



HAL
open science

LES RELATIONS ENTRE LES MECANISMES DE GOUVERNEMENT ET L'INDICE DE DIVULGATION VOLONTAIRE D'INFORMATIONS : ETUDE CLINIQUE DE DEUX ENTREPRISES TUNISIENNES

Mehdi Nekhili, Inès Fakhfakh

► **To cite this version:**

Mehdi Nekhili, Inès Fakhfakh. LES RELATIONS ENTRE LES MECANISMES DE GOUVERNEMENT ET L'INDICE DE DIVULGATION VOLONTAIRE D'INFORMATIONS : ETUDE CLINIQUE DE DEUX ENTREPRISES TUNISIENNES. COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunisie, Tunisie. pp.CD-Rom. halshs-00558233

HAL Id: halshs-00558233

<https://shs.hal.science/halshs-00558233>

Submitted on 21 Jan 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**LES RELATIONS ENTRE LES MECANISMES DE GOUVERNEMENT ET
L'INDICE DE DIVULGATION VOLONTAIRE D'INFORMATIONS :
*ETUDE CLINIQUE DE DEUX ENTREPRISES TUNISIENNES***

MEHDI NEKHILI

Maître de conférences- Habilité à diriger des recherches

Groupe ESC Troyes

Université de Reims Champagne-Ardenne

EUROP

E-mail : mehdi.nekhili@univ-reims.fr

INES FAKHFAKH

Doctorante à l'Université de Reims Champagne -Ardenne

Institut des Hautes Etudes Commerciales de Sfax

EUROP

E-mail : fakhfakh_ines@yahoo.fr

RESUME : Cette étude porte sur les relations entre les mécanismes de gouvernement des entreprises et la divulgation volontaire d'informations. Les mécanismes traités englobent la présence d'un actionnaire principal, la présence des investisseurs institutionnels dans le capital, la participation du conseil dans le capital, la présence d'administrateurs indépendants non exécutifs dans le conseil, la dualité des rôles du Directeur Général et du Président de conseil, la participation des administrateurs à d'autres conseils d'administration et la qualité d'audit. L'étude empirique porte sur deux entreprises tunisiennes. Les résultats trouvés mettent en évidence les spécificités du conseil d'administration des entreprises tunisiennes. Il semble être l'outil d'enracinement par excellence utilisé par les dirigeants tunisiens.

MOTS CLES : Gouvernement des Entreprises - Divulgation Volontaire – Indice de Divulgation – Entreprises tunisiennes

ABSTRACT: This study develops the relationship between governance rules and voluntary information disclosure. The treated mechanisms include ownership structure - presence of institutional investor - presence of independent non-executive directors - role duality – board participation in the capital of the firm - presence of directors with « directorships » - audit quality. The empirical study is conducted on two Tunisians firms. The results emphasises the specificities of the board of Tunisian firms. It seems to be the entrenchment tool used by the Tunisian CEO.

KEYWORDS- Corporate Governance – Voluntary Disclosure – Disclosure index –Tunisian firms.

INTRODUCTION

La libre circulation des capitaux et l'accroissement de la complexité des affaires ont été à l'origine ces dernières années d'une demande accrue en matière d'harmonisation des modes de gouvernement et de divulgation d'informations. Dans certains pays, les divulgations d'informations sont devenues des exigences légales ou des pratiques communes observées des entreprises. Néanmoins, quand l'information n'est pas légalement exigée, le comportement des entreprises concernant la divulgation varie considérablement. Pendant que quelques-unes d'entre elles sont prédisposées à la transparence et essaient de divulguer toutes informations utiles aux utilisateurs, d'autres se limitent à fournir le minimum exigé légalement. La divulgation volontaire peut être définie comme étant des publications qui dépassent les exigences requises par la loi, représentant des choix libres de la part des dirigeants de l'entreprise, afin de fournir de l'information comptable et d'autres informations jugées pertinentes aux utilisateurs du rapport annuel (Meek et al., 1995). L'offre volontaire d'information n'est pas un comportement fortuit ou lié à une méconnaissance du cadre légal de la publication, mais au contraire utilisée par l'entreprise afin d'atteindre des objectifs précis. En effet, comprendre pourquoi les entreprises divulguent volontairement de l'information est utile aux préparateurs, aux utilisateurs de l'information comptable ainsi qu'aux normalisateurs comptables.

L'information n'est pas un produit libre flottant. Sa publication impose des coûts directs et indirects pour l'entreprise divulgatrice. En premier lieu, les entreprises doivent supporter le coût de collecte, de développement, de communication et d'audit de l'information publiée. Dans ce sens, Verrecchia (1983) souligne que l'entreprise supporte des coûts de divulgation, qui sont les coûts augmentés par la préparation et la diffusion de l'information ou par l'engagement d'un auditeur. Ce dernier coût est indispensable si l'on veut justifier la pertinence et la sincérité des

divulgations ; l'audit est le seul moyen pour rendre les divulgations volontaires crédibles. Deuxièmement, l'information publiée par l'entreprise peut être utilisée par les autres agents (concurrents, agences gouvernementales, les syndicats, les associations des consommateurs, les clients, les fournisseurs,...) ce qui pourra causer des préjudices à celle-ci (Skinner, 1994 ; Clarkson et al., 1994 ; Harris, 1998). Par exemple, l'information publiée permet aux concurrents d'identifier les forces et les faiblesses de l'entreprise et obtenir des avantages compétitifs. Les coûts du désavantage compétitif pourraient constituer une contrainte à la divulgation d'informations (Gibbins et al., 1990 ; Verrecchia, 1983). Ces coûts proviendraient d'une réduction des flux monétaires futurs suite à l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché. Les résultats des études empiriques sur cette question révèlent que les entreprises divulguent, en général, moins d'informations lorsque leur industrie est caractérisée par une absence de barrières à l'entrée (Depoers, 2000 ; Clarkson et al., 1994). Les syndicats peuvent aussi utiliser cette information pour réclamer des augmentations de salaires ou d'autres avantages sociaux. Toutefois, ces coûts peuvent être contrebalancés par les bénéfices que l'entreprise obtiendrait en contre partie, et justifier ainsi le maintien d'une bonne communication avec les autres parties prenantes, surtout les investisseurs et les créanciers.

Les études empiriques montrent généralement que la divulgation de l'entreprise réduit le coût du capital et de la dette et assure une meilleure couverture par les analystes financiers (Botosan, 1997 ; Sengupta, 1998 ; Healy et al., 1999 ; Byard et Shaw, 2003 ; Heflin et al., 2001). Une divulgation plus étendue permet aussi d'accroître la liquidité des titres (Welker, 1996) et de garantir une meilleure protection aux actionnaires minoritaires (La porta et al., 1999). Ces études examinent principalement les relations entre les caractéristiques des entreprises et la divulgation volontaire et ne font pas référence à la manière dont les entreprises sont gouvernées. C'est le

conseil d'administration qui est responsable de la publication des rapports annuels et la divulgation volontaire des informations dépend donc de sa propre volonté (Gibbins et al., 1990). La politique de divulgation d'informations volontaires est conditionnée par les objectifs escomptés de son adoption ainsi que par l'analyse avantages-coûts appliquée par le conseil. Les codes de bon gouvernement supposent que l'efficacité du conseil (c'est à dire le développement en son sein des fonctions de surveillance et de contrôle) soit rehaussée quand certaines règles de gouvernement sont adoptées, telles que l'existence d'une proportion importante d'administrateurs indépendants dans le conseil, l'existence de comités d'audit ou la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du conseil. Donc, de meilleures politiques de divulgation pourraient être attendues dans les entreprises répondant aux principes de gouvernement susmentionnés.

Les études ayant analysé la relation entre la qualité de « reporting » financier et certaines règles de gouvernement montrent que l'adoption des règles de gouvernement est positivement associée à la qualité de l'information divulguée et à la réduction de la probabilité de fraude dans les états financiers. Précisément, ces mécanismes sont essentiels pour améliorer le contrôle des dirigeants, dans la mesure où ils réduisent les possibilités qui leur sont offertes d'agir d'une manière opportuniste et contribuent à l'alignement des intérêts internes et externes de l'organisation. L'introduction de ces mécanismes améliore la qualité du contrôle et réduit les marges de rétention d'informations (O'Sullivan, 2000 ; Chen et Jaggi, 2000).

L'objectif de notre travail est d'expliquer les relations entre la divulgation volontaire d'informations (générales, comptables, financières, prévisionnelles...) et les mécanismes de gouvernement des entreprises tunisiennes. En fait, notre étude entre dans le cadre des travaux portant sur l'efficacité des mécanismes du contrôle des dirigeants et s'intéresse à un aspect bien

particulier de la performance à savoir celui de la grandeur de l'indice de divulgation volontaire d'informations. Ces travaux se caractérisent par la confrontation de différents courants théoriques notamment la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983) et la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1989). La théorie de l'agence définit les mécanismes de contrôle et d'incitations permettant d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires réalisant ainsi l'efficacité de la gestion organisationnelle des firmes. Quant à la théorie d'enracinement, elle explique comment ces mécanismes supposés renforcer l'efficacité des organisations peuvent être utilisés par les équipes managériales pour s'enraciner dans leurs fonctions (Charreaux, 1996 ; Alexandre et Paquerot, 2000)¹.

En Tunisie, il n'existe pas de loi portant sur le gouvernement des entreprises et le nouveau code de commerce de l'an 2000 constitue la principale référence juridique pour les investisseurs nationaux ou internationaux. Dans notre étude, nous montrerons, à travers l'examen de deux entreprises cotées, comment les mécanismes de gouvernement peuvent affecter le comportement en matière de divulgation volontaire. Ce papier est organisé comme suit : la première section énonce le cadre théorique et conceptuel sur les relations entre l'indice de divulgation volontaire d'information et certaines variables caractéristiques du gouvernement des entreprises. Ces variables sont relatives à la nature de l'actionnariat, aux caractéristiques du conseil d'administration et à la qualité de l'audit. La deuxième section présente les deux entreprises objet de l'étude empirique, la méthode du calcul de l'indice de divulgation volontaire ainsi que la

¹ Alexandre et Paquerot (2000) définissent les stratégies d'enracinement des dirigeants comme ayant «...pour objectif d'accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens à leur disposition, c'est à dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, asymétrie d'information)...».

méthodologie de recherche utilisée. La troisième section expose et commente les résultats de l'étude.

1. CADRE THEORIQUE ET CONCEPTUEL

L'amélioration des fonctions de surveillance et de contrôle suppose une augmentation de la sensibilité du conseil aux intérêts des actionnaires de l'entreprise garante d'une meilleure diffusion de l'information. Cette sensibilité varie en fonction de la nature de l'actionnariat, des caractéristiques du conseil d'administration et de la qualité de l'audit².

1.1. LA NATURE DE L'ACTIONNARIAT

Dans le cadre de cette étude, nous nous intéressons à deux aspects de la nature de l'actionnariat : la présence d'un actionnaire principal et la présence des investisseurs institutionnels.

1.1.1. La présence d'un actionnaire principal

La théorie positive de l'agence développée par Jensen et Meckling (1976) stipule que la séparation de propriété et de contrôle dans une entreprise fait accroître les coûts d'agence en raison de la divergence des intérêts des parties contractantes. Par ailleurs, les conflits potentiels entre les actionnaires et les dirigeants sont plus grands dans les entreprises où la propriété est dispersée que dans celles où la propriété est concentrée. En conséquence, les besoins en matière de divulgation volontaire d'informations devraient être plus prononcés dans les entreprises à actionnariat diffus. L'intérêt est double. Les petits porteurs peuvent vérifier si leurs intérêts

² Un autre mode de résolution des conflits entre les actionnaires et les dirigeants consiste à faire dépendre la rémunération de ces derniers aux prix des actions. Les études empiriques réalisées montrent une relation positive entre la divulgation volontaire des informations comptables et financières et la rémunération des dirigeants par les stocks-options (Nagar et al. 2003 ; Narayanan, 2000 ; et Kasznik, 2000). Nous ne pouvons malheureusement pas tester cette relation dans le cadre tunisien. Les dirigeants tunisiens sont rétribués principalement par des primes de rendement.

économiques sont réellement considérés et les agents peuvent signaler qu'ils agissent selon les attentes de leurs mandants.

Les études empiriques réalisées dans différents pays témoignent d'une corrélation positive entre l'atomisation du capital et le besoin de signalisation par une diffusion plus ample d'informations. Hossain et al. (1994) trouvent, pour le cas des entreprises malaisiennes cotées, que la dispersion de l'actionnariat est positivement liée au niveau de la divulgation volontaire d'informations. Chau et Gray (2002) confirment aussi, pour le cas de Hong Kong et de Singapour, l'hypothèse selon laquelle il y a une association positive entre la dispersion de la propriété et l'étendue de la divulgation volontaire. Les auteurs trouvent par ailleurs une relation négative entre la présence d'une famille dans le capital, phénomène fréquemment observé à Hong Kong, et le nombre d'informations diffusées. Selon ces auteurs, les entreprises à Hong Kong sont souvent contrôlées par un groupe familial, à l'origine d'une faible demande d'informations. Pour le cas de l'Espagne, la proportion instable du capital (détenue principalement par les minoritaires) explique, d'après les résultats de Arcay et Vázquez (2002), significativement les différences dans le comportement des entreprises en matière de divulgation. Enfin, Makhija et Patton (2004) confirment, par l'examen des rapports annuels publiés en 1993 par des entreprises non-financières tchèques récemment privatisées et incluses dans le «*Prague 50 Index*», la relation négative entre la concentration de la propriété et la diffusion volontaire d'informations.

Au niveau de notre étude, la variable « propriété » est mesurée par le pourcentage des actions détenues par l'actionnaire le plus important de l'entreprise. Pour se conformer au contexte tunisien, la propriété est concentrée lorsqu'un actionnaire possède 50 % ou plus du capital. L'étude menée par Shabou (2003) montre, sur un échantillon de 64 entreprises tunisiennes dont 20 cotées, que la concentration de la propriété est attribuable au premier actionnaire qui détient, à

lui seul, 56% des droits de vote en moyenne et que la part du capital détenue par les cinq premiers actionnaires est en moyenne de 87,31%, celle du deuxième 16,35%, du troisième 8,76% et du quatrième 5,32%. Lorsque l'entreprise est contrôlée par un actionnaire majoritaire, le conflit actionnaires- dirigeants est remplacé par le conflit actionnaires minoritaires- actionnaire majoritaire (Ginglinger, 2002). En effet, lorsque la majorité du capital de l'entreprise est concentrée dans les mains d'un seul actionnaire, ce dernier est habituellement impliqué dans la direction de l'entreprise et obtient autant d'informations qu'il le désire. Cependant, lorsque la propriété est dispersée, une séparation claire entre la propriété et la gestion est souvent établie, et la nécessité d'une divulgation plus étendue est reconnue.

HI : La présence d'un actionnaire dominant n'incite pas l'entreprise à une divulgation plus large d'informations comptables et financières.

1.1.2. La présence des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont supposés jouer un rôle actif dans le gouvernement d'entreprise. Leurs moyens financiers sont en effet importants et leur permettent de devenir des « investisseurs actifs » dans le contrôle de la gestion de l'entreprise (Agrawal et Mandelker, 1992). Ils peuvent ainsi influencer les décisions des dirigeants à rendre compte de plus d'informations comptables et financières de leur entreprise. Toutefois, les résultats des tests empiriques portant sur l'influence de la propriété détenue par les investisseurs institutionnels sur la pratique de divulgation volontaire sont contradictoires. En effet, Bushee et Noe (2000) montrent que les niveaux de propriété des institutionnels sont significativement et positivement associés à la qualité de divulgation. Aussi et dans le même sens, Tasker (1998) confirme l'hypothèse selon laquelle la propriété institutionnelle, mesurée par le pourcentage possédé par

les institutions au commencement de l'année 1995, est positivement reliée à la probabilité qu'une entreprise organise une «*conference calls*» trimestrielle³. La justification derrière cette hypothèse est que la divulgation la plus élevée attire les investisseurs ou aussi parce qu'un plus grand suivi des investisseurs professionnels encourage les managers à fournir plus d'information. Sur un échantillon de 1262 firmes, Elgazzar (1998) montre que la présence des investisseurs institutionnels dans le capital est associée positivement à la publication prématurée des résultats. Selon Healy et al. (1999), les investisseurs institutionnels sont considérés comme les agents les plus exigeants en termes d'informations financières.

Inversement, Bushee et al. (2003) trouvent que les entreprises qui se caractérisent par une présence significative des institutionnels dans leur capital ou par un niveau plus élevé de suivi par les analystes financiers reçoivent moins de pression pour organiser des «*conferences calls*» ouvertes au public. En fait, ces institutionnels préfèrent la discrétion puisqu'ils cherchent à éviter le déclin de la qualité de l'information communiquée ou la perte de leur avantage informationnel. Ce résultat est cohérent également avec l'idée selon laquelle la notion que les institutions disposent d'un accès privilégié à l'information, ce qui réduit le besoin de «*conference calls*».

L'efficience de la présence des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises est remise en cause par Alexandre et Paquerot (2000) dans le contexte français et par Shabou (2003) dans le contexte tunisien. En Tunisie, les entreprises qui se caractérisent par une forte présence des institutionnels dans leur capital sont, d'après l'auteur, principalement des filiales des institutions financières, des entreprises promues par des personnes physiques ou, enfin, des entreprises publiques. Dans chacun des cas, des anomalies dans le fonctionnement et/ou dans

³ Le progrès récent de la technologie d'information a entraîné des changements notables dans la capacité des dirigeants à disséminer l'information aux marchés de capitaux. Les entreprises peuvent fournir à tous les investisseurs un accès à distance et en temps réel aux «*conferences calls*» afin de leur communiquer une information large et moins coûteuse.

l'exercice du contrôle peuvent être constatées. Les relations informelles se tissent très souvent et, dans d'autres cas, le conseil d'administration est verrouillé par la nomination dans le conseil d'administration des personnes proches permettant aux dirigeants de suivre, sans se soucier de la présence des institutionnels dans le capital, une stratégie d'enracinement. C'est au travers des relations informelles avec les directions d'entreprises que ces institutionnels peuvent réaliser des affaires parfois fructueuses (Alexandre et Paquerot, 2000).

H2 : La participation significative des investisseurs institutionnels dans le capital n'incite pas l'entreprise à améliorer son indice de divulgation volontaire d'informations.

1.2. LES CARACTERISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

La vigilance et l'efficacité du conseil d'administration dans sa mission de surveillance dépendent de diverses caractéristiques. Les principales, identifiées d'après les études réalisées sur la gouvernance d'entreprise, sont l'indépendance des administrateurs, la séparation des rôles du Président du conseil d'administration et du chef de direction, la participation des administrateurs dans le capital et leur participation dans d'autres conseils d'administration. Chacune de ces caractéristiques est discutée ci-après.

1.2.1. L'indépendance des administrateurs

La littérature comptable et financière distingue trois types d'administrateurs: les administrateurs internes, les administrateurs « *grey* » et les administrateurs indépendants non-exécutifs. Les administrateurs internes comprennent les membres de la direction et les employés de l'entreprise ainsi que les membres de la direction de la société mère ou d'une filiale. Les administrateurs « *grey* » sont ceux qui possèdent des liens familiaux ou des relations d'affaires

avec la direction. Font partie de cette catégorie, entre autres, les avocats, les banquiers, les consultants, les cadres supérieurs des agences de marketing avec lesquelles l'entreprise fait affaire, les anciens employés et les membres de la famille des gestionnaires ainsi que les employés d'une autre entreprise qui se trouvent en relation d'affaires avec l'entreprise en question. Les administrateurs indépendants non- exécutifs comprennent tous les administrateurs externes dont la seule relation qu'ils possèdent avec l'entreprise est de faire partie de son conseil d'administration. Les actionnaires importants n'ayant aucune autre relation avec l'entreprise ainsi que les administrateurs externes de la société mère ou d'une société filiale font partie de cette catégorie d'administrateurs.

Dans de nombreux pays, les rapports sur le gouvernement d'entreprise (Viénot, 1999 ; Hampel, 1998 ; Cadbury, 1992...) soutiennent l'idée selon laquelle les administrateurs externes indépendants sont les mieux placés pour contrôler le dirigeant. Dans ce sens, Forker (1992) montre qu'une grande proportion d'administrateurs externes dans le conseil améliore le contrôle et augmente la qualité des informations publiées par l'entreprise. Leur présence permet de mieux satisfaire les objectifs des actionnaires. Par ailleurs, les administrateurs internes ne disposent pas de pouvoir suffisant pour s'opposer aux décisions des dirigeants (Alexandre et Paquerot, 2000). Leur manque d'indépendance nuit à l'efficacité de leur contrôle. Cependant, la présence d'administrateurs indépendants peut contraindre les dirigeants à œuvrer conformément aux attentes des actionnaires en diffusant plus d'informations comptables et financières.

Les études empiriques réalisées dans ce cadre ne sont pas, toutefois, toutes concluantes. En Malaisie, où la dominance des administrateurs non- exécutifs dans les conseils d'administration est coutume, Cooke et Haniffa (2002) ne trouvent pas de relation positive entre la proportion des administrateurs non- exécutifs dans le conseil et l'étendue de la divulgation

volontaire d'informations. En Espagne, le code Olivencia (1998) recommande la participation d'une proportion significative d'administrateurs indépendants non- exécutifs dans le conseil. En effet, l'étude de Arcay et Vázquez (2002) a permis de conclure que de meilleures politiques de divulgation sont observées dans les entreprises espagnoles ayant une proportion importante d'indépendants dans le conseil.

En Tunisie, la notion d'administrateurs indépendants non exécutifs a été récemment introduite par l'article 196 du nouveau code des sociétés commerciales paru en 2000. Cet article interdit le cumul du statut de salarié et de la fonction d'administrateur sauf si le contrat de travail date de plus de cinq ans. Aussi, la qualité d'actionnaire n'est plus requise pour être membre du conseil d'administration d'une société anonyme. Dans le cadre de notre étude, la présence d'administrateurs indépendants non exécutifs dans le conseil est appréhendée par le rapport entre le nombre d'administrateurs indépendants non- exécutifs et le nombre total d'administrateurs. La troisième hypothèse est formulée de la manière suivante:

H3 : La présence d'administrateurs indépendants non exécutifs dans le conseil d'administration incite l'entreprise à diffuser davantage d'informations.

1.2.2. Le cumul des rôles de Directeur Général et du Président du conseil d'administration

Le cumul des rôles signifie que le Directeur Général occupe aussi le poste de Président du conseil. Deux courants théoriques s'opposent quant aux vertus de la séparation de ces deux fonctions. Le premier regroupe les partisans de la théorie de l'agence qui sont en faveur de la séparation de ces deux rôles. Le cumul de ces deux responsabilités réduit l'indépendance du conseil, ne permet pas la séparation de la direction et du contrôle et n'incite pas les dirigeants à

de meilleures performances. Le deuxième courant ne voit pas l'intérêt d'une telle séparation du moment où les entreprises sont bien gérées et les conseils d'administration fonctionnent bien. Les dirigeants agissent mieux dans l'intérêt de l'entreprise et des actionnaires lorsqu'ils occupent les deux postes à la fois. Un responsable unique, à la fois Directeur-Général et Président du conseil, évite la dilution du pouvoir, réduit les rivalités et permet plus de clarté dans la conduite de l'entreprise.

Plusieurs rapports de gouvernement insistent sur l'importance que le conseil d'administration fonctionne d'une manière indépendante du chef de la direction. En effet, le chef de la direction et le Président du conseil ont des rôles différents. Le cumul de ces deux rôles constitue une forte concentration de pouvoir qui peut mettre en cause l'indépendance du conseil ce qui aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Jensen (1993) recommande alors de séparer le poste de Président du conseil de celui de chef de la direction pour réduire le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et assurer l'efficacité du conseil d'administration. Cette séparation des fonctions est donc présentée comme un moyen d'assurer l'équilibre des pouvoirs, de renforcer l'obligation de rendre des comptes et d'accroître la capacité du conseil d'administration à astreindre les dirigeants à une divulgation plus étendue d'informations comptables et financières.

Forker (1992) montre que la séparation des rôles du Président et du chef de la direction aide à rehausser la qualité de surveillance du dirigeant et réduit les marges de rétention de l'information, ce qui entraînera par conséquent une amélioration de la qualité de divulgation. Dans le même ordre d'idées, Ho et Wong (2001) posent l'hypothèse selon laquelle les entreprises dans lesquelles le chef de direction occupe la fonction du Président du conseil d'administration ont un niveau plus faible de divulgation volontaire. Les résultats supportent l'hypothèse posée

mais à un niveau de signification faible. Les auteurs justifient ce résultat par le fait qu'à Hong Kong, la personne qui agit tant que Directeur-Général et Président du conseil d'administration est généralement un actionnaire substantiel, ce qui réduit l'intérêt de la séparation de ces deux fonctions. En Malaisie, le code de bon gouvernement des entreprises va au-delà de la reconnaissance des intérêts de la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président pour recommander la nomination d'un non- exécutif à la tête du conseil d'administration. Cooke et Haniffa (2002) rejettent, pour le cas de ce pays, l'hypothèse selon laquelle la nomination d'un administrateur non- exécutif au poste de Président de conseil entraînerait une divulgation plus importante d'informations. La relation entre les deux variables est négative et significative à un niveau de 1%. Le code Olivencia en Espagne voit, dans la participation des indépendants dans le conseil, un moyen d'équilibre lorsque les deux fonctions de Président du conseil et de Directeur Général sont confondues. Arcay et Vázquez (2002) ne trouvent pas, non plus pour le cas de ce pays, de différences significatives dans l'indice de divulgation selon que les entreprises affichent ou non cette dualité.

En Tunisie et selon l'article 215 du code des sociétés commerciales, « les statuts de la société peuvent opter pour la dissociation entre les fonctions de Président du conseil d'administration et celles de Directeur Général de la société ». Ce n'est donc pas une obligation pour les entreprises de séparer les deux fonctions de Directeur-Général et de Président de conseil, mais simplement une recommandation comme est le cas de la France (loi NRE 2001). Cet arbitrage permet de tester le niveau de divulgation selon que ces deux rôles sont confondus ou séparés.

H4 : La séparation des fonctions de Président du conseil et de Directeur-Général incite les entreprises à divulguer davantage d'informations.

1.2.3. La participation des administrateurs dans le capital

Le pourcentage de capital détenu par les administrateurs indépendants met en relief les incitations de ces administrateurs, en tant qu'actionnaires, à remplir efficacement leurs fonctions de contrôleurs (Alexandre et Paquerot, 2000). Un administrateur ayant une participation importante au capital est susceptible de défendre plus âprement ses intérêts et donc de contester les propos de la direction car ses décisions auront un impact sur sa propre richesse. Ainsi, la participation des administrateurs externes dans le capital de l'entreprise renforcerait leurs motivations à contrôler d'une manière efficace les actions des dirigeants et réduirait les tentatives de publications d'informations trompeuses ou la rétention d'informations utiles aux investisseurs.

Les résultats des tests empiriques quant à l'influence de la participation du conseil dans le capital de l'entreprise sur la pratique de divulgation volontaire varient toutefois en fonction du type d'administrateur participant. Cooke et Haniffa (2002) trouvent une relation négative (et significative au seuil de 5%) entre la proportion détenue dans le capital par les membres de la famille participant au conseil et l'indice de divulgation volontaire d'informations. Ces familles, détentrices substantielles d'actions, ne comptent pas largement sur la divulgation publique et les rapports annuels pour surveiller leurs investissements vu qu'elles disposent d'un meilleur accès interne à l'information. Ho et Wong (2001) montrent également que les entreprises ayant une large proportion de membres de famille dans le conseil ont tendance à diffuser moins d'informations. L'étude de Arcay et Vázquez (2002) montre plutôt que de meilleures politiques de divulgation s'exercent dans les entreprises dont la participation des administrateurs externes indépendants dans le capital ne dépasse pas les 3 %. C'est seulement dans ce cas que les administrateurs se sentiraient proches des actionnaires minoritaires et agiraient en faveur d'une

diffusion plus large d'informations. Dans le cadre de notre étude, la participation des administrateurs indépendants dans le capital est mesurée par le pourcentage cumulé des actions ordinaires détenues par les administrateurs indépendants.

H5 : La participation des administrateurs indépendants dans le capital incite l'entreprise à améliorer son indice de divulgation volontaire d'informations.

1.2.4. Le « cross-directorship »

Un autre aspect de gouvernement d'entreprise, le « *cross-directorships* », peut avoir des implications sur la pratique de divulgation. Cet aspect fait référence à la situation où l'administrateur (exécutif ou non) fait partie de plus qu'un conseil d'administration. D'après Gray (1988), lorsque les administrateurs participent à plus d'un conseil, ils ont accès à de nombreuses informations émanant de plusieurs entreprises leur permettant d'acquérir de nouvelles expériences et compétences en matière de gouvernement et d'inculquer les meilleures pratiques des différents conseils d'administration. Cette situation peut contribuer à l'amélioration de la qualité et de la quantité des informations publiées, à travers les comparaisons possibles et les connaissances provenant d'autres organisations (Dahya et al., 1996). Toutefois, la participation des administrateurs à plus d'un conseil (dans le cas d'administrateur exécutif) peut les rendre moins indépendants et complaisants avec leurs homologues internes et les membres de la direction (Davis, 1993). Pour le cas Malaisie où il est coutume de voir les mêmes administrateurs siéger dans de nombreux conseils, Cooke et Haniffa (2002) ne trouvent pas de relation significative entre le « *cross-directorships* » et le niveau de divulgation volontaire d'informations.

En Tunisie, le nombre de postes occupés par un administrateur dans d'autres conseils d'administration est juridiquement limité. L'article 192 du code des sociétés commerciales stipule qu'« une personne physique ne peut être simultanément membre du conseil d'administration dans plus de huit sociétés anonymes ayant leur siège social en Tunisie ». Malgré cette limitation, nous pensons que le plafond de huit sociétés est assez élevé et cette confusion de rôle, à la fois dirigeant d'une société et administrateur dans d'autres, est souvent source de collusion et de complaisance. Dans le cadre de cet article, nous étudions le lien entre la proportion des administrateurs participant à d'autres conseils par rapport au nombre total d'administrateurs et l'indice de divulgation volontaire d'informations.

H6 : Une proportion plus élevée d'administrateurs avec « cross-directorships » dans le conseil incite l'entreprise à améliorer son indice de divulgation volontaire d'informations.

1.3. LA QUALITE DE L'AUDIT

La théorie de l'agence souligne que l'audit externe joue un rôle important dans l'atténuation des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les investisseurs (Jensen et Meckling, 1976). Ainsi, les firmes exposées à des coûts d'agence élevés sont plus prédisposées à obtenir une qualité d'audit élevée en faisant appel à de grandes firmes d'audit. En addition, les auditeurs externes jouent un rôle majeur dans les politiques et les pratiques de divulgation de ses clients (Owusu-Ansah, 1998). Le recours à l'audit ne peut être efficient que si l'auditeur est indépendant de la direction de l'entreprise et est lui-même incité à réaliser un audit de qualité. La réputation d'un cabinet d'audit est souvent associée à sa taille. En cherchant à préserver leurs réputations, les grands cabinets d'audit incitent les entreprises à divulguer plus d'informations que celles

demandées. En outre, l'habileté possédée par un cabinet d'audit de qualité augmente la précision de l'information financière, ce qui encourage à une divulgation plus étendue.

Plusieurs études comme celles de Craswell et Taylor (1992) et de Inchausti (1997) montrent une association positive entre la taille de la firme d'audit et les niveaux de divulgation. Dans ce cadre aussi, Depoers (2000) teste l'hypothèse selon laquelle le niveau de divulgation est positivement corrélé à la taille du cabinet d'audit. Les résultats des tests univariés montrent que les entreprises françaises auditées par des cabinets du « *big six* » divulguent significativement plus d'informations que celles auditées par des auditeurs moins connus. Toutefois, ce résultat n'est pas soutenu par les analyses multivariées. Willekens et al. (2003) trouvent que les entreprises ayant mis en place les mécanismes de gouvernance tels que l'introduction d'administrateurs indépendants dans leur conseil, l'instauration d'un comité d'audit, le recours à un auditeur de qualité, etc... divulguent plus d'informations sur les performances financières et non-financières. Ils trouvent aussi que, parmi l'ensemble des mécanismes étudiés, la présence d'un auditeur « *big five* » est le mécanisme qui présente l'impact le plus élevé sur la divulgation d'informations de l'entreprise. Inversement, Peters et al. (2000) trouvent que le niveau de divulgation volontaire est négativement associé à la qualité de l'audit (auditeurs spécialisés). Les auteurs justifient ce résultat par le fait que la divulgation volontaire et l'audit se substituent du point de vue signalisation. En effet, les dirigeants qui cherchent à divulguer moins d'informations désignent généralement des auditeurs d'une réputation confirmée et d'une qualité élevée.

L'analyse du marché tunisien permet de distinguer les « *big five* »⁴ comme de grands cabinets d'audit. Les « *big five* » répondent simultanément aux critères de taille et de réputation.

⁴ Au cours de notre période d'étude, nous parlons de « *big five* » et non pas de « *big four* ». En effet, la disparition d'Andersen suite à l'affaire Enron qui a limité à quatre les grands cabinets (Price Waterhouse Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst and Young et KPMG), est parvenue après notre période d'étude.

Sur le marché tunisien, ils occupent systématiquement les premières places du classement en terme du chiffre d'affaires. Les «*big five*» représentés en Tunisie sont : KPMG Tunisie, Price Water house/Coopers & Lybrand, Arthur Anderson, AMC Ernest & Young et Deloitte & Touche. Dans le cadre de notre étude, nous supposons que l'audit par un cabinet «*big five*» améliore l'indice de divulgation de l'entreprise.

H7 : L'audit par un cabinet appartenant au groupe de «*big five*» améliore l'indice de divulgation de l'entreprise.

2. METHODOLOGIE DE RECHERCHE

2.1. CHOIX ET PRESENTATION DES ENTREPRISES OBJET DE L'ETUDE

Une modélisation dynamique du lien entre comptabilité et gouvernement des entreprises, tenant compte de l'interaction entre la stratégie du dirigeant et les contraintes de son espace discrétionnaire, est difficile à tester par des méthodes autres que les études de cas (Wirtz, 2000). L'étude de cas est une démarche qui permet d'analyser en profondeur les mécanismes mis en jeu par un phénomène étudié. En ce sens, elle permet de capter des éléments qualitatifs ainsi que les interactions complexes entre diverses variables alors que les travaux plus transversaux visent à identifier les tendances générales à partir des tests de significativité. L'approfondissement d'un cas particulier possède l'avantage de donner potentiellement accès à un grand nombre de données qualitatives, permettant de compléter les conclusions issues de l'analyse des données quantitatives. En outre, le cas sélectionné permet d'accéder à de multiples sources de données (entretiens, documents, questionnaires, observations... etc.). Généralement, différentes sortes de

documents écrits sont complétées par des entretiens avec les responsables de l'entreprise et/ou de ses partenaires. Sans prétendre la généralisation des résultats, l'étude de cas présente l'avantage d'illustrer un processus complexe à l'aide d'un exemple bien particulier.

Notre choix des deux entreprises objet de l'étude est fondé sur les critères de sélection des items qui composent l'indice de divulgation volontaire ainsi que sur les variables relatives aux aspects de gouvernement des entreprises. L'analyse a été menée au cours de l'exercice 2001 qui correspond à l'année la plus récente⁵. Dans la mesure où elles obéissent à des règles spécifiques de présentation de l'information financière, les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés immobilières et les sociétés de portefeuille ont été exclues au niveau de notre choix des deux entreprises. Les deux entreprises retenues sont cotées à la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) : El Mazraa et Electrostar. El Mazraa est une entreprise spécialisée dans l'exploitation et la commercialisation des produits agricoles alors que l'activité principale d'Electrostar consiste en la fabrication, le montage et la commercialisation des articles et appareils électriques, électroménagers et électroniques.

Afin d'étudier les relations entre l'indice de divulgation volontaire et les mécanismes de gouvernement des entreprises, nous avons collecté toutes les informations nécessaires à l'étude à partir des rapports d'activité, des documents internes, des prospectus, des rapports financiers, des communiqués de presse et des sites Internet. En plus, nous avons mené une analyse qualitative. Pour ce faire, des entretiens ont été conduits afin de recueillir des données relatives aux caractéristiques du conseil d'administration. Pour mener à bien notre analyse qualitative, nous avons mené des entretiens semi-directifs. Ces entretiens ont fait préalablement l'objet d'une

⁵ Au cours de la période de l'étude, les rapports annuels des deux entreprises, de l'exercice 2002, étaient en cours d'établissement.

préparation où les principaux thèmes que l'on souhaite voir aborder sont précisés en fonction des objectifs de l'étude. Ces thèmes ont été déclinés en quelques questions qui ont servi comme fil conducteur tout au long de l'entretien. D'un point de vue technique, les questions objet des entretiens englobent des questions fermées à réponse unique (un choix et un seul), à réponses multiples (plusieurs choix) et des questions ouvertes. Nous avons questionné un responsable pour chaque entreprise pendant 45 minutes. Les entretiens ont été conduits sur les lieux de travail des interviewés, ce qui a permis d'accéder rapidement à l'information voulue. Le recours à ces entretiens se justifie par le fait que les documents écrits déjà cités ne fournissent pas de l'information sur les caractéristiques de gouvernement des entreprises. El Mazraa et d'Electrostar sont les seules entreprises ayant acceptées de fournir ces informations, considérées en Tunisie encore comme confidentielles.

2.2. MODE DE CALCUL DE L'INDICE DE DIVULGATION VOLONTAIRE

La divulgation est un concept abstrait qui ne peut être évaluée directement. Le recours à l'indice est le moyen le plus efficace pour rendre ce concept opérationnel. Cet outil méthodologique a été utilisé dans une multitude de recherches empiriques dans le but de mesurer la divulgation et identifier ses déterminants.

Les indices de diffusion utilisés en recherche comptable, procèdent généralement à une même démarche qui comprend quatre étapes : définition de la variable à mesurer, sélection et validation des items de l'indice, choix de la source de collecte des informations et de la durée d'analyse, et enfin le calcul de l'indice proprement dit.

- Définition de la variable à mesurer : La détermination de la variable mesurée par l'indice est une étape fondamentale puisqu'elle commande la sélection des items susceptibles de la caractériser. L'objectif de l'indice est de mesurer, soit la qualité de l'information, soit l'étendue de la diffusion.

- La sélection des items : La sélection des items, constitutifs d'un indice de diffusion, résulte d'une phase préalable d'identification des éléments les plus pertinents. Une présélection est tout d'abord effectuée à partir d'une revue de la littérature et financière relative à l'investissement en valeurs mobilières. Ce qui permet d'établir la liste finale qui sera soumise à validation.

- Choix de la source de collecte des informations et de la durée d'analyse : à l'exception du score établi par la fédération américaine des analystes financiers, les indices sont appliqués exclusivement aux rapports annuels des sociétés, l'évaluation étant le plus souvent réalisée sur un seul exercice. Le rapport annuel présente un intérêt particulier dans la mesure où son contenu n'est pas réglementé. Par conséquent, il permet de prendre en compte l'aspect volontaire et donc stratégique de la communication financière des sociétés. Toutes les analyses antérieures mesurent la qualité ou l'étendue de l'information sur une seule année (un seul rapport annuel). Ce choix, peut être justifié par la stabilité de la politique de communication des sociétés dans le temps (Healy et Palepu, 1995 ; Welker, 1996 ; Gibbins et al., 1990).

- Le calcul du score : la liste établie est appliquée aux rapports annuels des entreprises pour calculer, pour chacune, un indice de divulgation (1 si l'information est publiée, 0 sinon). Certains items peuvent cependant ne pas être applicables à toutes les firmes, compte tenu de la nature de leurs activités ou de circonstances particulières. Dans ce cas, un score théorique correspondant au score maximum, que pourrait obtenir une entreprise, est calculé pour chaque firme (Cooke, 1989). L'indice est obtenu en rapportant le score total au score théorique.

Le recours à l'indice simple repose sur l'idée selon laquelle toutes les informations de la liste sont d'égales importances. Or, la réalité montre que les informations publiées de façon volontaire, n'ont pas le même gain informatif, d'où l'idée de pondérer les items. Les techniques de pondération utilisées consistent à adresser un questionnaire aux utilisateurs des états financiers auxquels on demande d'attribuer une note sur une échelle de valeurs aux différentes informations selon leur importance relative. Toutefois, certains chercheurs, malgré leur connaissance de l'importance de la pondération, préfèrent le recours à un indice simple afin d'éviter la subjectivité et le recours au jugement d'un groupe spécifique d'utilisateurs qui ne constituent pas une population bien définie (Raffournier, 1995 ; Cooke, 1992). Autrement dit, lorsqu'un indice ne cible pas un groupe précis d'utilisateurs, la même valeur est attribuée à chaque item. Cooke (1989, 1992) dans un contexte suédois et Depoers (2000) dans un contexte français appliquent cette procédure dichotomique pour étudier le niveau de diffusion d'informations des firmes.

Dans notre étude, l'indice est calculé en suivant la même démarche que celle déjà citée. Une liste d'items est établie en tenant compte des exigences légales tunisiennes en matière d'information⁶. En vue de limiter la subjectivité liée aux choix des items, la sélection est effectuée après une lecture préliminaire d'un certain nombre de rapports d'activité. Au total, 74 items ont été retenus. Le tableau n° 1 présente le nombre et le pourcentage (par rapport au nombre total des items) d'items par catégorie.

⁶ Les obligations d'information en Tunisie dérivent principalement du code des sociétés commerciales et de la loi n°96-112 du 30 décembre 1996.

Tableau n° 1 : Nombre d'items par catégorie et leur pourcentage par rapport au nombre total des items

	Nombre d'items	Pourcentage (%)
Information générale sur l'entreprise	19	25,68
Données financières	16	21,62
Information non financière	16	21,62
Information à caractère prévisionnel et prospectifs futurs	10	13,51
Commentaires de la direction sur les principaux changements	13	17,57
Total	74	100 %

La liste des items volontaires a été par la suite appliquée aux rapports d'activité des deux entreprises. Pour chacune, un score de divulgation a été calculé. La procédure utilisée est dichotomique : un item prend la valeur 1 s'il est divulgué et 0 sinon. Afin d'éviter la subjectivité, nous avons recouru à un indice de divulgation simple sans pondération. Le niveau de divulgation est mesuré pour chaque entreprise par le rapport entre le score obtenu et le score maximum possible pour chaque entreprise (Cooke, 1989). De ce fait, les entreprises ne sont pas pénalisées par la non-divulgation d'items s'ils ne sont pas pertinents pour leurs activités.

3. RESULTATS

Dans un premier temps, nous présentons les résultats obtenus du calcul de l'indice de divulgation et, dans un deuxième temps, nous faisons le rapport entre les calculs trouvés et les variables caractéristiques de la nature de l'actionnariat, du conseil d'administration et de la qualité de l'audit des deux entreprises.

3.1. INDICES DE DIVULGATION OBTENUS POUR EL MAZRAA ET ELECTROSTAR

Afin de calculer les indices de divulgation volontaire des deux entreprises, nous avons appliqué la liste d'items déjà établie à chacun des rapports d'activité. Le fait de cocher la case correspondant à un item signifie sa présence au niveau du rapport d'activité. Le score théorique (score maximum) d'Electrostar, industrielle, est égal à 74. Alors que pour El Mazraa, commerciale, le score théorique (score maximum) a été réduit à 69 car nous avons éliminé les items portant sur les activités de R&D et de production. Nous avons procédé à cette élimination pour ne pas pénaliser l'entreprise. Les annexes 1 à 5 présentent en détail les items inclus dans le calcul des indices et le tableau n° 2 suivant résume pour chacune des deux entreprises les résultats trouvés. Nous constatons que le classement des indices de divulgation volontaire est le même pour chacune des deux entreprises. En effet, le classement laisse apparaître, en terme de pourcentage, une prépondérance des informations du type général, suivie des données financières, puis de celles à caractère prévisionnel. Les informations non financières et les commentaires de la direction sur les principaux changements occupent la dernière place. L'analyse des scores par rubrique montre aussi que l'entreprise ayant le meilleur indice de divulgation est la mieux classée dans chaque catégorie. La différence se fait principalement pour les informations non financières et celles portant sur les « Commentaires de la direction sur les principaux changements ». Au niveau de ces deux rubriques, l'indice de divulgation d'El Mazraa est deux fois supérieur à celui d'Electrostar.

La lecture du tableau n° 2 montre que les deux entreprises accordent une bonne attention aux informations d'ordre général. Cette rubrique regroupe les objectifs et les stratégies de l'entreprise, niveau de la concurrence, les principaux produits fabriqués ou les principaux marchés...(voir annexe n° 1). Contrairement aux informations financières, qui sont largement et

facilement accessibles, l'importance de la divulgation des informations sur les produits et les marchés s'explique par le fait qu'elles ne peuvent figurer qu'au niveau des rapports d'activité.

Tableau n° 2 : Tableau comparatif des indices de divulgation par rubrique

	El Mazraa		Electrostar	
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Informations générales sur l'entreprise	15	78,95 %	13	68,42 %
Données financières	12	75 %	9	56,25 %
Informations non financières	8	66,66 %	5	31,25 %
Informations à caractère prévisionnel et perspectives futures	7	70 %	4	40 %
Commentaires de la direction sur les principaux changements	6	50 %	3	23,08 %
Total	48		34	
Indice global	48 / 69 = 69,56 %		34 / 74 = 45,95 %	

El Mazraa divulgue plus d'informations de nature financière qu'Electrostar, mais la variabilité des indices est faible au niveau de cette rubrique (voir annexe n° 2). Nous avons posé à notre interlocuteur d'El Mazraa la question suivante : « *Est-ce que la publication d'informations plus que celles exigées par la loi est préjudiciable à l'entreprise ?* ». La réponse est que les concurrents disposent déjà de cette information et qu'une divulgation plus large permet de mieux informer les investisseurs sur la situation financière de l'entreprise. Il ajoute que la publication d'informations financières réduit les périodes d'incertitude sur le marché et l'horizon de prévision des analystes financiers. Elle contribue aussi à limiter les mauvaises surprises, à éviter les fortes corrections des cours et à améliorer la confiance dans la réalisation des résultats

escomptés par l'entreprise. L'analyse des indices de divulgation des informations non financières montre aussi qu'El Mazraa est mieux classée qu'Electrostar. Dans cette rubrique, l'indice de divulgation d'El Mazraa est deux fois supérieur à celui d'Electrostar (voir annexe n° 3).

L'indice de divulgation des items portant sur les informations à caractère prévisionnel et perspectives futures d'El Mazraa est égal à 70 % et il est seulement de 40 % pour Electrostar (voir annexe n° 4). Notre interlocuteur de l'entreprise Electrostar indique que les informations sur les opportunités, les risques et les plans projetés sont importants pour les investisseurs professionnels ainsi que les analystes. Cependant, ces derniers préfèrent développer eux-mêmes leurs prévisions sans se fier à celles divulguées par l'entreprise. D'après lui, la restriction de la divulgation des informations du type prévisionnel par Electrostar s'explique ainsi par la non prise en considération de ces informations par les utilisateurs des rapports annuels du fait de leur caractère parfois surestimé ou sous-estimé.

La variabilité des indices pour les « Commentaires de la direction sur les principaux changements » est très forte, ce qui indique l'existence de comportements de diffusion très disparates dans ce domaine. La faiblesse de l'indice de la rubrique « Commentaires de la direction sur les principaux changements» dans les deux entreprises atteste d'une tendance marquée à produire peu d'informations traduisant les changements financiers, boursiers, ainsi que ceux portant sur le niveau de la concurrence (pour plus de détails, voir annexe n° 5). Ce type d'informations, lorsqu'il est fourni par les dirigeants, est souvent superficiel et unilatéral. L'indice de divulgation d'El Mazraa est près de 1,5 fois supérieur à celui d'Electrostar. L'analyse par rubrique présente des caractéristiques similaires. En effet, pour les différentes catégories d'informations, le pourcentage de divulgation volontaire d'El Mazraa est supérieur à celui d'Electrostar.

3.2. RELATIONS ENTRE LES INDICES DE DIVULGATION VOLONTAIRE ET LES MECANISMES DE GOUVERNEMENT D'EL MAZRAA ET D'ELECTROSTAR

Une analyse approfondie des caractéristiques spécifiques de la structure de l'actionnariat des deux entreprises El Mazraa et Electrostar (tableaux n° 3 et n° 4) a permis de vérifier les relations entre les variables caractéristiques de la structure de propriété comme le degré de concentration de la propriété, l'identité des actionnaires (institutionnels ou individuels...) et l'indice de divulgation volontaire des informations.

Pour le cas d'El Mazraa (Tableau n° 3), le pourcentage cumulé du capital détenu par Poulina, une entreprise spécialisée dans la fabrication des aliments pour animaux, et de sa filiale SICAF, est de l'ordre de 27,5 % (càd < 50 %). Dans ce cas, les coûts d'agence d'El Mazraa sont élevés, une divulgation plus étendue permet ainsi de les réduire. Par ailleurs, « La financière WIDED SICAF » détient plus que 50 % du capital d'Electrostar, et plus exactement 56 % (Tableau n° 4). Cette proportion significative du capital permet à « La financière WIDED SICAF » d'exercer son influence, et d'accéder à toutes les informations nécessaires. Cette concentration de la propriété réduit les coûts d'agence et diminue le besoin d'une divulgation volontaire d'informations comptables, financières et autres. El Mazraa, ayant l'indice de divulgation le plus élevé, se caractérise par une structure de propriété faiblement concentrée, alors qu'Electrostar, ayant l'indice de divulgation le plus faible, se caractérise par une concentration plus prononcée de son actionnariat. En effet, « La financière WIDED SICAF », qui détient plus que 50 % du capital d'Electrostar, présente, conformément à notre hypothèse H1, un faible besoin pour une divulgation plus étendue.

Tableau n° 3 : La structure de l'actionnariat d'El Mazraa

Actionnaires	Nombre d'actions	% dans le capital
Investisseurs institutionnels		
Poulina holding SICAF	467154	16,11 %
Poulina SA	331072	11,42 %
Sté Industrie & Technique	232785	8,03 %
Sté Agricole Mornag Ezzahra SOMEZ	203218	7,01 %
Investisseurs individuels		
M. Abdelwaheb Ben Ayed	285928	9,86 %

Source : www.bvmt.com.tn

Tableau n° 4 : La structure de l'actionnariat d'Electrostar

Actionnaires	Nombre d'actions	% dans le capital
Investisseurs individuels :		
M. Fethi Hachicha	209 995	14 %
Public	450 000	30 %
Investisseurs institutionnels :		
La financière WIDED SICAF	840 000	56 %
Total	1 500 000	100 %

Source : www.bvmt.com.tn

La structure du capital n'est pas la seule variable susceptible de renseigner sur l'acuité des conflits entre actionnaires et dirigeants; l'identité des actionnaires n'est pas non plus sans conséquences. El Mazraa dispose des institutionnels dans son capital avec une participation de 42,57%. Pour le cas d'Electrostar, « La financière WIDED SICAF » détient une proportion plus

significative de 56%. Nous pouvons penser que « La financière WIDED SICAF » n'incite pas Electrostar, en vue de préserver certaines informations, à améliorer son indice de divulgation volontaire d'informations. En revanche, la présence non significative d'institutionnels dans le capital d'El Mazraa, réduit leur préférence à la discrétion. Ce qui confirme l'hypothèse H2. Par ailleurs, la proportion par le PDG d'Electrostar dans le capital (14%) est plus élevée que celle détenue par son homologue d'El Mazraa (9,86%). La part du capital détenue par les dirigeants semble également jouer un rôle en matière du choix du type et de la quantité d'informations à diffuser.

Il existe, d'après les résultats observés, un lien entre la séparation des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur Général et l'indice de divulgation volontaire d'informations. En effet, le Directeur Général d'El Mazraa n'occupe pas le siège de Président du conseil d'administration, alors que ces deux fonctions sont assurées par la même personne dans le cas d'Electrostar. Ce cumul de fonctions réduit, conformément à notre hypothèse H4, l'efficacité du conseil et la volonté de divulguer davantage d'informations. En revanche, la séparation des fonctions, pour El Mazraa, permet au président du conseil d'administration d'exercer sa fonction et de réduire les marges de rétention de l'information.

Des questionnements précis sur les administrateurs ont été nécessaires pour pouvoir distinguer, d'un côté, les administrateurs internes, les administrateurs « *grey* » et les administrateurs indépendants non exécutifs des deux entreprises et, d'un autre côté, les administrateurs participant ou non à d'autres conseils d'administration que ceux d'El Mazraa et d'Electrostar. La réussite et la viabilité du conseil d'administration comme mécanisme interne de contrôle de la décision sont renforcées par la nomination de membres externes. Les conseils d'administration des deux entreprises montrent la présence d'administrateurs indépendants non

exécutifs (tableau n° 5). Le conseil d'administration d'Electrostar, ayant l'indice de divulgation le plus faible, présente une proportion importante d'administrateurs indépendants non exécutifs, alors que le conseil d'administration d'El Mazraa ayant l'indice de divulgation le plus élevé, se caractérise par une proportion moins importante de cette catégorie d'administrateur. Leur présence ne garantit donc pas une meilleure protection des actionnaires minoritaires qui ne disposent pas d'un accès privilégié à l'information (autre que celle divulguée volontairement par l'entreprise). Ce résultat infirme l'hypothèse H3.

Tableau n° 5 : Composition du conseil d'administration d'El Mazraa et d'Electrostar

	Administrateurs internes	Administrateurs « grey »	Administrateurs indépendants non exécutifs	Total
El Mazraa				
Nombre	1	3	1	5
Proportion	20 %	60 %	20 %	100%
Electrostar				
Nombre	2	2	3	7
Proportion	28,57 %	28,57 %	42,86 %	100 %

Président du conseil d'administration d'El Mazraa : M. Abdelwaheb Ben Ayed

Directeur Général d'El Mazraa : M. Adel Kansou

Président du conseil d'administration et Directeur Général d'Electrostar : M. Fethi Hachicha

Pour rendre compte de la participation du conseil d'administration dans le capital d'une entreprise, nous avons calculé les pourcentages de propriété détenus par les administrateurs indépendants non exécutifs. Le pourcentage du capital détenu par l'unique administrateur indépendant non exécutif d'El Mazraa est égal à 4,48 %. Pour Electrostar, il y a lieu de retenir les

pourcentages de propriété détenus par les trois administrateurs indépendants non exécutifs. Cette participation est égale à 8,34 %. Ainsi, les administrateurs indépendants d'Electrostar ayant l'indice de divulgation le plus faible détiennent une propriété plus élevée dans le capital que celle détenue par les administrateurs indépendants non exécutifs dans le capital d'El Mazraa. Cette participation ne semble pas renforcer l'esprit critique des administrateurs dans l'évaluation de la performance de la direction et n'incite pas non plus à une meilleure divulgation d'informations. Ces résultats infirment notre hypothèse H5 et corroborent la thèse de l'enracinement des dirigeants qui ne sont pas perturbés par la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil.

Tableau n° 6 : Identification des administrateurs avec ou sans «cross-directorship » chez El Mazraa et Electrostar

	Administrateurs sans « cross-directorships »	Administrateurs avec « cross-directorships »	Total
El Mazraa			
Nombre	1	4	5
Proportion	20 %	80 %	100 %
Electrostar			
Nombre	5	2	7
Proportion	71,43 %	28,57 %	100%

Le tableau n° 6 montre que le nombre d'administrateurs avec « *cross-directorship* » dans le conseil d'El Mazraa, ayant l'indice de divulgation le plus élevé, est quatre fois supérieur à celui des administrateurs sans « *cross-directorship* ». Dans le même sens que celui évoqué dans notre hypothèse H6, les « *directorships* » permettent à l'administrateur d'acquérir des

compétences en matière de gouvernement et d'inculquer les meilleures pratiques des conseils d'administration, ce qui assure une meilleure défense des intérêts des actionnaires et un développement de la stratégie de divulgation volontaire d'El Mazraa. La structure du conseil d'administration d'Electrostar, ayant l'indice de divulgation le plus faible, montre que la présence d'administrateurs avec « *cross-directorship* » est faible et ne présente que 28,57 %. Cet entrecroisement faible ne contribue pas les administrateurs à faire des comparaisons entre les firmes et réduira les incitations pour une divulgation plus étendue d'informations comptables et financières.

Quant à la qualité d'audit, El Mazraa est auditée par un cabinet de niveau international, en l'occurrence AMC Ernest & Young. En théorie, les grands cabinets d'audit incitent les entreprises à divulguer plus d'informations que celles exigées par la loi. Le contrôle d'Electrostar ayant l'indice de divulgation le plus faible, est assuré par un indépendant, membre de l'ordre des experts comptables de Tunisie. L'observation des informations publiées dans le rapport d'activité des deux entreprises permet de constater qu'El Mazraa dont les comptes sont audités par l'un des représentants des « *big five* » diffuse, conformément aux prévisions, plus d'informations comptables, financières, à caractère prévisionnel et d'ordre général qu'Electrostar. Ce résultat nous permet d'accepter notre hypothèse H7. En effet, les cabinets d'audit de grande taille permettent une vérification de meilleure qualité. Ces cabinets présentent un intérêt économique plus élevé dans l'assurance que les états financiers soient raisonnablement exempts d'erreurs non détectées. Ainsi, indépendamment de la qualité de surveillance exercée par le conseil d'administration, la qualité de l'audit encourage El Mazraa à divulguer volontairement plus d'informations.

CONCLUSION

Notre article a pour objectif d'expliquer les relations entre la divulgation volontaire d'informations et les mécanismes de gouvernement observés en Tunisie. A travers une étude clinique de deux entreprises cotées, il a été montré que la présence d'un actionnaire principal n'incite pas l'entreprise en question à améliorer son indice de divulgation. Par ailleurs, l'entreprise qui affiche les meilleurs scores de divulgation est celle dont les fonctions de Directeur Général et de Président de conseil sont séparées, le contrôle est assuré par un cabinet d'audit de qualité, ses administrateurs participent à d'autres conseils d'administration et la propriété est non significativement concentrée entre les mains des investisseurs institutionnels. Les résultats trouvés ne confirment pas, toutefois, pour le cas de ces deux entreprises, la relation positive entre certaines caractéristiques du conseil d'administration (proportion d'administrateurs indépendants non exécutifs et participation du conseil dans le capital de l'entreprise) et l'indice de divulgation volontaire d'informations.

Ces résultats mettent en évidence les spécificités du conseil d'administration des entreprises tunisiennes qui semble être le moyen d'enracinement par excellence des dirigeants. A ce propos, l'article 225 du nouveau code tunisien des sociétés commerciales promulgué en 2000 stipule que « la société anonyme est dirigée par un directoire qui assume la responsabilité de sa direction et exerce ses fonctions sous le contrôle d'un conseil de surveillance ». L'importance de cette réforme découle principalement des mutations profondes que connaît la Tunisie au niveau de la structure de l'actionnariat et l'émergence des investisseurs institutionnels. Cependant, cette nouvelle orientation en matière de contrôle et de gestion n'a pas été suivie et peu d'entreprises ont procédé à ce système de fonctionnement à directoire et conseil de surveillance.

Notre approche ne tient toutefois pas compte de la qualité des informations publiées d'une façon volontaire. En effet, la qualité de la divulgation est une notion assez vaste qui ne se limite pas à la quantité des informations présentées dans les rapports d'activité. Par ailleurs, le recours à l'indice de divulgation ne peut être utilisé sans poser un certain nombre de problèmes (Pourtier, 2004). Premièrement, la codification et la reconnaissance des formats de l'information financière est un des problèmes les plus importants. L'information volontaire n'étant pas normée par définition et ne répond pas nécessairement à un format standard de présentation. Deuxièmement, les données volontaires peuvent être contredites par de nouvelles données volontairement publiées pour ajuster ou invalider les précédentes. Il en va notamment ainsi des résultats prévisionnels qui sont régulièrement revus à la hausse ou à la baisse. Troisièmement, la maintenance et la mise à jour des données volontaires n'est pas une obligation et rien n'assure l'utilisateur du suivi de ces informations dans le temps. Une étude longitudinale devrait ainsi nous permettre de vérifier dans le temps l'intention et les objectifs visés par l'entreprise dans sa diffusion volontaire d'information. Enfin, le coût des informations volontaires est faible sauf en cas de plaintes pour fausses informations ou de détection de désavantages concurrentiels, ce qui permet de jeter un voile sur leur sincérité et leur validité dans le temps.

Dans notre étude, nous avons aussi privilégié l'analyse de facteurs traduisant les mécanismes de gouvernement des entreprises. Il semble toutefois que la culture, les structures organisationnelles, les procédures internes de gestion de l'information des entreprises et la personnalité des dirigeants jouent également un rôle dans la mise en oeuvre des stratégies de communication des entreprises. A cela s'ajoute le rôle cognitif qui peut être joué par le conseil d'administration et par l'actionnariat familial ou institutionnel. En matière de divulgation

d'information, l'expérience des différents acteurs et leurs connaissances peuvent influencer la politique de communication des entreprises.

Enfin, l'étude clinique que nous avons menée doit être considérée comme un préliminaire à une étude plus complète sur un échantillon d'entreprises tunisiennes pour pouvoir généraliser nos résultats. Ces mêmes hypothèses peuvent être répliquées dans d'autres études empiriques au pouvoir explicatif plus important pour augmenter la confiance en la validité de la théorie de la gouvernance et en son degré d'application dans le contexte tunisien.

ANNEXE n° 1 :

Tableau comparatif des items portant sur « les informations générales sur l'entreprise » divulgués par El Mazraa et Electrostar

Items	El Mazraa	Electrostar
1-Présentation des objectifs de l'entreprise.	x	x
2-Présentation de la stratégie générale de l'entreprise.	x	x
3-Description générale des activités de l'entreprise.	x	x
4-Historique de l'entreprise.	x	x
5-Structure organisationnelle de l'entreprise (organigramme).		
6-Commentaires sur les actions entreprises au cours de l'année en vue de réaliser les objectifs fixés.	x	
7-Identification des principaux produits et services offerts.	x	x
8-Description des caractéristiques spécifiques des produits et services offerts.	x	x
9-Nouveaux produits, nouveaux marchés,....	x	x
10-Principaux marchés.	x	
11-Identification des barrières à l'entrée.		
12-Commentaires sur la compétitivité du marché.	x	x
13-Identification des facteurs critiques du succès.		
14-Nom, fonction, numéros de téléphone de la personne chargée de la communication financière.	x	x
15-Composition du conseil d'administration.	x	x
16-Structure actionnariale	x	x
17-Actions menées au profit de l'environnement.	x	
18-Informations d'ordre social (recrutement, formation, absentéisme, climat social, taux d'encadrement...).	x	x
19-Indication des noms des établissements partenaires de l'entreprise.		x
Total	15	13
Pourcentage	78,95 %	68,42 %

ANNEXE n° 2

Tableau comparatif des items portant sur « les données financières » divulgués par El Mazraa et Electrostar

Items	El Mazraa	Electrostar
1-Rentabilité économique	x	x
2-Marge bénéficiaire nette	x	x
3-Rotation de l'actif	x	x
4-Rentabilité des capitaux propres		
5-Ratio de solvabilité		
6-Ratio de financement		
7-Ratios de rentabilité	x	
8-Ratios de liquidité	x	x
9-Ratios de la structure financière	x	x
10-Autres ratios.	x	x
11-Décomposition détaillée de l'évolution du chiffre d'affaires (en termes de valeurs, de quantités, de clients)	x	
12-Décomposition détaillée des ventes sur le marché local et à l'exportation		
13-Résumé financier 3+ années.	x	x
14-Coûts des produits vendus ⁷ .	x	
15-Durée moyenne de règlement des fournisseurs.	x	x
16-Durée moyenne de recouvrement des créances clients.	x	x
Total	12	9
Pourcentage	75 %	56,25 %

⁷ Dans le cas d'El Mazraa, l'item « coût des produits vendus » a été remplacé par « coût d'achat des marchandises vendues » pour tenir compte de son activité commerciale.

ANNEXE n° 3 :

Tableau comparatif des items portant sur « les informations non financières » divulgués par El Mazraa et Electrostar

Items	El Mazraa	Electrostar
1-Nombre d'employés	x	x
2-Satisfaction du client.	x	x
3-Information au sujet de la qualité (images sur les principaux produits de l'entreprise).	x	x
4-Cycle de vie du produit et innovation ⁸ .		
5-Part de marché.	x	
6-Investissements dans les ressources humaines et développement de la direction.	x	
7-Investissements dans la R&D et autres actifs intangibles.		
8-Description des méthodes de production, savoir-faire.		
9-Amélioration dans le service après-vente.		x
10-Distribution du réseau de marketing pour les produits - marché étranger.		
11-Unités vendues.		
12-Taux de croissance des unités vendues.	x	
13-Distribution de ventes par produit.	x	
Total	8	5
Pourcentage	66,66 %	31,25 %

⁸ Les items des cases colorées en gris ont été éliminés lors du calcul du score théorique d'El Mazraa.

ANNEXE n° 4 :

Tableau comparatif des items portant sur « les informations à caractère prévisionnel et perspectives futures » divulgués par El Mazraa et Electrostar

Items	El Mazraa	Electrostar
1-Rapprochement entre les prévisions de bénéfice avec le bénéfice réel de l'année.		x
2-Comparaison des prévisions des ventes avec les ventes réelles de l'année.	x	x
3-Présentation des prévisions sur les parts de marché		
4-Présentation des prévisions sur les liquidités	x	
5-Présentation des prévisions sur les profits (qualitative - quantitative).	x	
6-Présentation des prévisions sur les ventes (qualitative - quantitative).	x	
7-Ratios prévisionnels.	x	x
8-Données prévisionnelles sur les coûts.		
9-Discussion générale de la tendance future de l'industrie.	x	
10-Prévision qualitative.	x	x
Total	7	4
Pourcentage	70 %	40 %

ANNEXE n° 5 :

Tableau comparatif des items portant sur « les commentaires de la direction sur les principaux changements » divulgués par El Mazraa et Electrostar

Items	El Mazraa	Electrostar
1-Changement dans le niveau des ventes.	x	x
2-Changement dans les coûts des facteurs de production ⁹ .		
3-Changement dans le profit brut.		
4-Changement dans le bénéfice brut en pourcentage des ventes.		
5-Changement dans les dépenses de commercialisation et d'administration.		
6-Changement dans les charges d'intérêt.	x	
7-Changement dans le bénéfice net.	x	x
8-Variation des dépenses en R&D.		
9-Changement dans les parts de marché.		
10-Discussion des concurrents–qualitative.		x
11-Tendance des cours des actions et richesse des actionnaires.	x	
12-Commentaires sur l'évolution des cours.	x	
13-Commentaires sur la position financière de l'entreprise.	x	
Total	6	3
Pourcentage	50 %	23,08 %

⁹ Dans le cas d'El Mazraa, l'item « changements dans les coûts des facteurs de production » a été remplacé par «changements dans les coûts d'achat des marchandises vendues ».

Bibliographie

- ABOODY D., KASZNIK R. (2000), « CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures », *Journal of Accounting and Economics*, Vol 29, n°1, pp. 73-100.
- AGRAWAL A., MANDELKER G. (1992), « Shark repellents and the role of Institutional Investors in corporate governance », *Managerial and decisions Economics*, Vol. 13, pp.15-22.
- ALEXANDRE H. et PAQUEROT M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, juin, volume 3, n° 2, pp. 5-29.
- ARCAY R.B., VÁZQUEZ F.M. (2002), « The relationship between corporate disclosure, governance rules and other characteristics of the company », *Working paper, University of Santiago de Compostela, Spain*.
- BOTOSAN C.A. (1997), « Disclosure level and the cost of equity capital », *The Accounting Review*, Vol 72, n° 3, pp. 323-350.
- BUSHEE B., MATSUMOTO D., MILLER G. (2003), « Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, Vol 34, n°1-3, Janvier, pp. 149-180.
- BUSHEE B.J., NOE C.F. (2000), « Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility », *Journal of Accounting Research*, Vol 38, pp. 171-202.
- BYARD D., SHAW K.W. (2003), « Corporate disclosure quality and properties of analysts information environment », *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Summer, pp. 355-378.
- CHARREAUX G. (1996), « Pour une véritable théorie de la latitude managériale du gouvernement d'entreprise », *Revue Française de Gestion*, Novembre/Décembre, n° 111, pp. 50-64.
- CHAU G.K., GRAY S.J. (2002), « Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore », *The International Journal of Accounting*, Vol 37, pp. 247-265.
- CHEN C.J.P., JAGGI B. (2000), « Association between independent non executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong », *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 19, pp. 285-310.
- CLARKSON P.M., KAO J.L., RICHARDSON G.D. (1994), « La présentation volontaire d'information à caractère prévisionnel dans le rapport de gestion intégré aux rapports annuels », *Recherche Comptable Contemporaine*, Automne, pp.451-496.

- COOKE T. E. (1989), « Voluntary corporate disclosure by Swedish companies », *Journal of International Financial Management and Accounting*, summer, pp. 171-195.
- COOKE. T. E, (1992), « The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations », *Accounting and Business Research*, Vol 22, n° 87, pp. 229-237.
- COOKE T., HANIFFA R. (2002), « Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations », *Abacus*, Vol 38, n° 3, pp. 317-349.
- CRASWELL A.T., TAYLOR S.L. (1992), « Discretionary disclosure of reserve by oil and gas companies: An economic analysis », *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol 19, n° 2, pp. 295-308.
- DAHYA J., LONIE A.A., POWER D.M. (1996), « The case for separating the roles of chairman and CEO: An Analysis of stock market and accounting data », *Corporate Governance- An International Review*, avril, Vol 4, pp.71-77.
- DAVIS G.F. (1993), « Who gets ahead in the market for corporate directors: the political economy of multiple board memberships », *Academy of management best papers proceedings*, pp. 202-206.
- DEPOERS F. (2000), « A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies », *The European Accounting Review*, Vol 9, n° 2, pp. 245-263.
- ELGAZZAR S. (1998), « Predisclosure Information and Institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluation during earnings announcement periods », *Accounting Review*, Vol 73, n° 1, pp. 119-129.
- FAMA E. F., JENSEN M. C. (1983), « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, juin, Vol 25, pp. 301-325.
- FORKER J. (1992), « Corporate governance and disclosure quality », *Accounting and Business Research*, 22, 86, pp. 111-124.
- GIBBINS M., RICHARDSON A., WATERHOUSE J. (1990), « The management of corporate financial disclosure: Theory and perspectives », *Journal of Accounting Research*, Vol 28, n° 1, spring, pp.121-143.
- GINGLINGER E. (2002), « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue Française de Gestion*, Vol 28, n° 141, pp. 37-56.

- GRAY S. J. (1988), « Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems Internationally », *Abacus*, Vol 24, n° 1, pp. 1-15.
- HARRIS M.S. (1998), « The association between competition and managers' business segment reporting decisions », *Journal of Accounting Research*, Vol 36, n°1, pp.111-128.
- HEALY P., HUTTON A., PALEPU K. (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure », *Contemporary Accounting Research*, Vol 16, pp. 485-520.
- HEALY P., PALEPU K. (1995), « The challenges of investor communication: the case of CUC international Inc », *The Journal of Financial Economics*, Vol 38, pp. 111-140.
- HEFLIN F., SHAW K.W., WILD J.J. (2001), « Disclosure quality and market liquidity », *Working paper, Purdue University, University of Maryland, University of Wisconsin at Madison*.
- HO S.S.M., WONG K.S. (2001), « A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, pp.139-15.
- HOSSAIN M., TAN L., ADAMS M.B. (1994), « Voluntary disclosure in an emerging capital market: Some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock exchange », *International Journal of Accounting*, Vol 29, n° 4, pp. 334-351.
- INCHAUSTI B.G. (1997), « The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms », *The European Accounting Review*, Vol. 6(1), pp. 45-68.
- JENSEN M. (1993), « The modern Industrial revolution, exit, and the failure of Internal control systems », *Journal of Finance*, vol. XLVIII, n° 3, pp. 831-880.
- JENSEN M., MECKLING W. (1976), « Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economic*, Vol 3, pp. 305-360.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. (1999), « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, Vol 54, pp. 471-517.
- MAKHIJA A.K., PATTON J.M. (2004), « The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: empirical evidence from Czech annual reports », *Journal of Business*, Vol 77, n° 3, pp. 457-492.

- MEEK G.K., ROBERTS C.B., GRAY S.J. (1995), « Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations », *Journal of International Business Studies*, Vol 26, n° 3, pp. 555-572.
- NAGAR V., NANDA D., WYSOCKI P.D. (2003), « Discretionary disclosure and stock-based incentives », *Journal of Accounting and Economics*, Vol 34, pp. 283-309.
- NARAYANAN R. (2000), « Insider trading and the voluntary disclosure of information by firms », *Journal of Banking and finance*, Vol 24, n° 3, pp. 395-425.
- O'SULLIVAN N. (2000), « The impact of board composition and ownership on audit quality: Evidence from large UK companies », *British Accounting Review*, Vol 32, pp. 397-414.
- OWUSU-ANSAH S. (1998), « The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe », *The International Journal of Accounting*, Vol. 33(5), pp. 605-631.
- PETERS G.F., ABBOTT L.J., PARKER S. (2000), « Voluntary disclosures and auditor specialization: the case of commodity derivative disclosures », *Working paper, University of Georgia, University of Memphis, Santa Clara University*.
- POURTIER F., (2004), « La publication d'informations financières volontaires : un essai de synthèse », *Cahiers Electroniques de CRECCI n° 8*, Université de Montesquieu-Bordeaux.
- RAFFOURNIER B., (1995), « The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies », *The European Accounting Review*, Vol 4, n°2, pp. 261-280.
- SENGUPTA P. (1998), « Corporate disclosure quality and the cost of debt », *The Accounting Review*, Vol 73, n° 4, pp. 459-474.
- SHABOU R. (2003), « Nature des détenteurs de blocs de contrôle et performance financière des entreprises tunisiennes », *Gestion 2000, novembre- décembre*, n° 6, pp. 125-143.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1989), « Management entrenchment: the case of manager specific investment », *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, n° 1, pp. 123-140.
- SKINNER D. (1994), « Why firms voluntarily disclose bad news », *Journal of Accounting Research* 32, pp. 38-61.
- TASKER S.C. (1998), « Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure », *Review of Accounting Studies*, Vol 3, pp. 137-167.
- VERRECCHIA R. (1983), « Discretionary disclosure », *Journal of Accounting and Economics* 5, pp. 179-194.

- WELKER M. (1996), « Disclosure policy, Information asymmetry and liquidity in equity markets », *Contemporary Accounting Research*, Vol 11, n° 2, pp. 801-828.
- WILLEKENS M., BAUWHEDE H.V., GAEREMYNCK A., VAN DE GUCHT L. (2003), « The impact of internal and external governance mechanisms on the voluntary disclosure of financial and non-financial performance », *International Accounting Summer Conference, (Germany), June*.
- WIRTZ P. (2000), « L'étude de cas : réflexions méthodologiques pour une meilleure compréhension du rôle de la comptabilité financière dans le gouvernement d'entreprises », *Comptabilité Contrôle Audit*, numéro spécial, décembre, pp. 121-135.