



CONFRONTATION ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE D'INFORMATIONS VOLONTAIRES AU NIVEAU DES RAPPORTS ANNUELS DANS UN PAYS EMERGENT : CAS DE LA TUNISIE

RAIDA CHAKROUN

(Auteur à contacter)

Doctorante à l'ISCAE de Tunis

Téléphone : (+216) 98 953 605

E-mail : raida_c@yahoo.fr

HAMADI MATOUSSI

Professeur à l'ISCAE de Tunis

E-mail: hamadi.matoussi@iscae.rnu.tn

Résumé

Dans le cadre de ce papier, nous confrontons la perception de l'utilité de 72 *items* d'informations volontaires de 40 analystes financiers tunisiens avec le degré de leur divulgation dans les rapports annuels de 24 entreprises cotées à la BVMT. L'analyse est menée sur des données primaires issues d'un questionnaire et sur des données secondaires issues des rapports annuels. Les résultats mettent en évidence l'existence d'un écart important entre l'offre et la demande d'informations volontaires. Plus spécifiquement, l'offre de 28 *items* diverge complètement avec leur demande par les analystes financiers tunisiens.

Mots clés : offre, demande, informations volontaires, rapports annuels, analystes financiers

Abstract

In the setting of this paper, we confront the perception of the utility of 72 items of voluntary information of 40 Tunisian financial analysts with the degree of their disclosure in the annual reports of 24 firms listed on the BVMT. The analysis is led on the primary data extracted from a questionnaire and from secondary data extracted from annual reports. Results highlight the existence of an important gap between the offer and the demand of voluntary information. More specifically, the offer of 28 items diverges completely with their demand by the Tunisian financial analysts.

Key words: offer, demand, voluntary information, annual reports, financial analysts

1. Introduction

L'offre volontaire d'information, contrairement à l'information comptable réglementée traditionnelle qui est circonscrite dans un cadre légal pré défini, est soumise à la discrétion des dirigeants. D'où, les entreprises cotées développent aujourd'hui des stratégies de communication économique qui, le plus souvent, dépassent les obligations légales de publication. Les garants de la richesse et de la transparence des informations publiées sont **les dirigeants** des entreprises cotées chargés de les produire et de les diffuser, les auditeurs chargés de les contrôler ainsi que **les analystes financiers**, dont la mission de conseil a une incidence directe sur les comportements boursiers des investisseurs [Raffournier (1995)].

Le besoin des investisseurs et des analystes financiers en informations qualitatives n'a cessé de se diversifier et de se raffiner. Ces informations les aident à évaluer leur patrimoine et à décider quand il convient d'acheter, de conserver ou de vendre les titres de l'entreprise en question. Donc, les entreprises doivent faire face à ce besoin intense et croissant d'informations de la part de tous les utilisateurs et surtout de la part des investisseurs et des analystes financiers. Les études de [Barako, Hancock et Izan (2006), Ho et Wong (2004), Ho et Wong (2001), Myburgh (2001) et Robert, Turmel, Morineau, Précourt, Rochefort et Ruel (2001), Michailenco (2000), Clarkson, Kao et Richardson (1999) et Raffournier (1995)], soutiennent l'idée que la connaissance des choix de l'entreprise en matière de divulgation économique influencent l'appréciation de sa valeur par les acteurs du marché financier. De plus, pour qu'une communication fonctionne, le langage utilisé doit être impérativement celui du récepteur¹. La publication volontaire emprunte, alors, aux **approches marketing**, plus spécifiquement, il s'agit pour l'entreprise de « vendre » son image sur le marché autant que de véhiculer une information comptable et financière [Leger (2003)].

Les divulgations obligatoires ne devraient pas être le seul moyen de protection des investisseurs. Ces derniers doivent aussi s'appuyer sur des informations financières et non financières révélées volontairement par les dirigeants [Barton et Waymire (2005)]. Ainsi, les informations volontaires contenues dans le rapport annuel devraient revêtir une importance incontournable au cœur des préoccupations des entreprises mais également aux yeux des investisseurs et des analystes financiers. D'où, la publication volontaire doit être traitée dans une perspective multidimensionnelle en tenant compte aussi bien de l'**offre** des informations volontaires que de leur **demande**.

Les études de Schuster et O'Connell (2006), de Nielsen (2004), de Prencipe (2004), de Naser et Nuseibeh (2003), de Chambers (2003) et de Ho et Wong (2001) ont mis en évidence l'existence d'un décalage (*gap*) informationnel entre les informations volontaires publiées dans les rapports annuels et les informations volontaires dont leurs utilisateurs ont besoin. De plus, nous constatons que certaines entreprises tunisiennes cotées n'appréhendent pas ces informations comme un véritable moyen de communication économique. Ce constat nous amène à s'interroger si cette réticence de publication volontaire est due à une absence d'utilité perçue par les analystes financiers tunisiens. Le questionnement suivant que pose cette recherche se base sur le constat précité : ***Dans quelles mesures l'offre des informations volontaires dans les rapports annuels des entreprises cotées à la BVMT correspond avec la demande (ou les besoins) en informations des analystes financiers tunisiens ?***

¹ Selon Decaudin (1997), le récepteur constitue un élément fondamental du système de communication.

L'objectif principal de cette recherche est, donc, la mise en évidence du degré d'adéquation des informations volontaires diffusées au niveau du rapport annuel avec la perception de leur utilité par les analystes financiers. Cette étude s'inscrit dans le cadre de l'approche utilitaire de l'information volontaire publiée dans le rapport annuel. L'intérêt que nous portons aux informations volontaires se justifie dans notre contexte actuel (scandales financiers, volatilité accrue des marchés...) montrant les limites de l'information comptable et financière comme vecteur de communication de l'entreprise. Cet intérêt a été affirmé par de nombreuses études et notamment par les études d'Al-Razeen et Karbhari (2007), de Prencipe (2004) et de Chow et Wong-Boren (1987).

Le choix d'étude du terrain tunisien est motivé par le fait que l'environnement économique-juridique tunisien a subi des changements majeurs pendant ces dernières années (publication par l'institut arabe des chefs d'entreprises du guide de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises tunisiennes en 2008 et du guide du rapport annuel des entreprises tunisiennes en 2009). Il est à souligner que la Tunisie est un pays en voie de développement, à marché boursier émergent, à faible protection légale pour les actionnaires minoritaires et où la communication économique constitue un domaine faiblement réglementé (malgré la promulgation de la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement des relations financières).

Le présent papier de recherche est organisé comme suit : la deuxième section sera consacrée à la présentation de la revue de la littérature et du fondement théorique. La méthodologie sera exposée dans la troisième section. La quatrième section discutera les résultats empiriques trouvés. Enfin, la cinquième section portera nos conclusions.

2. Défi d'adéquation de l'offre des informations volontaires dans les rapports annuels à leur demande pour les entreprises cotées

Les préparateurs des rapports annuels ne doivent fournir aux utilisateurs de ces rapports que les informations pertinentes à la prise de décision. En ce sens, les rapports annuels doivent être confectionnés selon les besoins de leurs utilisateurs externes et plus particulièrement les analystes financiers à cause de l'importance de leur rôle dans la chaîne d'information économique et de leur contribution à l'efficacité des marchés financiers et à la réduction de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs.

2.1. Comment se traduit la divulgation volontaire et son contrôle dans les textes réglementaires en Tunisie ?

2.1.1. Dispositions légales et cadre réglementaire du rapport de gestion en Tunisie

A- Le code des sociétés commerciales

L'article 201 du CSC stipule: « A la clôture de chaque exercice, le conseil d'administration établit, sous sa responsabilité, les états financiers de la société conformément à la loi relative au système comptable des entreprises.

- Le conseil d'administration doit annexer au bilan un état des cautionnements, avals et garanties données par la société, et un état des sûretés consenties par elle.
- Il doit, conjointement aux documents comptables, présenter à l'assemblée générale **un rapport annuel détaillé sur la gestion de la société** ».

Parmi les documents obligatoires communiqués aux actionnaires par le conseil d'administration de l'entreprise se trouve, donc, le rapport de gestion. Néanmoins, le législateur ne donne aucune précision quant' à la forme et au contenu de ce rapport. Selon Yaich (2004), les obligations légales relatives au rapport de gestion se réduisent à présenter un rapport de gestion « détaillé ». D'où, les dirigeants disposent d'une large marge discrétionnaire pour déterminer le contenu de ce rapport.

B- Le système comptable des entreprises

Le système comptable tunisien (1997) a été créé en adoptant des normes en harmonie avec celles de l'IASB, mais le législateur tunisien n'a pas donné des précisions quant' aux informations à fournir au niveau du rapport de gestion.

Contrairement aux états financiers qui jouissent d'un cadre juridique assez étoffé et en continuelle évolution avec le système comptable des entreprises, il n'existe pas de normes comparables régissant les informations complémentaires à divulguer dans le rapport de gestion. Mais, le cadre conceptuel de la comptabilité tunisien stipule dans son paragraphe 83 que : « d'autres informations financières et non financières, dont la publication est de nature à rendre plus utile l'information, pourraient être communiquées sous forme de rapports ou états séparés complétant les états financiers ». Cette orientation montre que les normalisateurs tunisiens prennent conscience de plus en plus de l'intérêt des informations qui dépassent la dimension financière pour atteindre d'autres dimensions telles que la dimension sociale, la dimension écologique, ainsi que la dimension technologique.

C- Le règlement du conseil du marché financier relatif à l'appel public à l'épargne

Le CMF a pris l'initiative d'encadrer la divulgation d'informations en recommandant l'observation de conditions et de règles en matière de *reporting* financier des sociétés faisant appel public à l'épargne. Seul l'article 44 du règlement du conseil du marché financier relatif à l'appel public à l'épargne approuvé par l'arrêté du ministre des finances du 7 Avril 2000, énonce quelques informations obligatoires à fournir dans le rapport de gestion.

Afin de se conformer aux dispositions de l'article 3 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier tel que modifié notamment par la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005, une modification de l'article 44 du règlement du conseil du marché financier par l'arrêté du ministre des finances du 17 Septembre 2008 a été effectuée dans le but de préciser les éléments d'information devant figurer dans le rapport annuel sur la gestion. L'article 44 (nouveau) renvoie à une annexe qui établit un modèle standard de rapport de gestion regroupant l'ensemble des mentions prévues par le législateur au sein de rubriques bien définies (activité et résultats, participations, actionnariat, organes d'administration et de direction, les titres en bourse, affectation des résultats, contrôles des comptes, gestion des ressources humaines et éléments sur le contrôle interne). De plus, il a été indiqué dans la nouvelle version de l'article 44 que la société doit insérer dans son rapport annuel d'autres rubriques spécifiques à son activité en plus de celles mentionnées.

2.1.2. Les moyens de contrôle de l'information volontaire en Tunisie

Le périmètre élastique qui caractérise l'offre des informations volontaires, la malléabilité de chiffres non normés, la suspicion qui pèse à l'attitude des dirigeants, soulignent que ces informations peuvent souffrir d'un problème de crédibilité.

En Tunisie, la mission du commissaire aux comptes, défini par l'article 266 du CSC, se limite à vérifier l'exactitude des informations contenues dans les états financiers de la société. Mais, les normes professionnelles applicables sont les normes internationales de l'IFAC approuvées par le conseil de l'OECD. La norme internationale d'audit ISA 720 intitulée : « autres informations présentées dans des documents contenant les états financiers audités » s'applique en matière de contrôle du rapport de gestion. Cette norme indique que : « l'auditeur ne peut se désintéresser de ces autres informations en présentant son rapport sur les états financiers audités, car la crédibilité de ceux-ci peut être altérée par des incohérences pouvant exister entre les états financiers audités et les autres informations présentées ». Le rapport de gestion pouvant contenir des informations prévisionnelles, l'auditeur devra donc également, le cas échéant, s'assurer de la cohérence de celles-ci et par conséquent, l'ISA 810 « examen d'informations prévisionnelles » serait également applicable.

Il incombe, alors, aux vérificateurs externes de vérifier que les informations, y compris le rapport de gestion, fournies dans les rapports contenant des états financiers, à l'égard desquels ils expriment une opinion, ne soient pas en contradiction avec ces mêmes états financiers. D'où, les informations volontaires contenues dans le rapport annuel sont soumises au contrôle du commissaire aux comptes. La difficulté majeure, au niveau de ce contrôle est que la plupart des informations sont porteuses d'opinions et de points de vue des dirigeants qu'il faut en apprécier la sincérité.

2.2. Utilité des informations volontaires publiées dans les rapports annuels pour les analystes financiers

La croissance phénoménale des marchés des capitaux et de l'infrastructure qui s'y rattache (analystes, organismes de réglementation...) fait en sorte que la demande pour les informations volontaires est plus grande que jamais. L'utilité de l'information est intimement liée aux besoins changeants de ses utilisateurs. Elle est censée évoluer continuellement avec ces besoins. En effet, si elle n'est pas utile, l'information n'a pas de sens et les coûts engagés dans sa production perdent leurs justifications.

L'information économique de l'entreprise est d'une grande utilité pour les preneurs de décisions économiques qui en font l'usage dans leurs processus décisionnels. Mais, dans un contexte d'asymétrie d'information, les signaux émis par les entreprises ne reflètent pas toujours la vraie valeur de la firme. Par conséquent, le recours aux services d'intermédiaires d'informations, et essentiellement les analystes financiers, est de plus en plus important.

L'analyste financier est un prescripteur, un intermédiaire et de plus en plus un commercial. La mission de l'analyste financier traditionnel au sein du service recherche est triple : obtenir l'information à partir de toutes les sources disponibles internes et externes à l'entreprise, analyser les entreprises en particulier la stratégie, l'environnement économique et concurrentiel, les hommes, les comptes et les perspectives et donner des conseils et des

recommandations aux investisseurs concernant l'achat, la conservation ou la vente des titres [Leger (2003)]. Healy et Palepu (2001) avancent que les analystes financiers sont considérés comme étant des intermédiaires professionnels de l'information entre l'entreprise et le marché financier. D'où, ils ont quelques attentes plus spécifiques en information pour mieux informer et conseiller les investisseurs. De plus, Prencipe (2004) affirme que les analystes financiers sont les utilisateurs privilégiés des informations sur l'entreprise. Ils sont suffisamment sophistiqués pour exploiter au mieux ces informations. En particulier, Clarkson et al. (1999) démontrent que les analystes *sell side* estiment que le rapport de gestion fournit de l'information nouvelle, courante et détaillée qu'ils ne pourraient tirer ni de sources d'information autre que le rapport annuel, ni des états financiers.

La terminologie anglo-saxonne opère une distinction entre les analystes *sell side* et *buy side* : les premiers travaillent dans des établissements financiers, des intermédiaires en bourse ou *brokers*. Ces analystes sont au service des vendeurs en relation avec les investisseurs et les *traders* de la maison. Les analystes *sell side* sont de plus en plus en relation directe et commerciale avec les investisseurs qu'ils doivent convaincre de suivre leurs recommandations et de passer leurs ordres auprès des établissements qui les emploie. Les seconds travaillent en général au sein d'un investisseur institutionnel, et pour son seul compte. Il fait des études en général plus fondamentales pour le compte propre de son établissement et parallèlement centralise et juge les informations diffusées par les analystes *sell side*.

D'après Dempsey, Gatti, Grinell et Cats-Baril (1997)², les analystes financiers utilisent les mesures non financières pour évaluer la performance à long terme de l'entreprise en plus de leur utilisation des mesures financières traditionnelles comme les ratios financiers. Lang et Lundhom (1996) affirment que les entreprises ayant la politique de divulgation la plus informative sont les plus suivies par les analystes financiers. Les prévisions des résultats de ces derniers sont plus précises et moins disparates.

Les résultats de l'étude expérimentale de Ghosh et Wu (2006) suggèrent que les mesures financières et non financières se complètent pour la formation de la recommandation d'investissement par les analystes financiers. Ces chercheurs ont utilisé différentes combinaisons d'informations (bonnes et mauvaises) et ont examiné le poids assigné à chaque mesure et la durée de la recommandation dans le temps. Ils ont démontré que lorsque les mesures financières sont mauvaises (bonnes), les analystes les attribuent un poids plus (moins) élevé que les mesures non financières qu'elles soient bonnes ou mauvaises. De plus, ils ont trouvé que les mesures non financières affectent la durée des recommandations plus que les mesures financières.

A travers une étude expérimentale basée sur la littérature en psychologie et sur un protocole verbal de recherche³, Coram, Monroe et Mock (2006) démontent que les analystes financiers utilisent de façon significative les indicateurs de performance non financiers lors de l'évaluation des entreprises. De plus, ces auteurs affirment que les informations financières sont plus utilisés lorsqu'elles sont mauvaises et que les indicateurs de performance non financiers sont plus utilisés lorsque les informations financières sont bonnes.

² Cette étude se base sur un questionnaire adressé à 420 analystes financiers.

³ L'objectif majeur du protocole verbal est l'examen de la connexion entre le processus de prise de décision, l'utilisation de la mémoire et la décision prise ou le jugement fait.

2.3. La divulgation volontaire : un moyen essentiel du marketing financier

Les demandeurs d'informations comptables se tournent vers les informations normées et obligatoires. Celles-ci comportent des limites : rigidité des règles, limites induites par certains principes... Pour dépasser le modèle comptable légal, ces acteurs seraient, alors, à la recherche des compléments utiles. Pour faire connaître des informations privées qui ne transparaisent pas au travers du modèle comptable obligatoire, les dirigeants sont tentés de diffuser volontairement l'information qu'ils détiennent [Pourtier (2004)]. D'après Graham, Harvey et Rajgopal (2005)⁴, les dirigeants pratiquent la divulgation volontaire pour faciliter aux investisseurs la compréhension des informations, pour réduire le risque d'information lié aux actions de l'entreprise et pour augmenter le cours boursier puisqu'ils croient que le manque de clarté ou d'exactitude de l'information peut causer la sous évaluation de l'action. Donc le dirigeant doit donner et redonner confiance en permanence à ses actionnaires qu'il devient possible d'assimiler à des clients pour le produit action de l'entreprise. La communication économique doit contribuer à séduire les divers publics de l'entreprise en particulier les actionnaires.

La démarche de communication économique se professionnalise vers une meilleure qualité des rapports d'activité. Nous parlons aujourd'hui des techniques du marketing financier: identification des cibles, adéquation des messages à l'attente des différents publics auxquels ils sont destinés,... [Guimard (1998)]. Dans ce sens, Decaudin (1997) affirme que : « La communication marketing consiste pour une organisation à transmettre des messages à ses publics en vue de modifier leurs comportements mentaux et par voie de conséquence leurs comportements effectifs ».

Selon la **théorie du marché libre** ou *free market perspective*, l'information de l'entreprise doit être traitée comme les autres biens. Nous constatons une grande similitude entre l'approche marketing commercial et l'approche marketing financier. En poursuivant cette analogie, il est intéressant de définir l'élément le plus important du marketing mix financier, à savoir le produit. Le produit, c'est l'entreprise dans son ensemble représentée par ses actions. L'action est un droit, droit de regard sur la gestion, droit de voter ou de rejeter des résolutions et droit à rémunération via le dividende. Un examen plus approfondi montre que l'action a en réalité deux dimensions : le produit financier, avec des caractéristiques assez traditionnelles et la valeur image, résultat de diverses composantes souvent irrationnelles.

D'après Leger (2003), comme toute démarche de marketing c'est-à-dire toute action de persuasion et de séduction de la demande par l'offre, la communication économique doit faire l'objet d'une démarche rationnelle et formalisée de la part de l'entreprise. Dans ce sens, l'entreprise doit s'exprimer de plus en plus, attirer l'attention et convaincre pour faire acheter ses titres. En effet, la concurrence entre les diverses offres de produit action est importante. Par conséquent, il importe pour l'entreprise cotée non seulement d'être identifiée sur le marché financier mais encore de se démarquer de la concurrence au moyen d'une politique de communication économique appropriée à ses ambitions et à ses capacités. D'où, les forces de l'offre et de la demande doivent conduire à une offre optimale d'information.

Lopater et Guyomard (2001) affirment que l'entreprise peut être réactive ou proactive. Une attitude purement réactive consiste à répondre aux demandes externes, au fur et à mesure

⁴ Cette étude se base sur un questionnaire auprès de 312 dirigeants d'entreprises américaines cotées.

qu'elles s'expriment. Cela signifie, aussi, que l'entreprise accepte de subir la pression des marchés. Passer à une politique proactive, c'est décider d'adapter sa politique de communication à sa vision stratégique et de se donner les moyens d'expliquer son modèle économique. Autrement dit, c'est considérer que c'est à l'émetteur de vendre ses titres au marché et de concevoir l'argumentaire qui permettra aux investisseurs d'avoir une juste appréciation de la réalité économique de l'entreprise.

2.4. La demande en informations volontaires versus leur offre dans les rapports annuels

Les résultats de l'étude de Myburgh (2001) confirment l'existence d'une divergence entre les perceptions des utilisateurs et celles des producteurs des rapports annuels pour 17 *items* parmi les 49 *items* étudiés dont la divulgation est volontaire.

Courtis (1992) a synthétisé les résultats de 11 études antérieures portant sur la perception de l'importance de 63 *items*, effectuées sur une période de 16 années et sur 6 pays, en se servant de la méthodologie de la méta-analyse⁵. L'objectif de cette étude est de vérifier l'existence d'un consensus sur la perception de l'importance des informations divulguées entre les différentes études et entre les différents groupes de préparateurs et d'utilisateurs des rapports annuels. Parmi les résultats de cette étude, nous soulignons que :

- Les préparateurs et les utilisateurs des rapports annuels sont en accord sur l'importance de presque 30% des *items*.
- Les analystes financiers accordent plus d'importance aux *items* publiés que les préparateurs des rapports annuels.
- Pour les groupes des utilisateurs des rapports annuels, les moyennes des perceptions de l'importance des *items* des analystes financiers, des responsables de crédit des banques et des comptables sont significativement différentes du groupe des investisseurs.

L'étude de Buzby (1974) s'est basée sur une liste de 38 *items* financiers et non financiers. Les résultats de cette étude révèlent que beaucoup d'*items* que les analystes considèrent comme importants ne sont pas divulgués de façon adéquate par les entreprises de l'échantillon (88 PME) et qu'une corrélation faible existe entre l'importance accordée aux *items* par les analystes et leur degré de divulgation dans les rapports annuels.

McNally, Eng, et Hasseldine (1982), ont relié le niveau d'importance accordé par des utilisateurs des rapports annuels (les éditeurs financiers et les membres de la bourse) aux *items* d'information avec le niveau de leur divulgation par les entreprises cotées en Nouvelle Zélande. Les résultats de cette étude indiquent que le niveau de la divulgation dans les rapports annuels est très faible par rapport au niveau demandé par leurs utilisateurs. La divergence entre la perception des analystes financiers et les pratiques de divulgation des entreprises est vérifiée pour la majorité des 41 *items* étudiés. Cette divergence est plus manifeste lorsque l'*item* n'est divulgué par aucune entreprise mais perçu comme très important pour les analystes financiers.

⁵ C'est une méthodologie utilisée dans les sciences sociales qui a pour objectif la synthèse des résultats de différentes études antérieures qui traitent le même thème.

Dans la même veine, Michalesco (2000) affirme qu'il y a un écart entre les attentes des analystes financiers et les informations contenues dans le rapport annuel et que ce *gap* informationnel provient principalement du manque dans la publication des informations prévisionnelles.

Dans le contexte italien l'étude de Prencipe (2004) se base sur 9 *items* sectoriels dont la divulgation est volontaire. En comparant le pourcentage des entreprises qui publient l'*item* avec son poids accordé par les analystes financiers, cette étude a mis en exergue que l'écart entre l'offre et la demande d'informations est très net pour les trois *items* suivants : les résultats opérationnels, les actifs sectoriels et les dépenses en capital. Cet écart découle du fait que ces *items* sont publiés par un nombre très faible d'entreprises malgré leurs fortes utilités pour les analystes financiers.

Les résultats de l'étude de Yaftian et Mirshekary (2005) révèlent que le premier facteur à l'origine du faible niveau de divulgation dans les rapports annuels d'un échantillon d'entreprises iraniennes est le manque de connaissance des besoins des utilisateurs externes par les dirigeants des entreprises.

Plusieurs études ont mis, alors, en exergue le fait que la perception de l'utilité des informations volontaires des préparateurs de ces informations est différente de celle de leurs utilisateurs. D'après ce qui précède, nous nous proposons de vérifier l'hypothèse suivante.

Hypothèse : *Il existe une divergence entre la perception de l'utilité des informations volontaires par les analystes financiers et le degré de leur publication au niveau des rapports annuels.*

3. Méthode d'investigation

3.1. Sélection des échantillons et collecte des données

3.1.1. Echantillon des analystes financiers

Notre questionnaire auprès des analystes financiers *sell-side* a pour but d'examiner le degré d'utilité qu'ils accordent aux informations divulguées volontairement dans les rapports annuels. Notre étude empirique se base, alors, sur la collecte des données primaires issues des questionnaires menés auprès de la population des analystes financiers et des gérants de portefeuilles qui travaillent pour le compte des intermédiaires en bourse en Tunisie. Notre choix de s'intéresser à cette catégorie d'utilisateurs de rapports annuels a été fait pour plusieurs raisons telles que : leurs capacités à exposer rationnellement leurs besoins spécifiques d'informations et leurs pouvoirs à orienter le comportement des investisseurs sur le marché financier.

Il faut signaler que quoi que le métier d'analyste financier en Tunisie n'a pas cessé de se développer durant ces dernières années et le rôle de l'analyste financier au sein de la communauté financière commence à être reconnu, beaucoup reste à faire pour hisser la profession aux standards internationaux et lui permettre d'occuper pleinement le rôle qui devrait être le sien. L'association tunisienne de l'analyse financière (ATAF) a été créée en 2008 (JORT n°12 du 8 Février 2008) dans le but de mieux développer l'activité d'analyse

financière en Tunisie et de mieux outiller l'analyste financier pour qu'il puisse jouer pleinement son rôle au sein de la chaîne d'information financière.

Nous avons circulé directement 62 questionnaires à la population des analystes pendant les mois de Mai et Juin 2007. Nous avons obtenu un taux de réponse qui s'élève à 64,51%. Ce taux de réponse est supérieur à celui des études semblables. A titre d'exemple, il est de 48% dans l'étude d'Al-Razeen et Karbhari (2007), de 63% dans l'étude de Chow et Wong-Boren (1987) et de 14% dans l'étude de Prencipe (2004). La taille de l'échantillon final sur lequel porte l'étude est de 40 analystes travaillant pour le compte de 21 intermédiaires en bourse⁶. Cette taille est semblable à l'échantillon de l'étude de Prencipe (2004) qui s'élève à 56 analystes financiers *sell side* et *buy-side*.

Il est à mentionné que 6 questionnaires ont été remplis en notre présence dans le cadre d'un entretien avec la personne interrogée. Pour les autres analystes, qui ont préféré de remplir le questionnaire seuls, vu leur indisponibilité pendant les séances de bourse, nous avons pris la peine de vérifier si la personne interrogée a rempli toutes les cases et si elle a rencontré certaines difficultés de compréhension.

Tableau 1 : Caractéristiques de l'échantillon des analystes financiers

Caractéristiques des répondants		Nombres	Fréquences en %
Fonction	Analyste financier	32	80
	Gérant de portefeuille	8	20
Nombre de rapports annuels lus en moyenne	Moins de 30 ⁷	19	47,5
	Supérieur ou égal à 30	21	52,5
Diplôme	Maîtrise	15	37,5
	Mastère ⁸	24	60
	Doctorat	1	2,5
Spécialité	Comptabilité	3	7,5
	Gestion	8	20
	Finance	28	70
	Economie	1	2,5
Durée d'expérience	Inférieure à 5 ans	17	42,5
	Entre 5 et 10 ans	12	30
	Supérieure à 10 ans	11	27,5

3.1.2. Echantillon des entreprises

Il apparaît pertinent de s'intéresser uniquement aux entreprises cotées à la bourse de valeurs mobilières de Tunis (BVMT) qui devraient être spécialement attentives à leurs communications économique au niveau de leurs rapports annuels de gestion. Notre échantillon est limité aux entreprises du secteur non financier (industriel et de services), et ce comme : Hassan, Giorgioni et Romilly (2006), Hasnan (2005), Leventis et Weetman (2004), Naser et Nuseibeh (2003), Bertrand (2000) et Depoers (2000)..., en raison de la spécificité de la communication pour les entreprises du secteur financier (banques, organismes de leasing, assurances...).

La collecte des rapports annuels des entreprises n'a été pas une tâche facile pour nous puisqu'ils ne sont pas directement téléchargeable à travers internet. La quasi-totalité des rapports a été

⁶ Il y avait 24 intermédiaires en bourse en Tunisie au moment du déroulement de l'enquête.

⁷ 30 est la médiane de la variable nombre de rapports annuels lus annuellement.

⁸ 6 analystes ont affirmé qu'ils ont obtenu un mastère de recherche ou un DEA.

photocopiée auprès du conseil du marché financier et auprès des intermédiaires en bourse. Puisque l'enquête auprès des analystes financiers a été effectuée pendant le premier semestre de l'année 2007, alors, les rapports annuels analysés pour mesurer le degré de divulgation des *items* sont les rapports relatifs à l'année 2005. En effet, les rapports annuels de l'année 2006 ne sont pas encore disponibles pendant la période de l'enquête pour la majorité des analystes financiers. Notre échantillon final se compose de 24 entreprises observées pendant l'année 2005.

3.2. Définitions et mesures des variables

3.2.1. La grille d'items volontaires

Nous avons construit un indice de divulgation volontaire en se basant sur l'indice de Botosan (1997), structuré autour de cinq catégories d'information. Nous avons supprimé les *items* suivants parce qu'ils ne sont divulgués par aucune entreprise de notre échantillon :

- ✓ Discussion de l'effet des barrières à l'entrée sur les profits futurs de l'entreprise
- ✓ Moyenne de la rémunération par employé
- ✓ Taux de rejet ou d'unités défectueuses
- ✓ Âge des employés clés
- ✓ Chiffres d'affaires au point mort
- ✓ Ratio inputs/outputs
- ✓ Âge moyen des employés clés
- ✓ Présentation des prévisions sur les dépenses en capital ou de recherche et développement

Il est à noter que nous n'avons pas supprimé les *items* l'indice de Botosan (1997) dont la divulgation est obligatoire en Tunisie, vu qu'aucune entreprise tunisienne n'a été sanctionnée à cause du non respect de la réglementation et plus précisément de l'article 44 du règlement du conseil du marché financier.

Nous avons ajoutés trois catégories d'information : informations sur les actifs incorporels, informations sociales et environnementales et informations sur la gouvernance d'entreprise. Ces rubriques d'informations dont l'utilité a été démontrée par la littérature antérieure sont ajoutées afin de combler les insuffisances de l'indice de Botosan (1997). Ainsi, une liste des informations susceptibles d'être volontairement publiés est établie.

A- Informations sur les actifs incorporels

Cette catégorie inclut les informations sur les actifs incorporels non pris en compte dans les états financiers. Cette rubrique a été ajoutée à la grille de Botosan (1997), puisque l'utilité éventuelle des actifs incorporels ne cesse d'augmenter. Les trois *items* suivants ont été ajoutés également par Trabelsi (2005) à l'indice de Botosan (1997): description des principaux clients, description des principaux fournisseurs et description des axes (activités) de R&D.

B- Informations sociales et environnementales

L'information sociale et environnementale inclut l'énoncé des objectifs sociaux de l'entreprise et la description de son engagement envers la collectivité. Cette rubrique a été ajoutée à la grille de Botosan (1997) car elle a une utilité éventuelle pour la prise de la décision d'investissement. Les trois *items* suivants ont été ajoutés également par Trabelsi

(2005) à l'indice de Botosan (1997): description des dons de charité, subventions, aides financières ; description de l'engagement de la firme dans la collectivité par des projets sociaux spécifiques (activités communautaires, culturelles, éducatives, récréatives et sportives) et description des activités de réduction de la pollution liées aux activités de l'entreprise.

C- Informations sur la gouvernance d'entreprise

Les informations sur la gouvernance ont été incluses dans notre indice puisqu'ils revêtent éventuellement une utilité majeure pour l'appréciation de la situation de l'entreprise. A ce titre, Bujaki et McConomy (2002) s'intéressent à la communication sur les mécanismes de gouvernance pour un échantillon de 290 sociétés canadiennes. Cette utilité a été démontrée par le guide de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises tunisiennes (2008).

Tableau 2 : Récapitulation des catégories d'informations de la grille d'analyse

Catégories d'informations	Nombre des <i>items</i>
Catégories d'information de la grille d'analyse de Botosan (1997)	
1- Information générale sur l'entreprise	15
2- Sommaire des résultats	5
3- Information non financière	14
4- Information à caractère prévisionnel	8
5- Analyse et discussion de la direction (Rapport de gestion)	13
Catégories d'informations ajoutées à la grille d'analyse de Botosan (1997)	
6- Information sur les actifs incorporels	4
7- Information sociale et environnementale	7
8- Information sur la gouvernance	6
Total	72

3.2.2. *La variable PUA « perception de l'utilité de l'item »*

Dans notre étude, les répondants ont été appelés à exprimer le degré d'utilité qu'ils accordent aux *items* de la grille d'analyse en donnant une note sur une échelle de Likert à cinq points (avec 1 = pas utile, jusqu'à 5 = très utile). La perception de l'utilité de l'*item* (**PUA**) est le poids moyen de chaque *item* (c'est la somme de points accordés par les répondants à l'*item* divisée par le nombre de répondants). Cette mesure est inspirée des études de Prencipe (2004), de McNally et al. (1982) et de Buzby (1974) qui ont mesuré la perception des utilisateurs des rapports annuels à travers une échelle de Likert à 5 points.

3.2.3. *La variable DDV « degré de divulgation de l'item »*

Nous utilisons une mesure inspirée de la mesure adoptée par Buzby (1974) et par Michailesco (1999), qui tient compte de la forme de divulgation de l'*item*. **Le degré de divulgation** de chaque *item* est mesuré par son score moyen de divulgation dans les entreprises susceptibles de le divulguer (qui correspond à l'offre de l'*item*) divisé par le poids moyen de l'*item* (ou PUA qui correspond à la demande de l'*item*). **Le score moyen** de divulgation de chaque *item* est la somme des points accordés à l'*item* divisée par le nombre des entreprises susceptibles de le divulguer. En se référant à Trabelsi (2005), l'examen attentif du contenu des rapports annuels des entreprises de notre échantillon va nous permettre d'attribuer les points aux différents *items* comme suit :

- Pour le premier groupe d'items : Ces *items* ne peuvent être présentés que sous une forme quantitative. Si l'*item* est divulgué nous lui accordons son poids moyen et s'il est non divulgué nous lui accordons « 0 ».

- Pour le deuxième groupe d'items : Ces *items* peuvent être divulgués sous différentes formes (quantitative et qualitative). Si l'*item* est divulgué avec une indication quantitative nous lui accordons son poids moyen, s'il est divulgué avec une indication qualitative seulement nous lui accordons la moitié de son poids moyen et si l'*item* est non divulgué nous lui accordons « 0 ».

$$\text{DDV} = (\text{Score moyen de divulgation de l'item} / \text{PUA de l'item}) * 100$$

3.3. Stratégie de vérification de l'hypothèse

Il s'agit de faire des comparaisons et d'analyser les chiffres trouvés. Tel que Bughin, Colot, Croquet et Niyuhiré (2007), Naser et Nuseibeh (2003), Depoers (1998), McNally et al. (1982) et Buzby (1974) nous nous intéressons particulièrement à examiner le niveau de divulgation des différents *items* formant la grille d'*items* volontaires (à travers la détermination du pourcentage des entreprises qui divulguent l'*item* par rapport aux entreprises susceptibles de le divulguer). Cela va nous permettre de déterminer les *items* les plus divulgués et les *items* les moins divulgués pendant la période d'étude.

Comme Prencipe (2004), nous comparons le pourcentage des entreprises qui divulguent les *items* (leur offre) par rapport à leurs poids moyen (leur demande). Nous comparons, également, le classement des *items* selon la perception de leur utilité (classement des *items* selon la variable PUA) avec leur classement selon le degré de leur divulgation (classement des *items* selon la variable DDV). Comme Buzby (1974), nous étudions la relation entre ces deux variables (les deux classements d'*items*) à travers le coefficient de corrélation de Spearman. Il est à mentionner que cette corrélation des rangs est un test non paramétrique.

Nous calculons, enfin, le degré global de divulgation pour tous les *items* (c'est la moyenne pondérée de la variable DDV et les poids correspondent aux nombres d'entreprises auxquelles l'*item* est susceptible d'être publié).

4. Analyse des résultats empiriques

Dans ce paragraphe, nous allons analyser et commenter les différents résultats trouvés et qui sont synthétisés dans le tableau suivant.

Tableau 3: Offre et demande d'informations volontaires dans les rapports annuels

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Items	PUA (Poids moyen)	Classement de la colonne (2)	Nombre des entreprises susceptibles de divulguer l'item	Score moyen	DDV (Score moyen / Poids moyen)*1 00	Classement de la colonne (6)	Nombre des entreprises qui divulguent l'item	Le % d'entreprises qui divulguent l'item (colonne 8/ colonne 4)*100
1. Informations générales sur l'entreprise								
1	4,33	18	24	2,80	64,57	15	21	87,50
2	4,50	9	24	3,56	79,17	9	21	87,50
3	4,25	26	24	3,72	87,50	6	21	87,50
4	4,47	11	24	2,98	66,67	14	18	75
5	4,25	26	24	1,59	37,50	38	10	41,67
6	3,80	57	22	1,99	52,27	24	14	63,64
7	3,85	55	22	1,05	27,27	45	7	31,82
8	4,53	6	21	1,51	33,33	41	8	38,10
9	4,35	16	21	0,21	4,76	68	2	9,52
10	4,50	9	21	0,20	4,50	70	1	4,76
11	3,88	50	24	3,64	93,75	3	23	95,83
12	3,98	42	24	3,57	89,58	4	22	91,67
13	3,75	60	24	2,58	68,75	13	17	70,83
14	4,30	22	20	3,44	80	8	17	85
15	4,13	36	20	2,48	60	17	13	65
2. Sommaire des résultats								
16	4,33	18	24	1,62	37,50	38	9	37,50
17	4,32	19	24	3,78	87,50	7	21	87,50
18	3,95	46	24	1,48	37,50	39	9	37,50
19	4,22	30	24	2,99	70,83	12	17	70,83
20	4,22	30	24	4,04	95,83	2	23	95,83
3. Informations non financières								
21	3,58	65	24	1,94	54,17	21	13	54,17
22	3,92	47	19	1,03	26,32	46	5	26,32
23	4,23	27	19	0,45	10,53	62	2	10,53
24	3,95	46	11	0,70	17,72	54	2	18,18
25	4,60	3	18	2,04	44,44	34	8	44,44
26	4,15	34	19	0,87	21,05	49	4	21,05
27	4,10	37	19	1,94	47,37	29	9	47,37
28	3,78	59	18	1,89	50	26	9	50
29	4,08	38	19	2,15	52,63	23	10	52,63
30	3,65	63	14	0,52	14,29	59	1	7,14
31	3,85	55	21	2,20	57,14	19	12	57,14
32	3,70	61	18	0,82	22,22	48	4	22,22
33	3,95	46	17	2,09	52,94	22	9	52,94
34	3,98	42	22	3,08	77,27	10	17	77,27
4. Informations à caractère prévisionnel								
35	4,45	13	24	0,74	16,67	56	4	16,67
36	4,47	11	24	1,02	22,91	47	6	25
37	4,20	31	24	1,93	45,83	32	12	50
38	4,27	24	24	2,55	59,73	18	16	66,67
39	4,35	16	20	0,65	15	58	3	15
40	4,13	36	24	0,26	6,26	66	2	8,33

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Items	PUA (Poids moyen)	<u>Classement de la colonne (2)</u>	Nombre des entreprises susceptibles de divulguer l'item	Score moyen	DDV (Score moyen / Poids moyen)*1 00	<u>Classement de la colonne (6)</u>	Nombre des entreprises qui divulguent l'item	Le % d'entreprises qui divulguent l'item (colonne 8/ colonne 4)*100
41	4,50	9	24	0,84	18,75	53	5	20,83
42	4,60	3	24	2,11	45,83	30	11	45,83
5. Analyse et discussion de la direction (Rapport de gestion)								
43	4,30	22	24	4,12	95,83	2	23	95,83
44	4,30	22	24	3,23	75	11	18	75
45	4,18	32	22	1,33	31,82	43	8	36,36
46	3,98	42	22	0,18	4,55	69	1	4,55
47	4,35	16	23	1,89	43,48	35	10	43,48
48	4,17	33	23	0,18	4,35	72	1	4,35
49	3,85	55	23	0,17	4,35	72	1	4,35
50	4	39	24	1,33	33,33	41	8	33,33
51	4,55	5	24	3,98	87,50	6	21	87,50
52	3,95	46	22	1,98	50	27	11	50
53	4,22	30	24	0,88	20,83	51	5	20,83
54	3,88	50	18	0,22	5,56	67	1	5,56
55	4,45	13	19	0,70	15,79	57	3	15,79
6. Informations sur les actifs incorporels								
56	3,90	48	20	1,85	47,50	28	11	55
57	3,87	51	18	0,54	13,90	60	4	22,22
58	3,65	63	17	2,04	55,87	20	10	58,82
59	3,78	59	17	1,89	50	26	9	52,94
7. Informations sociales et environnementales								
60	3,13	67	23	0,41	13,04	61	3	13,04
61	3,58	65	23	1,17	32,61	42	8	34,78
62	2,68	72	23	0,47	17,39	55	5	21,74
63	2,68	72	22	0,24	9,09	63	3	13,64
64	3,08	68	18	1,37	44,44	34	9	50
65	2,95	69	16	0,83	28,14	44	5	31,25
66	2,85	70	17	0,59	20,60	52	4	23,53
8. Informations sur la gouvernance								
67	4,65	1	24	2,13	45,83	32	11	45,83
68	4,55	5	24	1,90	41,67	36	10	41,67
69	4,27	24	24	2,67	62,50	16	15	62,50
70	3,82	56	24	0,80	20,83	51	5	20,83
71	3,85	55	24	0,32	8,33	65	2	8,33
72	3,55	66	24	0,30	8,33	65	2	8,33

4.1. Divergence entre l'offre et la demande d'informations volontaires dans les rapports annuels

En comparant, d'un côté, les pourcentages des entreprises qui divulguent les *items* (colonne 9) et les valeurs de la colonne 5 (score moyen) par rapport à leurs PUA (colonne 2) ; et de l'autre côté, les valeurs de la colonne 3 (classement des *items* selon PUA) par rapport aux valeurs de la colonne 7 (classement des *items* selon DDV), nous remarquons une grande différence entre l'offre et la demande pour les 28 *items* suivants :

- ✓ n° 7 : Discussion de l'effet des barrières à l'entrée sur les profits actuels de l'entreprise
- ✓ n° 9 : Discussion de l'impact de la concurrence sur les profits actuels de l'entreprise

- ✓ n° 10 : Discussion de l'impact de la concurrence sur les profits futurs de l'entreprise
- ✓ n° 22 : Carnet de commandes
- ✓ n° 23 : Pourcentage des commandes à livrer l'année prochaine
- ✓ n° 24 : Pourcentage des ventes pour les produits créés au cours des cinq dernières années
- ✓ n° 26 : Le montant des nouvelles commandes placées cette année
- ✓ n° 30 : Cycle de production
- ✓ n° 32 : Volume des matières premières consommées
- ✓ n° 35 : Comparaison des prévisions de bénéfice avec le bénéfice réel de l'année
- ✓ n° 36 : Comparaison des prévisions des ventes avec les ventes réelles de l'année
- ✓ n° 39 : Présentation des prévisions de la part de marché
- ✓ n° 40 : Présentation des prévisions sur les liquidités
- ✓ n° 41 : Présentation des prévisions des profits
- ✓ n° 46 : Variation du coût des marchandises vendues en pourcentage des ventes
- ✓ n° 48 : Variation de la marge brute en pourcentage des ventes
- ✓ n° 49 : Variation des frais de vente et d'administration
- ✓ n° 54 : Variation des dépenses en capital ou des frais de R&D
- ✓ n° 55 : Variation de la part du marché
- ✓ n° 57 : Description des principaux fournisseurs
- ✓ n° 60 : Taux d'absentéisme des employés et nombre de jours de grève
- ✓ n° 62 : Description des dons de charité, subventions, aides financières
- ✓ n° 63 : Description de l'engagement de la firme dans la collectivité par des projets sociaux spécifiques (activités communautaires, culturelles, éducatives, récréatives et sportives)
- ✓ n° 65 : Description des activités de réduction de la pollution liées aux activités de l'entreprise
- ✓ n° 66 : La production et la promotion de produits de nature écologique (prohiber l'utilisation des composantes chimiques nocives à la santé et aux écosystèmes, conception d'emballages recyclables...)
- ✓ n° 70 : Les mandats des administrateurs
- ✓ n° 71 : Profil des administrateurs
- ✓ n° 72 : La fréquence des réunions du conseil d'administration

Ce qui attire particulièrement notre attention, c'est l'inadéquation totale entre l'offre et la demande pour **l'item n° 10** « discussion de l'impact de la concurrence sur les profits futurs de l'entreprise » de la catégorie « informations générales sur l'entreprise ». Cet *item* à caractère stratégique est classé 9^{ème} selon les analystes financiers et 70^{ème} selon les DDV. De plus, il n'est divulgué que par une seule entreprise, ce qui correspond à 4,76% des entreprises susceptibles de le divulguer. Son score moyen est égal à 0,2 (ce qui indique une très faible offre de la part des entreprises), tandis que son PUA s'élève à 4,5 (ce qui indique une très forte utilité pour les analystes financiers).

De même, pour **l'item n° 48** « variation de la marge brute en pourcentage des ventes » de la catégorie « analyse et discussion de la direction ». Cet *item* sensible est classé 33^{ème} selon les analystes financiers et 72^{ème} selon les DDV. Il n'est divulgué que par une seule entreprise, qui correspond à 4,35% d'entreprises susceptibles de le divulguer. Son score moyen est égal à

0,18 (ce qui indique une très faible offre de la part des entreprises), tandis que son PUA s'élève à 4,17 (ce qui indique une très forte utilité pour les analystes financiers).

Nous observons les DDV (colonne 6) et nous remarquons que l'étendue de l'offre d'informations volontaires par rapport à leur demande est faible pour la majorité des *items*. En effet, le degré de divulgation est inférieur à 50% pour 26 *items* (qui correspondent à 36,11% d'*items*). Cette divergence entre l'offre et la demande d'informations volontaires provient du fait que plusieurs *items* ne sont pas convenablement divulgués par les entreprises bien qu'ils sont utiles pour les analystes financiers. Dans la même veine, l'étude de Dempsey et al. (1997) a confirmé l'existence d'un décalage informationnel entre l'utilité des mesures stratégiques de la performance et leur accessibilité par les utilisateurs externes.

Le décalage entre l'offre et la demande des 28 *items* d'information présentés ci-dessus pourrait être expliqué par leur nature sensible qui a trait essentiellement aux dimensions : stratégique (comme les *items* n°7, n°30, n°32, n°35, n°36, n°46 et n°48), concurrentielle (comme les *items* n°9, n°10, n°22, n°23, n°24 et n°26), prévisionnelle (comme les *items* n°35, n°36, n°39, n°40 et n°41) et de gouvernance (comme les *items* n°70, n°71 et n°72). De plus, la majorité des entreprises tunisiennes ne sont pas considérées comme des entreprises citoyennes vu le *gap* informationnel pour les informations socio-environnementales (les *items* n°60, n°63, n°65 et n°66 représentent est une illustration).

D'un côté, la divulgation volontaire engendre des coûts directs et indirects pour les entreprises. Il est probable que les *items* utiles pour les analystes financiers et quasi absents dans les rapports de gestion pourraient être exploités par les concurrents à l'encontre de l'entreprise qui les divulgue. Les études de Prencipe (2004), de Clinch et Verrecchia (1997), de Wagenhofer (1990), et de Darrough et Soughton (1990) affirment que la cause de la réduction du niveau de divulgation est, principalement, la perte de l'avantage concurrentiel de l'entreprise. Généralement, les entreprises s'abstiennent à divulguer les informations qui font augmenter les coûts de propriété (ou pouvant toucher le propriétaire de l'information). Ces coûts apparaissent quand une partie dont les intérêts ne sont pas compatibles avec ceux de l'entreprise utilise l'information divulguée à l'encontre des intérêts de ladite entreprise. En plus de la crainte de perdre un avantage concurrentiel, la divulgation volontaire engendre des coûts directs comme les coûts d'opportunité qui sont difficilement quantifiable (à titre d'exemple : le temps managérial).

D'un autre côté, parfois l'entreprise ne divulgue pas, tout simplement, parce que l'information n'est même pas disponible pour ses besoins de gestion interne. En effet, une minorité des entreprises tunisiennes est dotée d'un système d'information satisfaisant.

4.2. Convergence entre l'offre et la demande d'informations volontaires dans les rapports annuels

Nous constatons qu'il n'existe pas un écart important entre l'offre et la demande d'informations pour 9 *items* (qui correspondent à 12,5% d'*items*) seulement. Ces *items* sont divulgués par les entreprises (producteurs d'informations) de façon convenable par rapport à leur utilité pour les analystes financiers (utilisateurs d'informations). Ils ont une étendue de divulgation assez satisfaisante puisque leurs DDV et le pourcentage des entreprises qui les

divulguent est supérieur à 79%. De plus, leurs scores moyen sont trop proches de leurs PUA. Ces *items* sont les suivants :

- ✓ n° 2 : Présentation de la stratégie générale de l'entreprise
- ✓ n° 3 : Discussion des actions prises au cours de l'année en vue d'atteindre les objectifs fixés
- ✓ n° 11 : Description générale des activités de l'entreprise
- ✓ n° 12 : Identification des principaux produits et services offerts
- ✓ n° 14 : Description des principaux marchés de l'entreprise
- ✓ n° 17 : Présentation de la marge bénéficiaire nette ou bien de l'information nécessaire pour la calculer (c à d le bénéfice net, le taux d'imposition, les charges d'intérêts, et le total des ventes)
- ✓ n° 20 : Présentation d'un sommaire des données sur les ventes et le bénéfice net pour, au moins, les huit derniers trimestres
- ✓ n° 43 : Variation des ventes
- ✓ n° 51 : Variation du bénéfice net

Nous remarquons que les *items* qui font l'objet d'une certaine convergence entre l'offre et la demande ne représentent pas des informations très confidentielles pour leurs émetteurs. A titre d'exemple, pour les *items* n°17, n°20, n°43 et n°51 qui consistent à faire un simple calcul et/ou un commentaire en utilisant des chiffres qui figurent, déjà, dans les états financiers dont la divulgation est obligatoire. De même pour les *items* n°11 et n°12 qui sont, en principe, bien connus par les utilisateurs des rapports annuels. Il est à signaler que 5 *items* parmi les 9 *items* cités ci-dessus sont inclus dans la catégorie « informations générales sur l'entreprise ».

Dans la situation de marché libre pour la divulgation volontaire, ce sont les forces de marché qui déterminent son étendue. En d'autres termes, c'est la loi de l'offre et de la demande qui règne. La convergence entre l'offre et la demande d'information volontaire est une preuve que le « laissez faire » pourrait aboutir à un niveau optimal de divulgation. Cette situation diffère de la situation de l'économie régulée dans laquelle le normalisateur déforme les signaux du marché en régulant de façon directe ou indirecte l'information à divulguer.

4.3. Synthèse des résultats empiriques

Nous constatons que malgré que les entreprises étudiées tentent à répondre aux besoins en information des analystes financiers et gérants de portefeuilles pour les 9 *items* suivants : n°2, n°3, n°11, n°12, n°14, n°17, n°20, n°43 et n°51 ; mais qu'elles ont beaucoup d'améliorations à faire pour la divulgation des 28 *items* suivants : n°7, n°9, n°10, n°22, n°23, n°24, n°26, n°30, n°32, n°35, n°36, n°39, n°40, n°41, n°46, n°48, n°49, n°54, n°55, n°57, n°60, n°62, n°63, n°65, n°66, n°70, n°71 et n°72.

Par la suite, nous avons trouvé que le degré global de divulgation s'élève à **41,97%** ce qui indique une inadéquation de l'offre d'informations volontaires par rapport à leur demande. Il est à noter que Buzby (1974) a trouvé un niveau global de divulgation de l'ordre de 51,2%.

Par ailleurs, le coefficient de corrélation de Spearman entre les deux classements (colonne 3 et colonne 7) est égal à **0,195** et il est **statistiquement non significatif**. La valeur très faible du coefficient et sa non significativité permettent de renforcer les conclusions précédentes puisqu'elles indiquent que le classement des *items* selon leurs DDV n'est pas fortement

corrélé avec leur classement selon leurs PUA. De même, Chow et Wong-Boren (1987) affirment que le nombre d'entreprises qui divulguent les *items* n'est pas relié significativement à l'importance accordée aux *items* par les utilisateurs des rapports annuels (les banquiers responsables de l'attribution des crédits). Ils trouvent que les corrélations de Pearson et de Spearman entre ces deux variables s'élèvent à 0,086 et à 0,122 respectivement.

Globalement, nous remarquons que très peu d'*items* sont divulgués selon les attentes des analystes financiers tunisiens. Plusieurs *items* possèdent des PUA élevés (c'est-à-dire utiles pour les analystes financiers) mais ne sont pas divulgués par la majorité des entreprises susceptibles de les divulguer. Et même, il y a des *items* qui sont quasi absents dans les rapports de gestion des entreprises malgré leur grande utilité pour les analystes financiers. Nous pouvons affirmer, alors, que les rapports de gestion ne constituent pas une source d'informations dans laquelle les utilisateurs peuvent puiser pour obtenir :

- ✓ Des informations non financières (42,85% d'*items* de cette catégorie ne sont pas divulgués selon les attentes des analystes financiers et gérant de portefeuilles),
- ✓ Des informations prévisionnelles (62,50% d'*items* de cette catégorie ne sont pas divulgués selon les attentes des analystes financiers et gérant de portefeuilles),
- ✓ Des informations sociales et environnementales (71,42% d'*items* de cette catégorie ne sont pas divulgués selon les attentes des analystes financiers et gérant de portefeuilles) ; et
- ✓ Des informations sur la gouvernance (50% d'*items* ne sont pas divulgués selon les attentes des analystes financiers et gérant de portefeuilles).

Ces conclusions nous permettent de **confirmer notre hypothèse**, c'est-à-dire que le degré de divulgation des informations volontaires au niveau des rapports annuels des entreprises tunisiennes ne correspond pas avec la perception de leur utilité à par les analystes financiers.

Par ailleurs, la définition des besoins en informations volontaires des utilisateurs des rapports annuels permettra aux entreprises de redéfinir leur responsabilité en matière de divulgation, d'optimiser leur processus de divulgation et de développer de nouvelles valeurs telles que l'esprit de transparence financière.

5. Conclusion

La communication d'information dans le rapport de gestion est une forme de présentation volontaire d'information qui n'est pas encore rigoureusement réglementée, ce qui rend utile les recherches dans ce domaine. En effet, ce qui est aujourd'hui divulgué sur une base volontaire, est susceptible d'être intégré aux fondements de la normalisation et de la réglementation de demain.

En se basant sur les limites d'une communication basée uniquement sur des indicateurs comptables et financiers, nous avons déterminé, dans cette étude le degré de conformité de l'offre des informations volontaires au niveau du rapport annuel pour les entreprises cotées à la BVMT avec la perception de leur utilité par les analystes financiers tunisiens.

Compte tenu des analyses effectuées, les résultats trouvés vont en grande partie vers la confirmation de l'hypothèse de la recherche. En conclusion, les résultats démontrent que le niveau de divulgation des informations volontaires des entreprises de notre échantillon est relativement faible par rapport à leur demande par les analystes financiers de notre échantillon. En d'autres termes, les forces de marché de l'information ne permettent pas, à elles seules, de garantir une satisfaction parfaite des besoins des utilisateurs des rapports annuels

Cette étude a des implications pratiques. Elle vise à attirer l'attention des **normalisateurs** sur la demande en informations volontaires pour redéfinir les obligations de divulgation des entreprises et rendre obligatoire toute information volontaire utile par les analystes financiers. En d'autres termes, les résultats de cette étude incitent à faire évoluer le cadre législatif et réglementaire du rapport de gestion en Tunisie à travers l'augmentation des prescriptions légales et réglementaires en matière d'informations à fournir pour assurer la satisfaction des besoins des utilisateurs. En plus, les résultats incitent les **dirigeants** à l'organisation de la fonction de communication volontaire au sein des entreprises à travers l'instauration de la fonction d'informateur financier et l'élaboration d'une stratégie de *reporting* externe. Ce qui permettra aux entreprises de redéfinir leur responsabilité en matière de communication volontaire, de développer de nouvelles valeurs telles que l'esprit de transparence et l'esprit d'intégrité et d'adapter leur système d'information de gestion.

Parmi les limites de cette étude, nous citons essentiellement l'analyse manuelle de contenu des rapports annuels de gestion, et l'intérêt porté à une seule catégorie d'utilisateurs de ces rapports, à savoir les analystes financiers.

L'inadéquation de l'offre d'informations volontaires à leur demande, trouvée dans cette étude, nous incite à examiner à fond les raisons de la réticence de plusieurs entreprises tunisiennes à la divulgation volontaire de certains *items* malgré leur utilité pour les analystes financiers. La théorie des coûts de propriété, Prencipe (2004), peut probablement en fournir une explication. Si les coûts de propriété sont absents, les entreprises fournissent plus d'informations volontaires pour signaler leur qualité au marché et pour réduire les coûts d'agence.

BIBLIOGRAPHIE

- Al-Razeen A, Karbhari Y, (2007), « Interaction between compulsory and voluntary disclosure in Saudi Arabian corporate annual reports », *Managerial Auditing Journal*, vol 19, n°3, pp 351-360
- Arrêté du ministre des finances du 7 Avril 2000 portant le règlement du conseil du marché financier relatif à l'appel public à l'épargne
- Arrêté du ministre des finances du 17 Septembre 2008 portant visa des modifications introduites au niveau du règlement du conseil du marché financier relatif à l'appel public à l'épargne
- Barako D G, Hancock P, Izan H Y, (2006), « Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies », *Corporate Governance: An International Review*, vol 14, n°2, pp 107-125
- Barton J, Waymire G, (2004), « Investor protection under unregulated financial reporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol 38, pp 65-116
- Bertrand F, (2000), « Les stratégies de communication financière des grandes sociétés françaises cotées : une étude empirique », *working paper*, Université de droit, d'économie et des sciences d'Aix Marseille
- Botosan C.A, (1997), « Disclosure level and the cost of equity capital », *The Accounting Review*, vol 72, n°3, pp 323-350
- Bughin C, Colot O, Croquet M, Niyuhiré P, (2007), « L'approche stakeholders de la performance : étude de rapports annuels de sociétés cotées belges », *working paper*, Congrès de l'IFC 2007 à Hammamet, Université de Mons-Hainaut, Belgique
- Bujaki M, McConomy B J, (2002), « Corporate governance factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms », *Canadian Accounting Perspectives*, vol 1, n°2, pp 3-105
- Buzby S L, (1974), « Selected items of information and their disclosure in annual reports », *The Accounting Review*, vol 49, n°3, pp 423-435
- Chambers T, (2003), « Value reporting: A bigger, more accurate picture than traditional financial reporting », *IVEY business journal*
- Chow C W, Wong-Boren A, (1987), « Voluntary financial disclosure by Mexican corporations », *The accounting review*, vol 62, n°3, pp 533-541
- Clarkson P M, Kao J L, Richardson, G D (1999), « Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a firm's overall disclosure package », *Contemporary Accounting Research*, vol 16, n°1, pp 111-134
- Clinch G, Verrecchia R E, (1997), « Competitive disadvantage and discretionary disclosure in industries », *Australian journal of management*, vol 22, n°2, pp 125-138
- Code des sociétés commerciales (CSC)
- Courtis J K, (1992), « The reliability of perception-based annual report disclosure studies », *Accounting and Business Research*, vol 23, n° 89, pp 31-43
- Coram P, Monroe G, Woodliff D, (2005), « The joint effect of voluntary non-financial disclosure and assurance on company valuation judgements », *working paper*, The University of Melbourne
- Darrough M, Soughton N, (1990), « Financial disclosure policy in an entry game », *Journal of Accounting and Economics*, vol 12, pp 219-243
- Dempsey S J, Gatti J F, Grinell D J, Cats-Baril W L, (1997), « The use of strategic performance variables as leading indicators in financial analysts 'forecasts' », *The Journal of Financial Statement Analysis*, vol 2, n°4, pp 61-79
- Decaudin J M, (1997), « Théories de la communication », *Encyclopédie de gestion*, tome3, pp 3371-3382

- Depoers F, (1998), « L'offre volontaire d'information dans les rapports annuels des sociétés cotées: le cas français », *Revue française de comptabilité*, n°305, pp 69-75
- Depoers F, (2000), « L'offre volontaire d'information des sociétés cotées : concept et mesure », *Comptabilité- Contrôle- Audit*, Tome 6, vol 2, pp 115-131
- Ghosh D, Wu A, (2006), « Relevance of financial and non-financial measures to financial analysts: Experimental evidence », *working paper*, University of Oklahoma
- Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S, (2005), « Economic implications of corporate financial reporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol 40, pp 3-73
- Guide de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises tunisiennes, (2008), Institut arabe des chefs d'entreprise
- Guide du rapport annuel des entreprises tunisiennes, (2009), Institut arabe des chefs d'entreprise
- Guimard A, (1998), « La communication financière », 2^{ème} édition, Economica
- Hasnan A, (2005), « Corporate voluntary reporting practices in India », *The cost and management*, vol 33, n°5, pp 73-79
- Hassan O A G, Giorgioni G, Romilly P, (2006), « The extent of financial disclosure and its determinants in an emerging capital market: the case of Egypt », *Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, vol 3, n°1, pp 41-67
- Healy P M, Palepu K G, (2001), « Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature », *Journal of Accounting and Economics*, vol 31, pp 405-440
- Ho S S M, Wong K S, (2001), « A study of corporate disclosure practice and effectiveness in Hong Kong », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol 12, n°1, pp 75-102
- Ho S S M, Wong K S, (2004), « Investment analysts usage and perceived usefulness of corporate annual reports », *Corporate Ownership & Control*, vol 1, pp 61-71
- ISA 720 « Autres informations présentées dans des documents contenant les états financiers audités »
- ISA 810 « Examen d'informations prévisionnelles »
- Lang M, Lundholm R, (1996), « Corporate disclosure policy and analyst behaviour », *The accounting review*, vol 71, n°4, pp 467-492
- Leventis S, Weetman P, (2004), « Voluntary disclosures in an emerging capital market: Some evidence from the Athens stock exchange », *Advances in International Accounting*, vol 17, pp 227-250
- Leger J Y, (2003), « La communication financière », Dunod
- Loi n° 2005-96 du 18 Octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières
- Loi n° 1994-117 du 14 Novembre 1994 portant réorganisation du marché financier
- Loi n° 1996-112 du 30 Décembre 1996 relative au système comptable des entreprises
- Lopater C, Guyomard E, (2001), « Création de valeur actionnariale : êtes vous prêts à communiquer ? De l'information comptable...à la communication sur la valeur », *working paper*, Département « Publications et Consultations », PriceWaterhouseCoopers
- McNally G M, Eng L H, Hasseldine C R, (1982), « Corporate financial reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information », *Accounting and Business Research*, vol 49, pp 11-20
- Michailescu C, (2000), « Les rapports annuels : qu'en pensent les analystes financiers », *Revue Française de Comptabilité*, n° 325, pp 24-27
- Michailescu C, (1999), « Une étude empirique des déterminants de la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises au cours de la période 1991-1995 », *Comptabilité- Contrôle- Audit*, Tome 5, vol 1, pp 83-108

- Myburgh J E, (2001), « The informativeness of voluntary disclosure in the annual reports of listed industrial companies in South Africa », *Meditari Acoountancy Research*, vol 9, pp 199-216
- Naser K, Nuseibeh R, (2003), « Quality of financial reporting: evidence from the listed Saudi nonfinancial companies », *The International Journal of Accounting*, vol 38, pp 41-69
- Nielsen C, (2004), « Business reporting: how transparency becomes a justification mechanism », *working paper*, Arhus school of business, Denmark
- Pourtier F, (2004), « La publication d'informations financières volontaires : synthèse et discussions », *Comptabilité- Contrôle- Audit*, vol 1, pp 79-102
- Prencipe A, (2004), « Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: Evidence from Italian listed companies », *European Accounting Review*, vol 13, n°2, pp 319-340
- Raffournier B, (1995), « Les besoins d'information des analystes financiers et gestionnaires de fortunes suisses », *working paper*, HEC-Université de Genève
- Robert A M, Turmel F, Morineau S, Précourt K, Rochefort S, Ruel F, (2001), « La lisibilité du rapport annuel », *Recherche en rédaction professionnelle*, vol 1, n°1, pp 1-10
- Schuster P, O'Connell V, (2006), « The trend toward voluntary corporate disclosures », *Management Accounting Quarterly*, vol 7, n°2, pp 1-9
- Trabelsi S, (2005), « L'information financière incrémentale publiée sur les sites Web des sociétés canadiennes », PH D en administration option comptabilité, HEC Montréal
- Wagenhofer A, (1990), « Voluntary disclosure with a strategic opponent », *Journal of Accounting and Economics*, vol 12, pp 341-363
- Yaich A, (2004), « Le rapport de gestion », Les éditions Raouf Yaich
- Yaftian A M, Mirshekary S, (2005), « Perceptions and characteristics of financial statement providers in developing countries: The case of Iran », *The Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol 14, pp 33-54

ANNEXE : QUESTIONNAIRE

(Adressé aux analystes financiers et gérants de portefeuilles)

Informations personnelles du répondant :

- Vous êtes :

- Un gérant de portefeuille appartenant à une SICAV

Laquelle ? :

- Un analyste financier travaillant pour le compte d'un intermédiaire en bourse

Lequel ? :

- Vous lisez, à peu près, combien de rapport annuel annuellement ? :

- Diplôme

- Technicien supérieur.....

- Maîtrise.....

- Mastère (spécialisé ou de recherche).....

- Doctorat.....

- Autres (merci de préciser).....

- Spécialité

- Comptabilité.....

- Gestion.....

- Finance.....

- Economie.....

- Autres (merci de préciser).....

- Durée d'expérience professionnelle en tant qu'analyste financier

- Inférieure à 5 ans.....

- Entre 5 et 10 ans.....

- Supérieure à 10 ans.....

Question : Veuillez indiquer le degré d'utilité que vous accordez à chacun des items d'information suivants qui peuvent être divulgués dans les rapports annuels des entreprises cotées à la BVMT du secteur non financier.

1. Pas du tout utile, 2. Peu utile, 3. Moyennement utile, 4. Utile, 5. Très utile

Éléments d'information de la grille d'analyse de Botosan (1997)						
1	Informations générales sur l'entreprise					
1	Présentation des objectifs de l'entreprise	1	2	3	4	5
2	Présentation de la stratégie générale de l'entreprise	1	2	3	4	5
3	Discussion des actions prises au cours de l'année en vue d'atteindre les objectifs fixés	1	2	3	4	5
4	Discussion des actions à entreprendre au cours des années futures	1	2	3	4	5
5	Présentation d'un échéancier pour atteindre les objectifs fixés	1	2	3	4	5
6	Discussion des barrières à l'entrée	1	2	3	4	5
7	Discussion de l'effet des barrières à l'entrée sur les profits actuels de l'entreprise	1	2	3	4	5
8	Discussion du niveau de concurrence sur le marché de l'entreprise	1	2	3	4	5
9	Discussion de l'impact de la concurrence sur les profits actuels de l'entreprise	1	2	3	4	5
10	Discussion de l'impact de la concurrence sur les profits futurs de l'entreprise	1	2	3	4	5
11	Description générale des activités de l'entreprise	1	2	3	4	5
12	Identification des principaux produits et services offerts	1	2	3	4	5
13	Description des caractéristiques spécifiques des produits et services offerts	1	2	3	4	5
14	Description des principaux marchés de l'entreprise	1	2	3	4	5
15	Description des principales caractéristiques associées à ces marchés	1	2	3	4	5
2	Sommaires des résultats					
16	Présentation du rendement de l'actif ou bien de l'information nécessaire pour le calculer (c.à.d, le bénéfice net, le taux d'imposition, les charges d'intérêts et le total de l'actif)	1	2	3	4	5
17	Présentation de la marge bénéficiaire nette ou bien de l'information nécessaire pour la calculer (c.à.d, le bénéfice net, le taux d'imposition, les charges d'intérêts, et le total des ventes)	1	2	3	4	5
18	Présentation de la rotation de l'actif ou bien de l'information nécessaire pour la calculer (c.à.d, le total des ventes et le total de l'actif)	1	2	3	4	5
19	Présentation du rendement des capitaux propres ou bien de l'information nécessaires pour le calculer (c.à.d, le bénéfice net et les capitaux propres)	1	2	3	4	5
20	Présentation d'un sommaire des données sur les ventes et le bénéfice net pour, au moins, les huit derniers trimestres	1	2	3	4	5
3	Informations non financière					
21	Nombre d'employés	1	2	3	4	5
22	Carnet de commandes	1	2	3	4	5
23	Pourcentage des commandes à livrer l'année prochaine	1	2	3	4	5
24	Pourcentage des ventes pour les produits créés au cours des cinq dernières années	1	2	3	4	5
25	Part de marché	1	2	3	4	5
26	Le montant des nouvelles commandes placées cette année	1	2	3	4	5
27	Nombre d'unités vendues	1	2	3	4	5
28	Prix de vente unitaire	1	2	3	4	5
29	Croissance des unités vendues	1	2	3	4	5
30	Cycle de production	1	2	3	4	5
31	Croissances des ventes dans les régions clés pour lesquelles aucune information sectorielle n'est produite	1	2	3	4	5
32	Volume des matières premières consommées	1	2	3	4	5
33	Prix des matières consommées	1	2	3	4	5
34	Croissance des ventes des produits clés pour lesquels aucune information sectorielle n'est produite	1	2	3	4	5
4	Informations à caractère prévisionnel					
35	Comparaison des prévisions de bénéfice avec le bénéfice réel de l'année	1	2	3	4	5
36	Comparaison des prévisions des ventes avec les ventes réelles de l'année	1	2	3	4	5
37	Discussion de l'impact des opportunités offertes à l'entreprise sur les ventes ou les profits futurs	1	2	3	4	5

	38	Discussion de l'impact des risques auxquels fait face l'entreprise sur les ventes et profits futurs	1	2	3	4	5
	39	Présentation des prévisions de la part de marché	1	2	3	4	5
	40	Présentation des prévisions sur les liquidités	1	2	3	4	5
	41	Présentation des prévisions des profits	1	2	3	4	5
	42	Présentation des prévisions des ventes	1	2	3	4	5
5	Analyse et discussion de la direction						
	43	Variation des ventes	1	2	3	4	5
	44	Variation des bénéfices d'exploitation	1	2	3	4	5
	45	Variation du coût des marchandises vendues	1	2	3	4	5
	46	Variation du coût des marchandises vendues en pourcentage des ventes	1	2	3	4	5
	47	Variation de la marge brute	1	2	3	4	5
	48	Variation de la marge brute en pourcentage des ventes	1	2	3	4	5
	49	Variation des frais de vente et d'administration	1	2	3	4	5
	50	Variation des charges d'intérêts ou des intérêts créditeurs	1	2	3	4	5
	51	Variation du bénéfice net	1	2	3	4	5
	52	Variation des stocks	1	2	3	4	5
	53	Variation des créances	1	2	3	4	5
	54	Variation des dépenses en capital ou des frais de R&D	1	2	3	4	5
	55	Variation de la part du marché	1	2	3	4	5
Éléments d'information ajoutés à la grille d'analyse de Botosan (1997)							
6	Information sur les actifs incorporels						
	56	Description des principaux clients	1	2	3	4	5
	57	Description des principaux fournisseurs	1	2	3	4	5
	58	Description des axes (activités) de R&D	1	2	3	4	5
	59	Résultats obtenus des projets de R&D mis en œuvre	1	2	3	4	5
7	Information sociale et environnementale						
	60	Taux d'absentéisme des employés et nombre de jours de grève	1	2	3	4	5
	61	Formation et développement des compétences des employés	1	2	3	4	5
	62	Description des dons de charité, subventions, aides financières	1	2	3	4	5
	63	Description de l'engagement de la firme dans la collectivité par des projets sociaux spécifiques (activités communautaires, culturelles, éducatives, récréatives et sportives)	1	2	3	4	5
	64	Énoncé des activités pour la protection et la préservation de l'environnement physique (conservation des ressources naturelles, maîtrise de l'énergie, protection de la faune et de la flore...)	1	2	3	4	5
	65	Description des activités de réduction de la pollution liées aux activités de l'entreprise	1	2	3	4	5
	66	La production et la promotion de produits de nature écologique (prohiber l'utilisation des composantes chimiques nocives à la santé et aux écosystèmes, conception d'emballages recyclables...)	1	2	3	4	5
8	Information sur la gouvernance						
	67	Structure de l'actionariat (principaux actionnaires)	1	2	3	4	5
	68	Pourcentage du capital détenu par les principaux actionnaires	1	2	3	4	5
	69	Composition du conseil d'administration	1	2	3	4	5
	70	Les mandats des administrateurs	1	2	3	4	5
	71	Profil des administrateurs	1	2	3	4	5
	72	La fréquence des réunions du conseil d'administration	1	2	3	4	5

Merci pour votre collaboration