement au niveau des informations volontaires, de ce fait c'est à ce niveau qu'une entreprise peut être jugée plus transparente qu'une autre. A fin de déterminer les mesures nécessaires de l'amélioration de la transparence de l'entreprise, l'interrogation sur les déterminants de cette dernière a fait le débat de plusieurs recherches académiques dans le monde entier [Paturel et al. (2006) au Royaume-Unis et en France; Lakhal (2005) en France; Xiao et al. (2004) en Chine; Marston et Polei (2004) en Allemagne; Ettredge et al (2002) aux Etats-Unis...].

¹ Une étude menée par l'agence de notation « Fitch Ratings » sur la transparence dont font preuve les grandes entreprises hexagonales présente comme résultats Les grandes entreprises françaises ont encore des progrès à faire en termes de transparence financière.

Dans notre étude, le contexte français qui est à la fois caractérisé par une forte concentration d'actionnariat, un contrôle familial intense, une participation élevée des investisseurs institutionnels, et dans les autorités sont très laborieux en termes de règles de contrôle de la transparence des sociétés, nous semble un cadre intéressant permettant de répondre à la problématique suivante: *Est-ce que le niveau de transparence de l'entreprise est fonction de sa structure de propriété ?*

La théorie de l'agence tente de proposer des explications aux problèmes de transparence observés sur les milieux financiers dès qu'il existe une relation d'agence. Fama et Jensen (1983) soulignent que les conflits d'agence entre le principal et l'agent s'avèrent plus stricts dans un contexte d'actionnariat dispersé que dans une structure concentrée. Appréhendant l'effet de ces conflits, l'actionnaire dépense des frais de surveillance relativement élevés afin de contrôler de près le comportement de l'agent. Ce dernier éprouve de sa part une réduction de la pression exercée par le principal à travers les publications volontaires afin de le convaincre de sa bonne gestion (Chau and Gray. 2002). Néanmoins, dans les structures d'actionnariat concentré, les problèmes d'agence résident essentiellement entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Les actionnaires contrôleurs, légitimés par la protection de leurs propres intérêts et soutenus par une asymétrie d'information, sont contrariés de communiquer toutes les informations relatives à l'entreprise qu'ils détiennent. Ces derniers peuvent manipuler voir falsifier certaines informations financières afin de garder une primauté informationnelle permettant de défendre leurs intérêts personnels au dépend de la minorité (Alexandre and Proquérot, 2000).

Ainsi, il s'avère que nous ne pouvons pas s'interroger sur les déterminants de la transparence de la firme sans s'arrêter sur les relations d'agence, plus particulièrement sur l'effet de la structure de propriété, quand il s'agit d'une forte divergence de pouvoir entre les actionnaires. Très peu d'études relativement récentes ont vérifié le lien entre la qualité de la communication financière et la structure de propriété dans un contexte d'actionnariat concentré [Mamoghli et al. (2007); Lakhali (2005); Paturel et al. (2006); Spanos (2006); Xiao et al. (2004)...]. Toutefois, ces dernières ont évalué la qualité de transparence de l'entreprise à travers un seul support de publication alors que les entreprises cotées en disposent de multiples qui peuvent être différemment influencés par les facteurs étudiés, et par conséquent leurs effets sur la transparence globale de la firme diffèrent. A fin d'assurer une mesure plus pertinente du niveau de transparence des entreprises françaises cotées nous avons utilisé, les deux supports de publication envisagés les plus privilégiés pour les utilisateurs de l'information de l'entreprises, à savoir, le rapport annuel et le site Web officiel.

Les résultats de notre étude démontrent que le niveau de transparence des entreprises françaises est négativement influencé par la concentration d'actionnariat, impliquant que la présence des investisseurs majoritaires peut être un motif d'expropriation de la minorité. Egalement, une relation négative entre la qualité de transparence et le control exercé par la

famille a été approuvée dans notre étude, soulignant ainsi le rôle de la famille dans la propagation des problèmes d'opacité dans les milieux financiers. Cependant aucune évidence significative n'a été approuvée pour la propriété managériale et la participation des investisseurs institutionnels.

Nous avons organisé notre étude comme suit : Section 2 présentera le cadre théorique à partir duquel les hypothèses sont élaborées. La section 3 décrira l'échantillon, la collecte de données et la méthodologie. Il est suivi par l'analyse des résultats et la discussion. La dernière section sera consacrée pour la conclusion.

2. La relation entre la transparence de l'entreprise et la structure de propriété: cadre théorique:

Le discours des relations d'agence et leurs effets sur le mode de la gestion ont constitué l'objet central de la finance d'entreprise pendant plusieurs décennies. En effet, la relation d'agence, comme Jensen Et Meckling (1976) l'ont définie, est un contrat par lequel un mandant (principal) engage un mandataire (agent) afin de prendre des décisions en son nom et d'agir pour son compte. Chacune de ces deux parties légitimée par son propre intérêt, cherche à maximiser sa fonction d'utilité en essayant d'exploiter les lacunes liées à l'incertitude, à l'absence de contrôle direct, et à l'asymétrie d'information. De ce fait, les conflits d'agence, renforcés par l'inégalité informationnelle incitent l'agent disposant d'une information privée et cherchant sans propre intérêt à ne pas l'annoncer correctement au public, voir même fournir au principal des informations tronquées, déformées ou falsifiées. Plusieurs études ont cherché à expliquer les aspects de la structure de propriété qui peuvent affecter la transparence de l'entreprise.

2.1. La transparence de l'entreprise et la concentration d'actionnariat:

La théorie de gouvernance suggère que la concentration d'actionnariat est un mécanisme de contrôle efficace. A fort potentiel capitalistique les actionnaires majoritaires exerce un contrôle efficace sur la gestion de l'entreprise. Néanmoins, Fama et Jensen (1983) soulignent que la fréquence des publications volontaires est relativement plus élevée dans les entreprises à structure d'actionnariat dispersé que celle à structure concentrée. Les managers d'une telle structure sont plus incités à communiquer en vue de réduire les couts de contrôle relativement plus élevé et convaincre les actionnaires de leur bonne gestion. Cependant, dans les structures d'actionnariat concentré, les conflits d'agence sont essentiellement entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Dans un tel contexte, on observe une différence notable au niveau du contrôle exercé par les investisseurs. Cette divergence des pouvoirs,

renforcée par les conflits d'intérêts, peut engendrer des opportunités d'expropriation de la minorité (Alexandre et Proquérot, 2000). Il en résulte que les actionnaires majoritaires seront peu concernés par la publication d'informations volontaires, présentant ainsi un faible niveau de transparence dans leurs supports de communication.

La relation entre la qualité des publications d'entreprise et la concentration d'actionnariat a fait le débat de plusieurs investigations empiriques. Nagar & al. (2003); Chau and Gray (2002), Barth (2003); Gelb (2000); Bushee and Noe (2000) ont examiné les déterminants de la publication volontaires dans des contextes d'actionnariat dilués caractérisés par une forte protection des investisseurs. Les résultats de ces travaux suggèrent que la dispersion d'actionnariat influence positivement la qualité des publications volontaires d'entreprises.

En France, Lakhil (2005) a examiné les relations entre les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats. Les résultats de cette étude suggèrent que la publication volontaire est positivement liée à la dispersion de la structure d'actionnariat marquée par la présence des investisseurs institutionnels étrangers, l'existence d'une structure de dualité dans le conseil d'administration et d'un plan d'option pour les managers. Dans le même contexte, Labelle et Schatt (2005) ont indiqué que la concentration d'actionnariat affecte négativement le contenu informatif des rapports annuels. En revanche, il apparaît que la relation entre la dilution d'actionnariat et la qualité des relations avec les investisseurs n'est pas linéaire mais curvilinéaire.

Dans un contexte Est Asiatiques (Hong Kong, Japon, Philippines, Singapour, Taiwan...), Fan et Wong (2002) ont démontré que la séparation des droits de vote et des droits de propriété permet aux actionnaires majoritaires plus de pouvoir d'expropriation des minoritaires. Les mêmes effets ont été approuvés par Ho et Wong (2001), en étudiant les aspects de la structure de propriété qui peuvent influencer la qualité de la communication financière auprès de 98 entreprises de Hong Kong. Plus récemment, Birt et al. (2006) ont souligné que l'entreprise ayant une structure d'actionnariat concentré n'accorde pas une grande importance à la communication financière. Ils suggèrent que si le nombre des investisseurs dépasse un seuil de 20, l'entreprise sera incitée à publier.

Pour les acteurs du marché, les rapports imprimés ont constitué, pendant longtemps, un élément essentiel de l'information financière. Toutefois, le dynamisme que connaît le monde des affaires a rendu les informations contenues dans ces supports de plus en plus inadéquates par rapport aux besoins des utilisateurs (Koreto 1997). Dans ce nouvel environnement, et avec le fort développement technologique, l'Internet est devenu un des supports privilégiés de communication permanente.

Plusieurs études ont examiné les déterminants de la diffusion de l'information financière à travers les sites Web institutionnels des entreprises. Ettredge et al. (2002) ont été parmi les premiers qui ont étudié l'Internet comme un support de publication privilégié. Ils ont

examiné la relation entre l'étendue de divulgation via Internet et certains déterminants intrinsèques à la firme. En étudiant les sites Web de 193 entreprises américaines, ces auteurs ont trouvé que le niveau de divulgation par Internet est soutenu par la dispersion de la structure d'actionnariat. Dans un contexte différent, Xiao et al. (2004) suggèrent que dans une structure concentrée, les actionnaires individuels n'ont aucun effet sur la qualité du site web de l'entreprise, en effet, ces investisseurs détenant une faible proportion du capital ne peuvent pas supporter les coûts de l'information qui excèdent parfois leurs revenus prévus, d'où un faible accès à l'Internet. Les mêmes constats ont été confirmés par Trabelsi (2005) suggérant que les entreprises ayant une forte pression des investisseurs et un niveau faible de complexité de la communication traditionnelle divulguent plus volontairement des informations financières via leurs sites institutionnels.

De leur part, Marston et Polei (2004) ont examiné les facteurs explicatifs de la divulgation par Internet sur 50 entreprises cotées à la bourse de Frankfurt au cours de deux périodes du 12 juillet au 26 juillet 2000 et du 25 mai au 3 juin 2003. Les résultats de leur régression montrent que la structure de propriété et la taille sont significatives pour l'échantillon étudié sur la période 2000. Quant à l'échantillon de 2003, la structure de propriété n'a pas eu un impact significatif sur l'étendue et sur la forme de présentation des informations divulguées via Internet. Plus récemment, Grzybowski. et Wojcik (2006), étudiant la qualité des sites Web des entreprises Britanniques et Polonaises, ont montré que les grandes entreprises à forte dispersion utilisent mieux l'Internet comme moyen de communication privilégié qui permet d'accroître la transparence de ces entreprises. Ce constat est approuvé par Pervan (2006) qui a dénoté que la proportion des actions détenues par le public est corrélée significativement et d'une manière positive au niveau de divulgation via Internet des entreprises de la Slovaquie.

Dans le cadre de la comptabilité Internationale, des théories de l'agence, du signal et des coûts d'information, Paturel et al. (2006) ont examiné les motivations de la communication financière à travers les sites Web de 106 entreprises françaises apportant à l'indice SBF 120 et de 76 firmes britanniques composant l'indice FTSE 100. Leurs résultats ont approuvé que le niveau de présentation d'information financière via Internet, des entreprises britanniques, est affecté positivement par la diffusion du capital.

Ainsi, en se basant sur les argumentations théoriques et les résultats empiriques antérieurs, nous déduisons que les détenteurs de bloc sont, souvent, peu incités à communiquer en vue de garder une prédominance informationnelle par rapport aux minoritaires. Ce qui nous permet de construire l'hypothèse suivante:

H1: la concentration d'actionnariat a un effet négatif sur le niveau de transparence de l'entreprise

Plusieurs catégories d'actionnaires sont supposées contraindre efficacement le comportement opportunistes des dirigeants : les actionnaires dirigeants, les actionnaires institutionnels, les actionnaires étrangers. Selon la théorie de l'agence certains actionnaires sont supposés plus efficaces en termes de contrôle que d'autres, de fait qu'ils présentent des caractéristiques leur permettant d'accéder et de traiter de façon efficiente les informations financières relatives à l'entreprise. En se basant sur cette argumentation théorique, nous essayerons d'analyser séparément l'effet de chaque catégorie d'actionariat sur le niveau de transparence de l'entreprise.

2.2. La transparence de l'entreprise et la propriété managériale:

En se basant sur la thèse de convergence des intérêts, Berle et Means (1932) et Jensen et Meckling (1976) ont montré que la détention des dirigeants d'une part du capital constitue une excellente incitation à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires. En effet, cette solution permet d'aligner les intérêts des deux parties et réduire ainsi les coûts de contrôle. Cependant, dans le cadre de la thèse de l'enracinement, Charreaux (1997) a remarqué qu'une participation significative des dirigeants dans le capital de la firme permet à ces derniers d'accroître leur pouvoir décisionnel et de gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur. IL en résulte que le dirigeant qui dispose d'une information financière privilégiée, ne sera pas censé de la confier aux actionnaires.

Ces argumentations théoriques ont été justifiées par des études empiriques. Gul et al. (2004) et Trabélsi (2005) ont montré que la faible participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise creuse l'écart entre les intérêts des actionnaires et les intérêts des dirigeants. Il en résulte que les actionnaires engagent un coût de surveillance supplémentaire pour contrôler les comportements opportunistes des ces derniers. Face à cette situation, les dirigeants sont incités à améliorer la qualité de divulgation pour éviter que les actionnaires instaurent un mécanisme de surveillance et protéger leurs réputation et leurs postes. Cependant, lorsque les managers détiennent une part significative des actions de la firme, ils jouissent de ce pouvoir décisionnel pour préserver les informations privilégiées au détriment [Chau et Gray (2000) et Gelb (2000) sur les entreprises américaines ; de Mamoghli et al. (2007) dans le contexte institutionnel Français]. Ainsi cette discussion suggère l'hypothèse suivante :

H2: la propriété managériale a un impact négatif sur la transparence de l'entreprise

2.3. La transparence de l'entreprise et la propriété institutionnelle:

Les investisseurs institutionnels ont enregistré, ces dernières années, une présence considérable dans la structure du capital des entreprises modernes.

Selon la théorie de l'agence, la propriété institutionnelle peut servir comme élément de contrôle efficace de la firme. De fait que les investisseurs institutionnels sont considérés comme les agents les plus exigeants en terme d'information financière régulière et publiée à temps opportun (Healy et al. 1999). La Pointe (2000) suggère que ces derniers peuvent influencer les décisions des dirigeants en vue de maximiser le rendement de leur investissement.

La définition théorique des investisseurs institutionnels a été justifiée par plusieurs études empiriques dont celle de Chen et Jaggi (2000) et de Lakhal (2005). Le même constat a été obtenu par Nagar et al. (2003) qui ont montré que la participation des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises américaines augmente le niveau des publications volontaires de ces dernières. En étudiant la qualité des sites Web des entreprises chinoises cotées, Xiao et al. (2004) ont en déduit un effet positif de la proportion des investisseurs institutionnels et un impact négatif de la participation de l'Etat. Le signe de cette relation implique l'ampleur du contrôle exercée par ces investisseurs et leurs exigences en termes d'information financière. L'effet négatif de la participation de l'Etat est justifié par son intérêt favorisé aux informations privées de l'entreprise qu'à celles publiées. En outre, Ginglinger et L'Her (2006) accentuent que les investisseurs institutionnels offrent une bonne protection des intérêts des minoritaires dans les pays de droit civil, où les droits des investisseurs ne sont pas protégés.

Sur la base des suggestions des théories de l'agence et de gouvernance, soutenues par les résultats antérieurs, nous pouvons émettre l'hypothèse suivante:

H3: la propriété institutionnelle a un impact positif sur la transparence de l'entreprise.

2.4. La transparence de l'entreprise et la propriété familiale:

La théorie de gouvernance suggère que la propriété familiale constitue un mécanisme de contrôle qui permet de résoudre les problèmes d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Plusieurs facteurs permettent à la famille d'exercer un contrôle intensif sur les comportements opportunistes des managers. Dans cette structure d'organisation, la famille détient souvent une part significative et stable du capital de la firme ce qui lui octroie le droit de contrôler de prêt ses fonds (Demsetz et Lehn, 1985). Elle a souvent une idée profonde sur les détails des activités de la firme ce qui lui permet de participer dans sa gestion (Anderson et Reeb, 2003a). De plus, la famille qui tente à investir dans des projets durables collabore avec les dirigeants de la firme dans les décisions d'investissement (Kwak, 2003). Ainsi, bien que les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants soient moins rigides, dans les entreprises familiales, ceux entre les actionnaires majoritaires et minoritaires s'avèrent plus sévères. A forte divergence de contrôle la structure familiale peut fournir aux actionnaires majoritaires une piste favorable pour des opportunités d'expropriation de la minorité. Ce constat théorique est éprouvé par de multiples études empiriques dans celle de Morck et al.

31^{ème} Congrès de l'AFC, NICE 2010

(2000) sur le marché canadien, de Claessens et al. (2002) en Asie de l'Est, et celle de Boubaker (2006b) en France qui suggèrent que les entreprises familiales ont intérêt à publier moins d'informations facultatives.

En s'interrogeant «comment la différence au niveau de la nature des problèmes d'agence entre les entreprises familiales et celles non familiales peut-elle engendrer une différence de la qualité de la communication financière?», la même suggestion a été présentée par Ashiq et al. (2006), sur 117 rapports annuels des entreprises appartenant à l'indice S&P500 sur une période s'étalant de 1998 à 2002. Leurs résultats sont expliqués par la volonté de la famille d'utiliser les informations privilégiées en vue d'accroître son pouvoir décisionnel et dégager des bénéfices privés aux dépens des actionnaires non informés.

En se basant sur les argumentations théoriques et les résultats des études empiriques nous avons mis l'hypothèse suivante:

H4: la structure d'actionnariat familiale a un impact négatif sur la transparence de l'entreprise

3. Echantillon et méthodologie :

3.1. Echantillon et collecte des données:

L'échantillon est constitué d'un ensemble d'entreprises industrielles et commerciales appartenant à l'indice SBF120. Nous avons omis les entreprises financières vue qu'elles sont soumises à des règlements spécifiques en matière de publication, ainsi que les entreprises dont leurs sites Web officiels sont inactifs ou inaccessibles au cours de la période de l'étude. L'échantillon final est de 97 firmes.

Prenons en considération la stabilité relative à la politique de communication des sociétés dans le temps, mise en évidence dans plusieurs recherches notamment celle de Healy et al. (1995), nous avons examiné la qualité de la communication financière pour une seule année d'exercice celle de 2006.

Les sites Web institutionnels de notre échantillon sont évalué de début du mois de Novembre jusqu'à la fin du mois de Décembre 2006 en utilisant le navigateur Offline Explorer ^[1].

¹ Le contenu du site Web et sa forme de présentation sont mis à jour fréquemment. Par conséquent, leur analyse pour toutes les entreprises à la même date est importante. Offline Explorer (un navigateur Windows en mode hors connexion) permet le téléchargement d'un nombre illimité de sites web pour les visionner ultérieurement hors connexion ou mise à jour. Offline Explorer télécharge automatiquement toutes les pages, les images et les fichiers associés au sein d'un site Web, par conséquent, offrir un «instantané (Snapshot)» du site pour un point donné dans le temps. L'instantané peut ensuite être parcouru en mode hors connexion sans accès à Internet et assure ainsi que les changements faites aux sites au cours de la recherche n'ont aucune influence sur les résultats.

Les rapports annuels sont collectés de la base de données Worldscops et du site Web de l'AMF. Les données de propriété, comptables et financières sont collectées à partir de la base de données Thomson One Banker. L'échantillon final est présenté dans le tableau (1) en fonction du secteur d'activité.

Tableau 1 : Répartition des entreprises de l'échantillon par types d'industrie

	Echantillon final	
	en nombre	en%
1. Pétrole et Gaz	5	0,5
2. Industries de base	4	0,4
3. Industries généralisées	21	0,21
4. Biens de consommation	20	0,2
5. Santé	4	0,04
6. Services aux consommateurs	22	0,22
7. Services aux collectivités	5	0,5
8. Communication, multimédia et haute-technologie	16	0,16
TOTAL	97	1

3.2. Mesures des variables:

3.2.1. Les variables dépendantes :

Selon Marston et Shriver (1991), les dirigeants utilisent plusieurs canaux d'informations pour communiquer avec l'extérieur (les rapports annuels, les autres publications intermédiaires, les conférences téléphoniques, les sites Web, etc). Il est donc probable que ces outils seront différemment influencés par les facteurs étudiés.

Se basant sur la multi-dimensionnalité de la qualité de la communication financière de la firme, nous avons utilisé deux supports de publication : le rapport annuel et le site Web institutionnel de l'entreprise. Notre sélection de ces supports est justifiée par leur privilège dans les milieux financiers avancé par plusieurs chercheurs. Lang et Lundholm (1993) soulignent l'importance du rapport annuel comme premier support de communication utilisé par l'entreprise. Le site Web institutionnel d'une entreprise constitue le principal mode utilisé pour la divulgation et la mise à jour de l'information financière en temps opportun et à faible coût (Ashbaug et al. 1999).

L'évaluation de la qualité de ces derniers est fondée sur une approche de notation (Rating Approach), dont nous développons des scores de publication pour chaque canal d'information.

- *Le score des rapports annuels:*

La qualité des rapports annuels est mesurée par un indice de divulgation (IPRA) extrait de la synthèse des études de Meek et al. (1995); d'Eng et Mak (2003) et Chau et Gray (2002). L'indice est calculé sur la base d'une liste d'Items (113 Items) structurée autour de quatre composantes; une composante stratégique (30 Items), une autre porte sur les informations non financières (35 Items), une troisième composante est consacrée aux informations gouvernementales (11 Items) et une dernière des informations financières (37 Items). Le choix de chaque Item est justifié par le besoin de toutes les parties prenantes de la firme en termes d'information. Il s'agit de lire les rapports annuels des entreprises et d'attribuer la note 1 si l'Item est publié dans le document de l'entreprise et la note 0 sinon. Le total des notes calculées sert comme un score qui sera divisé par le score théorique pour en avoir un indice de publication via le rapport annuel.

- *Le score de publication via Internet:*

La littérature suggère que simultanément le contenu et la forme de présentation du site Web approuve le niveau de transparence d'une entreprise. Se basant sur les besoins de tous les internautes en termes d'information publiée via internet, nous avons composé un indice de publication via Internet (IPN) à partir d'une liste d'Items inspirée des travaux de Debreceeny et al. (2002); d'Ettredge et al. (2002); Marston et Polei (2004) et Xiao et al. (2004). Cette liste est composée de 72 Items: 48 Items relatifs au contenu des sites et 24 relatifs à leur forme de présentation. Après la consultation du site Web de l'entreprise, son contenu et sa forme de présentation seront comparées aux éléments de la liste afin de déterminer les informations publiées pour chaque entreprise. Nous accordions la note 1 pour chaque Item publié sur le site et la note 0 sinon. La somme des points attribués sert pour le calcul du score de publication via Internet qui sera divisé par le nombre total des Items pour en avoir un indice. Le score est ainsi calculé par l'intermédiaire de la formule suivante:

- *Le score de transparence globale :*

Admettant que la qualité des deux supports de communication reflète simultanément le niveau de transparence de l'entreprise, nous avons évalué la transparence globale de l'entreprise à partir d'une moyenne pondérée des scores. L'indice de transparence est ainsi calculé par l'intermédiaire de la formule suivante:

$$Y_{TRSj} = (Y_{SWj} + Y_{RAj}) / (Y_{SW} + Y_{RA})$$

Avec:

Y_{SWj} : score site Web de l'entreprise j

Y_{RAj} : score rapport annuel de l'entreprise j

Y_{SW} : score théorique du site Web

Y_{RA} : score théorique du rapport annuel

3.2.2. Les variables explicatives : les variables de propriété

* La concentration d'actionnariat :

La divergence entre la propriété et les droits de vote dans les entreprises françaises évoque la séparation entre les droits de propriété et ceux de contrôle. Etant donné cette divergence, nous avons utilisé deux mesures de concentration de capital : L'indice de Herfindhal de Demsetz et Lehn (1985) mesure la concentration de la propriété (CONCEN) et la somme des droits de vote du premier et de deuxième actionnaire évaluent les droits de contrôle (VOTE). L'indice de Herfindhal correspond à la Somme des carrés des pourcentages d'actions détenues par le premier et le deuxième actionnaire.

- *La propriété managériale (DIRIGEANTS)*

Il s'agit de la part du capital détenue par les managers de la firme. Cette variable est mesurée par la proportion des actions ordinaires détenues par les dirigeants de l'entreprise.

- *Le contrôle familial (FAMILLE) :*

La littérature suggère que les entreprises familiales ont un problème de transparence par rapport à celle non-familiales. D'après Demsetz et Lehn (1985) la famille détient souvent une part significative et stable du capital de la firme ce qui lui octroie le droit de contrôler de prêt ses fonds. Anderson et Reeb (2003a) confirment qu'elle a souvent une idée profonde sur les détails des activités de la firme ce qui lui permet de participer dans sa gestion. Se basant sur ces différents constats nous supposons que les entreprises gérées par des membres de famille sont moins transparentes que les autres. Une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise est gérée par une famille et 0 sinon.

- *La propriété des investisseurs institutionnels (INVSINST)*

Cette variable quantifie les droits de propriétés des investisseurs institutionnels. Elle est évaluée par la proportion des actions détenues par les investisseurs institutionnels français et étrangers.

3.2.2. Les variables de contrôle:

- *La performance:*

La théorie du signal suggère que les firmes ayant des perspectives de rentabilité futures intéressantes s'engagent à divulguer volontairement des informations afin de se distinguer par rapport aux entreprises les moins performantes, d'attirer l'attention des investisseurs en leur incitant à acheter ses titres. Plusieurs recherches empiriques, dont celles de Miller (2002); Mauldin et Richtermeyer (2004) Xiao et al. (2004); Debreceny et al (2002) et Marston et Polei (2004), ont signalé un impact positif de la performance d'entreprise sur la qualité des différents supports de communication financière. Dans notre étude, la performance

économique est mesurée par la rentabilité des capitaux investis qui est égale au rapport du résultat net de l'année d'exercice sur le total des actifs de l'entreprise.

- *La taille de l'entreprise:*

La théorie de l'agence suggère que les entreprises de grande taille ont des coûts d'agence relativement plus élevés que les petites entreprises. Debrecey et al. (2002) et Raffournier, (1995) ont montré que les entreprises de grande taille sont caractérisées par une structure d'actionariat dispersé et une participation importante d'investisseurs institutionnels. Dans ces structures, incités par la divergence de leurs intérêts contre ceux des dirigeants, les actionnaires s'investissent dans le contrôle de la gestion. Il en résulte que Les gestionnaires sont incités à communiquer en vue de réduire l'asymétrie d'information et baisser leurs coûts et la pression de surveillance. Ces argumentations théoriques étaient confirmées par de multiples recherches empiriques [Ettredge et al. (2002) ; Xiao et al. (2004) pour la publication via Internet; Labelle et Schatt (2005) dans l'étude de la qualité des rapports annuels]. Cette variable est mesurée par le Logarithme népérien du total actif de l'entreprise.

- *L'endettement :*

Dans le cadre des free cash-flows, Jensen (1986) a souligné qu'un fort endettement limite les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, en exerçant une pression sur ces derniers. Ainsi, les entreprises fortement endettées font moins de tentatives de prise de contrôle et sont plus amenées à bien communiquer (Palepu, 1986). Empiriquement, les recherches ont abouti à des résultats assez divergents. Certains auteurs ont montré que la qualité des publications de la firme est positivement associée à son niveau d'endettement [Xiao et al. 2004; Lang et Lundholm 1993; et Raffournier 1995 ; Ettredge et al. 2002 Debrecey et al (2002); Marston et Poley (2004); Trabelsi (2005) ; Pervan (2006) ; Paturel (2006) et Mamoghli et al (2007)], contrairement à Wallace et al. (1994) et Eng et Mak.(2003) qui ont découvert une association négative . Cette variable est évaluée par le ratio d'endettement qui correspond au rapport des totales dettes à long terme sur les capitaux propres de la firme.

- *Le comité d'Audit:*

Le comité de vérification interne est souvent perçu comme un élément important de la structure globale de gouvernance d'une entreprise particulièrement en ce qui a trait au contrôle de l'information financière. Klein (2002b) a souligné que le comité fait pression sur la direction pour qu'elle agisse dans l'intérêt de l'entreprise. De multiples travaux empiriques ont approuvé son importance en matière de transparence. Healy et Palepu (2001) et de Mamoghli et al (2007) ont montré une relation positive entre l'existence de comité d'Audit interne et la qualité des informations financières publiées via Internet. Dans un contexte français, l'étude de Piot et Janin (2004) a indiqué une relation négative entre les régularisations anormales des résultats publiés et la présence de comité de vérification au sein

des firmes françaises. Le comité d'audit est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise dispose d'un comité d'audit interne et 0 sinon.

- *La qualité d'Audit:*

Plusieurs études antérieures [Xiao et al. (2004); de Debrecey et al (2002) de Marston et Polei (2004) ; de Trabelsi (2005) ; de Pervan (2006) et de Paturel (2006)] ont confirmé l'existence d'une relation positive et significative entre la qualité d'Audit et la qualité de la communication financière. Sur les milieux financiers, une entreprise suivie par un audit d'ordre international fournit un gage de la crédibilité de l'information publiée. Un cabinet d'audit qui est présent mondialement, prouve une grande puissance dans le domaine de l'audit financier et comptable et assure une couverture globale à l'entreprise. La qualité d'audit est une variable dichotomique prenant la valeur de 1 si l'entreprise est suivie par un des «Big four» cabinet d'audit et 0 sinon.

- *Le secteur d'activité:*

Raffournier (1995) et Wallace et al. (1994) ont suggéré que le niveau de publication diffère selon l'appartenance sectorielle. En effet, les entreprises appartenant aux secteurs sujets à une volatilité de prix et à une fluctuation importante des bénéfices, tel que le secteur des hautes technologies, sont amenées à communiquer plus fréquemment que les entreprises faisant partie d'autres secteurs assez stables (Lakhal, 2005). Ce constat a été pareillement justifié par Xiao et al. (2004) qui ont énoncé que les entreprises appartenant au secteur de hautes technologies diffusent plus d'informations via leurs sites web que les autres. Birt et al. (2006) ont confirmé que les entreprises opérant dans des secteurs d'activité de forte concurrence sont incitées à communiquer plus que les entreprises qui sont actives dans des secteurs de faible concurrence. Le secteur d'activité est évalué par une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise opère dans le secteur de haute technologie et 0 sinon.

- *La cotation sur un marché étranger:*

La cotation sur des places étrangères est une variable déterminante du choix de la politique de communication financière. En effet, plusieurs études empiriques ont montré que la cotation sur des places étrangères a un impact positif sur la qualité des publications des entreprises cotées.

Debrecey et al. (2002) et Lakhal. (2005) ont considéré la cotation sur les marchés étrangers comme l'une des caractéristiques essentielles permettant d'influencer positivement le niveau des publications volontaires des firmes. La cotation est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger et 0 sinon.

Le tableau (2) expose les différentes variables incluses dans notre étude ainsi que les mesures utilisées.

Tableau 2: Définitions et mesures des variables de l'étude:

variables	Définitions des variables	Mesures des variables
Les indices de publication :		
Y _{SW}	Indice de publication site Web	Score du site Web de l'entreprise / score site Web théorique
Y _{RA}	indice de divulgation rapports annuels	Score du rapport annuel de l'entreprise / score du rapport annuel théorique
Y _{TRS}	Indice de la transparence globale	(Score du rapport annuel de l'entreprise+ score du site Web de la firme) / (score théorique du rapport annuel + score théorique du site Web)
Variables de propriété:		
CONCEN	Concentration de propriété	indice de Herfindhal est égal somme des carrées des proportions actions détenues par le premier et le deuxième actionnaire
VOTE	Concentration des droits de vote	somme des droits de votes détenus par le premier et le deuxième actionnaire
DIRIGEANTS	Propriété des dirigeants	proportions des actions ordinaires détenues par les dirigeants de la firme
FAMILLE	Propriété familiale	variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par une famille et 0 sinon
INVSINST	Propriété des investisseurs Institutionnels	proportions des actions détenues par les investisseurs institutionnels locaux et étrangers.
Variables de contrôle		
Performance	Performance économique	résultat net /total actifs
Taille	Taille de l'entreprise	Log (total actifs)
Dettes	Dettes à long terme	dettes long terme /capitaux propres de la firme
BIG-4	Qualité d'audit externe	variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par l'un des « BIG-4» cabinets d'audit et 0 sinon
Audit	Comité d'audit interne	variable muette égale 1 si l'entreprise dispose d'un comité d'audit interne et 0 sinon
Cotation	Cotation sur un marché étranger	variable muette égale 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger 0 sinon
Secteur	Secteur d'activité	variable muette égale 1 si l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon

3.3. Méthodologie :

Nous avons utilisé trois modèles de régression linéaire par la méthode des moindres carrés ordinaires. Le choix de trois modèles distincts est justifié par la corrélation trouvée entre les variables de propriété:

Modèle 1: Test de la relation entre la qualité de la communication financière, la concentration de capital et la propriété familiale:

$$Y_{ij} = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{CONCEN})_j + \alpha_2 (\text{Famille})_j + \alpha_3 (\text{Taille})_j + \alpha_4 (\text{Performance})_j + \alpha_5 (\text{Dettes})_j + \alpha_6 (\text{Audit})_j + \alpha_7 (\text{BIG-4})_j + \alpha_8 (\text{Cotation})_j + \alpha_9 (\text{Secteur})_j + \varepsilon_t$$

Modèle 2: Test de la relation entre la qualité de la communication financière, la concentration des droits de vote et la propriété managériale:

$$Y_{ij} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Vote})_j + \beta_2 (\text{Dirigeants})_j + \beta_3 (\text{Taille})_j + \beta_4 (\text{Performance})_j + \beta_5 (\text{Dettes})_j + \beta_6 (\text{Audit})_j + \beta_7 (\text{BIG-4})_j + \beta_8 (\text{Cotation})_j + \beta_9 (\text{Secteur})_j + \varepsilon_t$$

Modèle 3: Test de la relation entre la qualité de la communication financière et la propriété des investisseurs institutionnels:

$$Y_{ij} = \delta_0 + \delta_1 (\text{Invsinst})_j + \delta_2 (\text{Taille})_j + \delta_3 (\text{Performance})_j + \delta_4 (\text{Dettes})_j + \delta_5 (\text{Audit})_j + \delta_6 (\text{BIG-4})_j + \delta_7 (\text{Cotation})_j + \delta_8 (\text{Secteur})_j + \varepsilon_t$$

Avec

Y_{ij} indices de publication des rapports annuels, sites Web et transparence globale.

α_p , β_p et δ_p sont les coefficients de corrélations dans les trois modèles

ε_t le terme d'erreur ou le résidu.

4. Analyse et discussion des résultats:

4.1 Statistiques descriptives:

Le tableau (3) présente les statistiques descriptives relatives à notre échantillon (N=100 entreprises). Le tableau (3) montre que l'indice de publication des rapports annuels varie de 22% à 94% alors que l'indice de publication via Internet varie de 31% à 72%. Ces indicateurs approuvent une divergence notable au niveau des publications des entreprises françaises et suggèrent que la communication financière est un choix stratégique relatif à ses managers.

31^{ème} Congrès de l'AFC, NICE 2010

Le tableau 3 expose une forte concentration du capital et des droits de vote de notre échantillon (en moyenne 45.22% des droits de vote sont détenus par les deux premiers actionnaires) ce qui traduit une forte concentration du contexte français comparativement au contexte Américain. Le tableau montre les managers de notre échantillon détiennent en moyenne 5% du capital contre 20.32% pour les investisseurs institutionnels impliquant ainsi leur forte présence dans les organisations françaises. En outre, 62% des ces entreprises disposent d'un comité d'audit interne, 83% sont contrôlées par un « BIG-4 » cabinet d'audit et 31% sont cotées sur un marché financier étranger.

Il ressort de cette analyse que le contexte français apparaît un champ d'investigation intéressant pour répondre à la problématique de la relation entre la qualité de la communication financière et la structure de propriété.

Tableau. 3 : les statistiques descriptives des variables dépendantes et explicatives (N=100) :

Ys, Ynfn, Yfn et Yra sont respectivement indice de publication stratégique, information non financière, information financière et rapport annuel, Yc, Yp et Ysw sont les indices de continue, forme de présentation et site Web, CONCEN: indice de Herfindhal (égal somme des carrés des actions détenues par le premier et le deuxième actionnaire); VOTE: somme des droits de votes détenus par le premier et le deuxième actionnaire ; DIRIGEANT : proportions des actions ordinaires détenues par les dirigeants de la firme ; FAMILLE : variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par une famille et 0 sinon ; INVSINST : proportions des actions détenues par les investisseurs institutionnels ; Performance : résultat net /total actifs ; Taille : Log (total actifs) ; Dettes : dettes long terme /capitaux propres de la firme ; « BIG-4 »: variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par les « BIG-4» et 0 sinon ; Audit: variable muette égale 1 si l'entreprise dispose d'un comité d'audit interne et 0 sinon ; Cotation : variable muette égale 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger 0 sinon ; Secteur : variable muette égale 1 si l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon.

Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
-Indice des rapports annuels Y _{RA}	0,22	0,94	0,4266	0,10636
-Indice des Site Web Y _{SW}	0,31	0,72	0,4780	0,08933
Variables de propriété :				
CONCEN	0,0003	0,762	0,1703	0,189
VOTE	0,0197	0,916	0,4522	0,256
DIRIGEANTS	0,0000	0,741	0,0520	0,084
INVSINST	0,0000	0,870	0,2031	0,263
-Control variables :				
Taille	0,695	11,90	8,413	1,792
Performance	-1,381	0,924	0,137	0,214
Dettes	0,013	5,430	0,908	0,863

Variables binaires	Nombre	Fréquence
Famille	34	34%
Audit	60	60%
« BIG-4 »	81	81%
Cotation	31	31%
Secteur	17	17%

4.2. Analyse bi-variée :

Le tableau (4) présente la matrice de corrélation des variables explicatives. L'analyse de la matrice de corrélation révèle une corrélation entre les variables de propriété en particulier, la concentration de propriété et les droits de vote; entre la concentration du capital et la propriété des investisseurs institutionnels et entre la concentration des droits de vote et le contrôle familial.

Le tableau (4) expose une faible dépendance entre les variables de contrôle. La taille de la firme est corrélée avec le comité d'audit, la qualité d'audit et l'endettement. Afin de s'assurer de l'absence du problème de multi-colinéarité entre les différentes variables de contrôle nous avons calculé les valeurs du VIF (Variance Inflation Factor). Les valeurs du VIF sont inférieures à 10 (Neter, Wasserman, and Kunter, 1989), ce qui prouve que nos régressions peuvent être menées sans biais.

Table 4 : Matrice de corrélation

	CONCEN	DIRIGEANT	FAMILLE	INVSINST	VOTE	Audit	BIG-4	Dettes	Taille	Performance	Cotation	Secteur
CONCEN	1.000	0.05	0.131	0.22 ^b	0.86 ^c	-0.059	-0.06	0.09	0.154	-0.014	-0.096	-0.207 ^b
DIRIGEANT		1.000	0.11	-0.107	-0.021	-0.176	0.067	-0.071	-0.06	0.083	-0.055	0.247 ^b
FAMILLE			1.000	-0.20	0.306 ^b	-0.26 ^c	-0.13 ^c	-0.119	-0.333	0.02432	-0.272	-0.11
INVSINST				1.000	-0.079	0.105	-0.042	0.11	0.121	-0.115	-0.058	-0.124
VOTE					1.000	0.08	0.045	0.099	0.179	0.044	0.149	0.221 ^b
Audit						1.000	0.108	-0.084	0.22 ^b	0.115	0.174	0.027
BIG-4							1.000	0.036	0.24 ^b	-0.153	0.126	-0.087
Dettes								1.000	0.24 ^b	-0.61 ^c	-0.075	0.000
Taille									1.000	-0.044	0.29 ^c	-0.186
Performance										1.000	0.106	-0.153
Cotation											1.000	0.091
Secteur												1.000

Ce tableau fournit la valeur de corrélation de Pearson entre chacune des variables utilisées dans l'analyse subséquente. Les coefficients de Pearson sont présentés dans le tableau ci-dessus. CONCEN: indice de Herfindhal (égal somme des carrées des actions détenues par le premier et le deuxième actionnaire); VOTE: somme des droits de votes détenus par le premier et le deuxième actionnaire ; DIRIGEANT : proportions des actions ordinaires détenues par les dirigeants de la firme ; FAMILLE : variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par une famille et 0 sinon ; INVSINST : proportions des actions détenues par les investisseurs institutionnels ; Performance : résultat net /total actifs ; Taille : Log (total actifs) ; Dettes : dettes long terme /capitaux propres de la firme ; « BIG-4 »: variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par un des « BIG-4» cabinet d'audit et 0 sinon ; Audit : variable muette égale 1 si l'entreprise dispose d'un comité d'audit interne et 0 sinon ; Cotation : variable muette égale 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger 0 sinon ; Secteur : variable muette égale 1 si l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon. Les indices a, b et c sont respectivement les statistiques de significations au seuil de 1%, 5% et 10%

4.3. Analyse multi variées :

Le tableau (5) résume les principaux résultats obtenus pour les trois modèles de régressions. Dans ce tableau, nous constatons une relation négative et statistiquement significative entre le niveau de transparence et la concentration d'actionnariat. Cette relation peut être expliquée par la théorie de l'agence qui stipule que dans les entreprises à capital dispersé, les conflits d'intérêts résident principalement entre les actionnaires et les dirigeants. Appréhendant l'effet de ces conflits les actionnaires investissent dans le contrôle de la firme et exerce une forte pression sur les dirigeants en vue de collecter des informations fiables et à temps opportun sur leur mode de gestion. Ces derniers sont incités à bien communiquer afin de se dédouaner et de convaincre les actionnaires qu'ils agissent dans leurs propres intérêts. Néanmoins, dans les structures concentrées, les actionnaires majoritaires contrôlent de près leurs fonds et interviennent dans la gestion de l'entreprise ce qui minimise la divergence de leurs intérêts avec ceux des managers et leur fournissent des opportunités d'expropriation des actionnaires minoritaires. Le comportement passif des minoritaires en terme de contrôle renforce la probabilité de leur expropriation, étant donné qu'ils ne sont pas motivés de demander des informations relatives à la gestion de la firme à cause de l'importance des coûts de l'information par rapport aux bénéfices dégagés. Il apparaît que les résultats obtenus sont conformes aux études antérieures et corroborent les hypothèses préalablement émises : la qualité de la communication financière est négativement influencée par la concentration de propriété et du contrôle, impliquant que la transparence de la firme est fonction de sa structure d'actionnariat.

Le contrôle familial affecte négativement et de façon significative le niveau de transparence de notre échantillon. La force et la stabilité de son potentiel capitaliste octroient à la famille le droit de contrôler de près ses fonds (Demsetz et Lehn, 1985), lui permettant ainsi d'avoir une idée profonde sur les détails des activités de la firme, de participer activement dans la gestion (Anderson et Reeb, 2003a) et collaborer avec les dirigeants dans les décisions d'investissement (Kwak, 2003). Ainsi, dans les entreprises familiales les problèmes d'agence entre les actionnaires majoritaires et les minoritaires s'avèrent plus sévère. S'appuyant sur la théorie de l'agence et la divergence des pouvoirs qui renforce l'asymétrie d'information entre les blockholders et le public, nous en déduisons que les entreprises familiales offrent aux actionnaires majoritaires des opportunités d'expropriation au détriment des minoritaires. Il en résulte que les entreprises contrôlées par des membres de familles ont intérêt à ne pas communiquer toutes les informations au public créant ainsi un problème d'opacité au niveau de ses structures.

Les résultats du troisième modèle montrent un effet positif statistiquement non significatif de la propriété institutionnelle sur la transparence globale des firmes étudiées. Le signe de cette relation confirme les argumentations théoriques qui stipulent que la participation des investisseurs institutionnels dans le capital de la firme garantit une amélioration de sa transparence. En effet, ces investisseurs qui sont considérés comme les agents les plus exigeants en termes d'informations financières, réclament souvent à l'entreprise une

communication plus transparente faisant apparaître ses risques encourus et ses facteurs clés de succès (Bushee et Noe, 2000).

Concernant les sous-indices de transparence, nous constatons un effet négatif statistiquement significatif de la concentration d'actionnariat sur les scores des rapports annuels des entreprises. Ces résultats impliquent que la concentration d'actionnariat est un facteur dommageable des intérêts des actionnaires minoritaires du fait qu'il influence négativement tout type d'information publié dans les rapports annuels des entreprises. Ce constat corrobore les hypothèses préalablement émises et confirment les résultats antérieurs trouvés notamment ceux de Lakhali (2005) et Labelle et Schatt (2005).

Nous remarquons également une relation négative statistiquement significative entre la concentration d'actionnariat et le niveau de publication via Internet. La fréquentation de l'Internet par des Internautes inconnus, la rapidité et l'efficacité de l'accès à cet outil de communication sont des éléments qui peuvent expliquer le comportement modéré des entreprises en termes de publication via Internet. Suite à l'internationalisation et l'essor technologique, l'entreprise peut se trouver face à une concurrence internationale puissante. Afin de s'échapper à cette concurrence et limiter son axe aux informations relatives aux activités de la firme en particulier celles qui traduisent sa stratégie et sa situation financière, les actionnaires contrôleurs n'ont pas intérêt à tous publier via Internet.

Concernant les variables de contrôle, le tableau (5) avance une relation positive statistiquement significative entre le niveau de transparence de l'entreprise et respectivement la taille de la firme, la cotation sur un marché étranger, la présence de comité d'audit interne ainsi que la qualité d'audit externe. Ces résultats impliquent que ces éléments sont des motifs qui contribuent à l'amélioration de la transparence des entreprises françaises cotées et incitent les dirigeants à fréquemment communiquer. Une telle incitation se justifie par plusieurs raisons :

- Premièrement, la volonté des entreprises de grande taille de réduire l'asymétrie d'information qui caractérise le marché financier en vue de réduire les coûts d'agence qui sont relativement très élevés par rapport aux entreprises de petite taille.
- Deuxièmement, la pression exercée par le comité de vérification sur les directeurs pour qu'ils agissent dans les meilleurs intérêts de l'entreprise (Klein .2002b).
- La confiance particulière accordée par les autorités des marchés financiers au comité d'audit externe comme étant un moyen fiable de protection de la crédibilité des informations financières publiées par la firme.
- Finalement, la forte pression exercée par les investisseurs étrangers en termes d'information complète correcte et à temps opportun.

Sur la base de ces résultats, nous déduisons que l'installation d'un comité d'audit, l'affiliation à un audit de « BIG-4 », la cotation sur un marché étranger, l'incitation de la participation des investisseurs étrangers peut être parmi les mesures pertinentes que l'entreprise prend pour justifier son initiative d'amélioration de son niveau de transparence sur les marchés financiers.

Tableau 5 : Résultats des tests de régressions

Ce tableau fournit les résultats de la relation entre la structure de propriété et la transparence de l'entreprise. Y_{RA} , Y_{WS} et Y_{TRS} sont respectivement les indices de publication des rapports annuels, des sites Web et de transparence globale de la firme. CONCEN : indice de Herfindhal (égal somme des carrées des actions détenues par le premier et le deuxième actionnaire) ; VOTE : somme des droits de votes détenus par le premier et le deuxième actionnaire ; DIRIGEANT : proportions des actions ordinaires détenues par les dirigeants de la firme ; FAMILLE : variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par une famille et 0 sinon ; INVINS : proportions des actions détenues par les investisseurs institutionnels ; Performance : résultat net /total actifs ; Taille : Log (total actifs) ; Dettes : dettes long terme /capitaux propres de la firme ; « BIG-4 » : variable muette égale 1 si l'entreprise est contrôlée par un « Big four » audit et 0 sinon ; Audit : variable muette égale 1 si l'entreprise dispose d'un comité d'audit interne et 0 sinon ; Cotation : variable muette égale 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger 0 sinon ; Secteur : variable muette égale 1 si l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon. *, ** et *** sont la significativité de la corrélation respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%

	Modèle 1 :			Modèle 2 :			Modèle 3 :		
	Y_{RA}	Y_{SW}	Y_{TRS}	Y_{RA}	Y_{SW}	Y_{TRS}	Y_{RA}	Y_{SW}	Y_{TRS}
Constante	0,385 (6,69)***	0,474 (9,43)***	0,357 (10,744) ***	0,414 (7,3)***	0,496 (10,7)***	0,269 (7,366) ***	0,343 (6,06)***	0,424 (8,8)***	0,275 (7,728) ***
CONCEN	-0,157 (-2,7)***	-0,151 (-3,3)***	-0,120 (-4,008)***	-	-	-	-	-	-
VOTE	-	-	-	-0,146 (-3,6) ***	-0,137 (-4,0)***	-0,000002 (-1,113)	-	-	-
DIRIGEANTS	-	-	-	0,003 (0,25)	-0,162 (-1,6)	-0,0036 (-0,431)	-	-	-
FAMILLE	-0,002 (-1,09)	-0,002 (-1,349)	-0,0056 (-4,370) ***	-	-	-	-	-	-
INVSINST	-	-	-	-	-	-	5,170 E-03 (0,13)	0,003 (1,009)	0,002 (0,906)
Audit	0,0004 (0,03)	0,003 (1,91)**	0,0024 (2,010) **	0,0005 (0,24)	0,003 (1,82) *	0,0036 (2,490) ***	0,00096 (0,43)	0,004 (2,12)**	0,0036 (2,506)***
BIG-4	0,005 (1,68)**	0,0001 (0,074)	0,0022 (1,392)	0,005 (1,95)**	0,001 (0,556)	0,003 (1,831)**	0,006 (2,14)**	0,001 (0,571)	0,003 (1,828)**
Dettes	0,0005 (0,36)	-0,0002 (-0,134)	0,0005 (0,668)	0,0005 (0,4)	-0,00008 (-0,078)	0,0009 (1,017)	0,0006 (0,39)	-0,0001 (-0,66)	0,0007 (0,858)
Taille	0,0003 (0,42)	0,0004 (0,727)	0,0008 (2,189) **	0,0002 (0,39)	0,0004 (0,894)	0,0009 (2,330) **	0,0005 (0,07)	0,0002 (0,385)	0,00088 (2,084) **
Performance	-0,001 (-0,26)	-0,107 (-2,2)**	0,00001 (0,003)	-0,001 (-0,26)	-0,009 (-1,821)*	0,002 (0,447)	-0,0008 (-0,13)	-0,009 (-1,76)*	0,001 (0,310)
Cotation	0,005 (2,09)**	0,0008 (0,449)	0,001 (1,897) **	0,004 (1,74)*	-0,0002 (-0,11)	0,0026 (1,707) *	0,006 (2,47)***	0,002 (1,021)	0,0026 (1,754) *
Secteur	-0,002 (-0,84)	-0,003 (-1,164)	-0,00032 (-0,240)	-0,003 (-1,08)	-0,002 (-0,83)	0,0026 (1,285)	-0,0005 (-0,18)	-0,0006 (-0,244)	0,002 (1,064)
N	100	97	97	100	97	97	100	97	97
Pseudo R ²	0,241	0,259	0,510	0,250	0,300	0,292	0,144	0,147	0,287
F-stat	3,132***	3,384***	10,068***	3,335***	4,139***	3,981***	1,909**	1,897*	4,436***

Tests de robustesse :

Les résultats des tests de robustesse que nous avons effectué démontrent que nos résultats ne sont pas sensibles au changement des mesures de propriété utilisées. En effet, le signe des relations demeurent inchangé suite à une modification des mesures des variables.

5. Conclusion:

Dans cette étude, nous avons mis en évidence les aspects de la structure de propriété en relation avec la transparence des entreprises dans un contexte d'actionnariat concentré, afin de trouver des explications au problème d'opacité répandu.

Nombreux chercheurs ont étudié cette problématique dans différents contextes du monde entier [Pervan (2006) en Croatie; Paturel et al. (2006) au Royaume-Unis et en France; Mamoaghli et al. (2007) et Lakhali (2005) en France; Xiao et al. (2004) en Chine, Marston et Polei (2004) en Allemagne; Ettredge et al (2002) aux Etats-Unis...]. Néanmoins, La prise en compte de la multi-dimensionnalité de la transparence de l'entreprise constitue l'intérêt de notre recherche. Les dirigeants disposent de plusieurs canaux d'informations pour communiquer avec l'extérieur (Marston et Shriver, 1991). Il est donc probable que ces outils seront différemment influencés par les facteurs étudiés.

Se basant sur leur privilège par les utilisateurs d'information, nous avons sélectionné le rapport annuel et le site Web officiel de l'entreprise pour évaluer sa transparence.

L'étude qui a été menée, au cours de 2006, sur 100 entreprises industrielles et commerciales appartenant à l'indice SBF 120, a fourni un support des argumentations théoriques de la théorie de l'agence. Les résultats trouvés montrent une relation négative statistiquement significative entre la concentration d'actionnariat et les scores de publication des rapports annuels, des sites web et de la transparence globale, ce qui implique que la concentration d'actionnariat est un facteur dommageable de la qualité de la communication financière de l'entreprise.

Les résultats obtenus démontrent également une association négative statistiquement significative entre la propriété familiale et le niveau de transparence de l'entreprise. Ces preuves confirment les argumentations théoriques supposant que ces structures présentent un problème d'opacité et fournissent des opportunités d'expropriation des investisseurs minoritaires.

Les résultats de cette étude suggèrent que la taille de la firme, la cotation sur un marché étranger, la présence de comité d'audit interne ainsi que la puissance et qualité d'audit externe sont des motifs qui contribuent à l'amélioration de la transparence des entreprises françaises. Ces constats confirment les résultats des études antérieures et expliquent les mesures prises par les autorités du marché parisien en terme de contrôle : l'adoption des normes comptables

31^{ème} Congrès de l'AFC, NICE 2010

internationales (IFRS), l'installation du comité d'audit interne, le double commissariat aux comptes...

Les autorités des marchés financiers sont devenues conscientes que l'installation d'un système de gouvernance au sein de l'entreprise ne prouve pas nécessairement son efficacité, plutôt, la façon dont il est pratiqué. Les rapports « des bonnes pratiques de gouvernance » publiés successivement ces dernières années révèlent cette notion. L'étude de l'efficacité de pratiques de gouvernance en matière de transparence peut être une perspective d'investigation future.

6. Bibliographie:

6.1. Articles :

- Alexandre H. et Paquérot M. (2000) «Efficacité des structures et enracinement des dirigeants», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.3, No.2, Juin, p.5-29.
- Ashbaugh H., Johnstone K. & Warfield T. (1999) "Corporate Reporting on the Internet", *Accounting Horizons* 13, p.241-257
- Bebchuk L. (2006) « Letting Shareholders Set the Rules », *Harvard Law Review*, 119 p.1785-1813, Harvard Law School, Cambridge.
- Bebchuk L., Kraakman R. et Triantis G. (2000) « Stock Pyramids, Cross-Ownership, Dual-Class Equity: The Creation of Agency Costs of Separation Control from Cash Flow Rights », in R.K. Morck. (Eds.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.
- Birt J.L, Bilson C.M., Smith T. et Whaley R.E. (2006) «Ownership, Competition and Financial Disclosure», *Australian Journal Of Management*, Vol 31, No2, pp 235-264
- Boubaker S. et Labégorre F. (2006) « L'environnement informationnel et la structure de propriété et de contrôle des Sociétés cotées Françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.9, No.3, Septembre, p.5-38.
- Bushee. Brian J; Down A. Matsumoto; et Gregory S. Miller (2003) « Open Versus Closed Conference Calls: The Determinants And Effects Of Bordering Access To Disclosure" *Journal of Accounting and Economics* 34 (2003): 149-180
- Bushee B. et Noe C. (2000) « Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, And Stock Return Volatility », *Journal of Accounting Research*, 38, supplement, p.171-202
- Chau G.K. et Gray S.J. (2002) « Ownership Structure And Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore», *The International Journal of Accounting*, 37, 2, p.247-265
- Chen C.J.P. et Jaggi B. (2000) « Association Between Independent Non-executive Directors, Family Control And Financial Disclosure in Hong Kong », *Journal of Accounting and Public Policy*.19, pp.285-310
- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (2002) « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings», *The Journal of Finance*, Vol.57, No .6, p.2741-2771

- Debreceny R., Gray G. L. et Rahman A. (2002) « The Determinants Of Internet Financial Reporting », *Journal of Accounting and Public Policy* 21, p.371-394
- Ettredge M., Richardson V.J. et Scloz, S. (2002) « Dissemination Of Information For Investors At Corporate Web Sites », *Journal of Accounting and Public Policy* 21, p.357-369
- Fan J. et Wong T. (2002) « Corporate Ownership Structure And The In-formativeness of Accounting Earning in East Asia », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No.1-2, p.175-202
- Gelb (2000) « Managerial Ownership And Accounting Disclosure: An Empirical Study » *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15, p.169-185
- Grzybowski M. et Wojcik D. (2006) « Internet and Corporate Governance », *Working paper*, July, www.ssrn.com
- Gul. Ferdinan A. et Sidney Leung. (2004) “Board Leadership, Outside Directors’ Expertise And Voluntary Corporate Disclosure” *Journal of Accounting and Public Policy*, Octobre, 31
- Healy P., Hutton A. et Palepu K. (1999) « Stock Performance And Intermediation Changes Surrounding Increases In Disclosure », *Contemporary Accounting Research*, 16, p.485-520
- Healy P. et Palepu K. (2001) « Information Asymmetry, Corporate Disclosure And The Capital Markets: A Review Of The Empirical Disclosure Literature », *Journal of Accounting and Economics*, 31, p.405-440
- Jensen M.C. et Meckling W. (1976) « Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure », *Journal of financial and Economics*, Vol. 3, p.305-360
- Klein A. (2002b) « Economic Determinants Of Audit Committee Independence », *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, Avril, p.435-452
- Kwak M. (2003), “The Advantage of Family Ownership”, *MIT Sloan Management Review (Winter)*, 12
- Labelle R. et Schatt A. (2005) « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 8, No.3, Septembre
- Lakhal F. (2005) « Voluntary Earnings Disclosures And Corporate Governance: Evidence From France », *The Review of Accounting and Finance*, 4, n°3, p. 64-85

31^{ème} Congrès de l'AFC, NICE 2010

La Porta R., Lopes-de Salines, Shleifer A. et Vishny R. (2000) «Agency Problem and Dividend Policies Around The World», *The Journal of Finance*, 55, p.1

Marston C. et Polei A. (2004) «Corporate Reporting On The Internet by German Companies», *International Journal of Accounting Information Systems*, vol.5, p.285-311

Mauldin E. et S. B. Richtermeyer (2004), «An Analysis of ERP Annual Report Disclosures», *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol.5, N°4, pp.395-416

Miller G.S. (2002) «Earnings Performance And Discretionary Disclosure», *Journal of Accounting Research*, Vol.4, n°1, pp.173

Morck R., Stangeland D. et Yang B. (2000) «Inherited Wealth, Corporate Control, And Economic Growth: The Canadian Disease», in R.K. Morck (Eds), *Concentrated Corporate Ownership*. Université de Chicago Press

Nagar V., Nanda D. et Wysocki, P. (2003) «Compensation Policy And Discretionary Disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol.34, No. 1-3, p.283-310

Pervan I. (2006) «Voluntary Financial Reporting On The Internet –Analysis Of The Practice Of Croatian and Slovene Listed Joint Stock Companies», *Financial theory and practice*, Vol 30, p 1-27.

Ross S. (1977) «The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach», *Bell Journal of Economics*, 8, pp.23-40.

Shleifer, A., Vishny, R. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control», *Journal of Political Economy*, vol. 94, p. 461-488

Spanos L. (2006) « Corporate Reporting On The Internet in a European Emerging Capital Market: The Greek Case », *Working paper*, June, www.ssrn.com

Xiao J.Z., Yang H. et Chow C.W. (2004) «The Determinants And Characteristics of Voluntary Internet-based Disclosure By Listed Chinese Companies», *Journal of Accounting and Public Policy*. 23, p.191-225

6.2. Ouvrages :

Charreaux G. (1997) « Vers une théorie du gouvernement des entreprises», in G. Charreaux (Eds), *Le Gouvernement des entreprises*. Economica, Janvier, p. 421-469

31^{ème} Congrès de l'AFC, NICE 2010

Leger. J-Y (2008) « La communication financière une histoire récente », La communication financière Bâtir et mettre en œuvre une stratégie de communication financière, Dunod, Janvier. P11-22

6.3. Thèses de Doctorat:

Boubaker S. (2006b) « Quatre essais sur la structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Paris XII Val de Marne, Mars.

Trabelsi S. (2005) « L'information financière incrémentale publiée sur les sites web des sociétés canadiennes », thèse de Doctorat présentée à la Faculté des Etudes Supérieures de l'Université de Montréal, 190 pp.

6.4. Communications :

Ashiq A., Chen T.Y. et Radhakrishnan S. (2006) «Corporate disclosure by family firm», The University of Texas at Dallas, *JAE Conference*, January. 6, p.2695-274

Mamaoghli C., Vedrine J.P et Ben Saàda M. (2007) «Déterminants des disparités de l'étendue de la communication financière par Internet: Cas des entreprises française» 4th International Finance Conference : Investments, Information Technologies, Value and Control, Tunisie, Mars 2007. www.ifc4.com

Patrel R., Matoussi H.; et Jouini S. (2006) « Les motivations de la communication financière des entreprises françaises et britanniques à travers le web », Congrès International de l'Association Française de Finance AFFI 2006

6.5. Articles de Presse :

JDF HEBDO (2004) « Les grandes entreprises françaises ont encore des progrès à faire en termes de transparence financière ». Le Journal des Finances JDECOM. 28.08.2004
<http://www.jdf.com/actualite/2004/08/28/04009-20040828ARTHBD00006-les-grandes-entreprises-francaises-ont-encore-des-progres-a-faire-en-termes-de-transparence-financiere.php>