

QUALITE DE PUBLICATION FINANCIERE ET GOUVERNANCE : CAS DU SBF 120

Chiraz Ben Ali

▶ **To cite this version:**

Chiraz Ben Ali. QUALITE DE PUBLICATION FINANCIERE ET GOUVERNANCE : CAS DU SBF 120. "COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT ", May 2007, France. pp.CD-Rom. halshs-00543099

HAL Id: halshs-00543099
https://shs.hal.science/halshs-00543099

Submitted on 5 Dec 2010

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.

QUALITE DE PUBLICATION FINANCIERE ET GOUVERNANCE : CAS DU SBF 120

Chiraz BEN ALI

ATER

Centre de REcherche en FInance et Gestion

Université Paris Dauphine 75016 Paris,

Place Maréchal de Lattre de Tassigny

75775 PARIS cedex 16

benalichiraz@yahoo.fr

Résumé :
Ce papier étudie les mécanismes de gouvernement d'entreprise qui incitent les dirigeants à améliorer la qualité de leur publication financière sur un marché où l'actionnariat est concentré. La théorie d'agence propose un cadre de recherche intéressant liant la décision de publication au gouvernement d'entreprise.
Les résultats de l'étude montrent que les entreprises ayant une bonne publication financière sont plus amenées à avoir un conseil d'administration indépendant, une structure d'actionnariat peu concentrée, ne sont pas contrôlées pas une famille, n'ont pas de droits de vote double et proposent des plans de stock-options à leurs dirigeants.

Mots-clés : publication financière - gouvernement d'entreprise - structure de propriété -conseil d'administration

Abstract:
This paper examines a combined set of corporate governance features that influence disclosure quality in a context of ownership concentration. Agency theory presents a theoretical framework linking disclosure decision to corporate governance mechanisms.
The study results confirm that firms with good disclosure quality aren't family controlled firms, they are likely to have well dispersed capital shares, no double vote shares, executive stock-options plans and many independent directors in the board. These findings shed the light on corporate governance features that enhance incentives for good disclosure under high ownership concentration.

Keywords: Financial disclosure – corporate governance – ownership structure – board structure

Qualité de publication financière et mécanismes de gouvernance : Cas du SBF 120

1. INTRODUCTION ET MOTIVATIONS

Les travaux sur le gouvernement des entreprises ont connu un grand essor au cours de cette décennie suite aux déboires financiers (Enron, Parmalat, Worldcom…). La publication financière étant un volet important du gouvernement des entreprises a suscité l'intérêt des normalisateurs (Loi NRE, rapport Bouton (2002), Loi LSF…). Ainsi, la loi sur les nouvelles régulations économiques (dite « NRE ») et la loi de sécurité financière traduisent une volonté forte du législateur de restaurer la confiance des investisseurs en améliorant la transparence des firmes cotées. La loi sur la sécurité financière proche de la loi Sarbanes-Oxley aux USA s'inscrit dans cette même logique de lutte contre l'opacité et oblige les entreprises à présenter à l'assemblée générale, l'organisation des travaux du conseil d'administration/de surveillance, les procédures de contrôle interne et les délégations de pouvoirs. La loi NRE, quant à elle, a élargie le droit des actionnaires à l'information en supprimant la possibilité de subordonner dans les statuts le droit de participer aux assemblées générales d'actionnaires à la détention d'un nombre minimal d'actions. Cette pratique nuit gravement au droit d'information des actionnaires minoritaires.

En tant que mécanisme de gouvernement externe, les investisseurs institutionnels peuvent contraindre les dirigeants à améliorer leur publication financière. Nombreux articles parues récemment dans la presse financière n'ont cessé d'évoquer l'activisme des investisseurs institutionnels et leur volonté de contraindre les dirigeants à améliorer leur transparence (l'AG de Medidep (les Echos 16/09/05), l'AG d'Alcatel (Le Figaro 10/04/03), ABN-AMRO (le Temps 22/02/07), l'AG de Vivendi Universal (la Tribune 02/05/05)). « *Dans son rapport, l'AMF souligne la tendance du développement de l'activisme actionnarial et notamment la progression de la contestation des résolutions. Notable, l'expression des sociétés de gestion a été favorisée par les dispositions légales. La loi de sécurité financière de 2003 impose aux gérants de rendre compte de leur vote* » (Les Echos (16/09/05)). Dans ce contexte, il apparaît intéressant d'étudier l'influence des mécanismes de gouvernance sur la qualité de la publication financière.

Au cours de ces dernières années, nombreux académiciens et praticiens ont reconnu les limites des informations « traditionnelles » contenues dans les états financiers et ont

développé des modèles de la diffusion volontaire. Ainsi, l'étude des déterminants de la diffusion volontaire est devenue une question critique. La présente étude examine l'impact des mécanismes de gouvernance sur la qualité de la publication de la société. Ces mécanismes traitent des caractéristiques du conseil d'administration, la structure de propriété et les relations avec l'actionnaire, l'activisme des investisseurs institutionnels et la rémunération des dirigeants.

Nous contribuons au développement des recherches antérieures portant sur la diffusion volontaire de deux manières. D'abords, le peu d'études qui se sont intéressées à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la diffusion volontaire se sont intéressées uniquement à un seul aspect de la gouvernance (la composition du conseil d'administration (Forker (1992), Chang et Courtnay (2006), Ho et Wong (2001)), les relations avec les actionnaires (Gelb (2000), Labelle and Schatt (2005), Depoers (2000)), les investisseurs institutionnels (Bushee and Noe (2000), la rémunération des dirigeants (Nagar et al (2003)). Notre étude portent sur plusieurs aspects de la gouvernance à la fois : la composition du conseil d'administration, les relations avec l'actionnaire (droit de vote, actionnariat familial et concentration de la propriété), l'activisme des investisseurs institutionnels et la présence de stock options en faveur des dirigeants.

Deuxièmement, nous avons étudié l'influence du conflit entres les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires sur la qualité de la publication financière. Dans une série d'articles récents portant sur le gouvernement d'entreprise, La Porta, Lopez –de – Silanes, Shleifer et Vishny mettent en évidence que les investisseurs sont moins bien protégés dans les pays de droit civil comme la France. Dans la majorité de ces pays, la propriété des actions est concentrée et les firmes sont dominées par des actionnaires de contrôle qui détiennent un pourcentage de droits de vote supérieur au pourcentage d'actions détenues, en raison du non respect de la règle « une action, un droit de vote ». Dans ce cadre, le conflit d'agence principal oppose les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires plutôt que celui opposant les managers aux actionnaires ; l'actionnaire de contrôle est capable d'extraire des bénéfices privés du contrôle au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires.

Ce papier est structuré de la façon suivante, nous présentons dans la deuxième section notre cadre de recherche et développons nos hypothèses. Dans la troisième section, nous exposons notre méthodologie et présentons nos résultats dans une quatrième section. Enfin, nous proposons nos conclusions et commentaires.

Le gouvernement d'entreprise en France est caractérisé par :

- une faible protection des intérêts des actionnaires minoritaires (La Porta et al. (1998, 2000)),
- le non respect de la règle « une action un droit de vote » (« one-share-one-vote »),
- une structure de propriété particulière caractérisée par :
  - une forte concentration de l'actionnariat (La porta et al (1999)), Faccio et al. (2002)),
  - la présence d'une famille ou d'un individu qui contrôle l'entreprise (La Porta et al (1999)), un développement récent du nombre d'investisseurs institutionnels (Marois et Bonpoint (2003))
  - et enfin la présence de plus en plus croissante des plans de stock-options.

2. LE CADRE DE RECHERCHE

Gibbins et al. (1990, p.122) définissent la publication financière comme étant toute communication délibérée d'informations financières, quantitatives ou qualitatives, obligatoires ou volontaires véhiculées par des supports formels ou informels[1]. La publication financière repose sur deux composantes principales, la première comprend toutes les publications obligatoires que les sociétés cotées doivent divulguer alors que la seconde correspond aux publications volontaires laissées à la discrétion des dirigeants qui peuvent choisir de l'exploiter ou pas. Nous nous intéressons dans la suite à cette deuxième composante, qui regroupe « toute publication facultative qui représente les choix délibérés des dirigeants de fournir aux utilisateurs des rapports annuels des informations financières ou autres qui semblent pertinentes à la prise de décision.»(Meek, Robert & Gray (1995, p. 555)) [2]

Cet article vise à expliquer les différences constatées dans la qualité de la publication financière en France en fonction des différents aspects de gouvernement d'entreprise. En se basant sur les travaux de Charreaux (1997, 1996), nous définissons, le gouvernement des entreprises comme « … l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui

[1] Gibbins, Richardson and Waterhouse (1990) define « financial disclosure as any deliberate release of financial information, whether numerical or qualitative, required or voluntary, or via formal or informal channels ».
[2] « disclosure in excess of requirements, representing free choices on the part of company managements to provide accounting and other information deemed relevant to the decision needs of users of their annual reports"

'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Nous envisageons dans la suite d'étudier l'influence des aspects de gouvernance suivant : la composition du conseil d'administration, l'activisme des investisseurs institutionnels, la rémunération des dirigeants et la concentration de la propriété.

2.1 Publication financière et activisme des investisseurs institutionnels

La structure de propriété en France a connu des évolutions importantes avec le développement croissant du nombre des investisseurs institutionnels sur le marché financier. Ces investisseurs de part leur expérience professionnelle ainsi que leur pouvoir sur les dirigeants ont les moyens de faire respecter et appliquer les principes de « gouvernance d'entreprise » afin de protéger les droits et la richesse des actionnaires. Ils réclament une communication plus transparente faisant apparaître les risques encourus par la firme et ses facteurs clé de succès afin de mieux l'évaluer et d'estimer la distribution du flux de trésorerie futur[3]. Selon Healy et al (1999) « les investisseurs institutionnels sont considérés comme les agents les plus exigeants en terme d'informations financières régulières et publiées en temps opportun ».

De part les blocs de titres qu'ils détiennent, les investisseurs institutionnels peuvent contraindre les dirigeants à améliorer la qualité de leur publication. En effet, selon Shleifer et Vishny (1986), la présence de détenteur de blocs est considérée comme un mécanisme de contrôle externe des dirigeants. L'étude réalisé par Healy et al (1999) sur un échantillon de 97 firmes de 1978-1991 montre une relation positive entre la propriété des investisseurs institutionnels et la qualité de la publication volontaire. Cette dernière étant une composante principale de la publication financière, nous soutenons qu'il existe une relation positive entre la proportion du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la qualité de la publication financière. Elgazzar (1998) montre que les investisseurs peuvent exercer une pression sur les dirigeants pour les contraindre à rendre compte régulièrement des performances de la firme. A partir de cette étude, l'auteur montre que la présence croissante des investisseurs institutionnels est associée positivement à la publication prématurée des résultats. Bushee et Noe (2000) soulignent que la publication est un mécanisme de monitoring

[3] Pour plus de detail, nous renvoyons le lecteur vers l'article de Bushee B. J. et Noe C.F. (2000), « Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility » *Journal of Accounting Research*, 38, supplement

peu coûteux de la performance de l'entreprise et que les investisseurs institutionnels sont attirés par des firmes qui ont une bonne qualité de publication financière.

H1 : La publication d'information financière est de bonne qualité dans les sociétés où la proportion du capital détenu par les investisseurs institutionnels est élevée.

2.2 Publication financière et rémunération des dirigeants par stock-options

La théorie de l'agence place l'agent au cœur du nœud de contrat au sein de la firme. Néanmoins, cette relation d'agence est déterminée par certaines caractéristiques qui sont propices à l'opportunisme des agents et sources de coûts spécifiques : une incomplétude des contrats, une incertitude, une imparfaite observabilité des efforts de l'agent et une asymétrie informationnelle.

Jensen et Meckling (1976) montrent que la structure duale séparant la propriété et le contrôle est source de conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires par conséquent, les actionnaires mettent en place des mesures permettant d'aligner leurs intérêts et ceux des dirigeants à travers des plans d'intéressement au capital qui incitent les seconds à agir dans le sens de maximisation de richesse des premiers.

« L'opportunisme des dirigeants ne peut s'exprimer que s'ils disposent d'un pouvoir discrétionnaire, c'est-à-dire si les mécanismes disciplinaires jouent de façon imparfaite comme le laissent supposer l'existence de certains phénomènes apparemment contraires à l'intérêt des actionnaires : consommation excessive d'avantages non pécuniaires, diversification coûteuse, opposition aux prises de contrôle hostiles ou cessions de certains actifs stratégiques » (Charreaux (1996, p. 6)).

L'intéressement au capital permet d'éviter le comportement opportuniste du dirigeant en liant une partie de sa richesse à la valeur de la firme de façon à l'inciter à la maximiser. Nombreuses études ont montré qu'une bonne qualité de publication financière permet d'augmenter la valeur de la firme à travers la réduction du coût de la dette (Sengupta (1998)) et du coût du capital (Diamond et Verrechia (1991), Botosan (1997)) et l'amélioration de la liquidité des titres (Kim et Verrecchia (1994), (Diamond et Verrechia (1991)). Lakhal (2004) montre que les entreprises qui récompensent leurs dirigeants par des plans de stock-options présentent de meilleur niveau de publication.

Nagar et al (2003) montrent que les plans de rémunération des dirigeants basés sur des stock-options ou ceux liés à la valeur boursière de la firme permettent de réduire le problème d'agence évoqué précédemment et incitent les dirigeants à améliorer la qualité de leurs

publications. A partir d'une menée sur un échantillon de 1129 entreprises sur la période 1992-1995, Nagar et al (2003) montrent qu'il existe une relation positive entre la qualité de la publication financière mesurée par la cotation de l'AIMR[4] et les plans d'intéressement des dirigeants. Ainsi, nous avançons l'hypothèse suivante :

H2 : La rémunération des dirigeants sous forme de stock-options est associée positivement à la qualité de la publication financière

2.3 Publication financière et composition du coneil

L'opportunisme traduit le fait que, dans la poursuite d'intérêt personnel, l'agent puisse être amené à dissimuler, altérer ou déguiser des informations, ou à transgresser. Selon (Williamson, 1994 ; p. 9), l'opportunisme est « *la capacité des êtres humains à tromper les autres en leur cachant de l'information, en trichant ou en transigent avec les règles d'équité ou la loi* ». En contrôlant la qualité de l'information publiée par l'entreprise, les dirigeants influencent l'incertitude afférente aux estimations faites par les actionnaires quant à l'exécution du contrat.

Selon Forker (1992), l'analyse des coûts de transaction de Williamson's (1985) fournit un cadre intéressant liant la qualité de la publication financière et les mécanismes de gouvernance d'entreprise. Ces résultats ajoutés aux travaux de la théorie positive d'agence de Jensen et Meckling (1976) fournissent un modèle de la décision publication des dirigeants. Les dirigeants sont supposés « faire » un arbitrage entre les avantages potentiels d'une rétention d'information et les coûts liés. Ces coûts peuvent se traduire par une réduction du prix de l'action et l'accroissement du risque de prise de contrôle. Le choix de la qualité de la publication est la conséquence de cet arbitrage qui leur permet de réduire les coûts encourus. L'adoption des mécanismes de gouvernance interne notamment la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil et la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général tend à améliorer le contrôle du manager et réduit par conséquent la possibilité de dissimuler l'information ainsi que les avantages y afférant. Il s'en suit une amélioration de la qualité de la publication financière.

Des travaux antérieurs ont montré une relation positive entre la proportion des administrateurs indépendants dans le conseil et le risque de fraude financière (Dechow, Sloan et Sweeney (1996), Beasley (1996)). En effet, une complicité avec le dirigeant peut émerger

[4] Association of Investment Management Research

lorsque le conseil est dominé par des administrateurs internes (non indépendants). Ces travaux soulignent l'efficacité de l'indépendance du conseil comme mécanisme réduisant la latitude du managers et son opportunisme. Ils corroborent l'hypothèse selon laquelle les membres externes (indépendants) du conseil tendent à atténuer les conflits d'agence entre dirigeants et managers. Ces conflits incluent le comportement opportuniste du dirigeant maximisant son utilité aux dépens des intérêts des actionnaires en s'appropriant des bénéfices privés (perquisities). De nombreuses études ont montré qu'une proportion élevée d'administrateurs indépendants dans le conseil améliore la qualité/l'étendue de la publication financière (Chen et Jaggi's (2000) et Forker (1992)). Nous avançons l'hypothèse suivante :

H3 : La proportion des administrateurs indépendants dans le conseil est associée positivement à la qualité de la publication financière

La dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général était permise par la loi du 24 juillet 1867. Après la crise de 1930, le gouvernement de Vichy cherchait un responsable de ses scandales financiers, il se tourna contre le président du conseil d'administration et renforça de manière drastique sa responsabilité pénale et pécuniaire et décida qu'une même personne cumule les fonctions de président du conseil et de directeur général. Le « retour » à la structure d'unité du leadership, a été recommandé par le rapport Viénot 1999. En 2001, la Loi NRE a opté pour la dissociation des 2 fonctions. Cette dernière devrait assurer un meilleur équilibre des pouvoirs entre d'une part le conseil d'administration chargé contrôle quasi quotidien de la gestion, et le directeur général, véritable chef d'entreprise qui serait davantage placé en position de subordination par rapport aux représentants des actionnaires. Ainsi, la séparation des fonctions de président et de directeur général, donnerait la possibilité au premier de faire un contrepoids au directeur général.

Selon Jensen et Meckling (1983), lorsqu'une même personne assure les deux fonctions, le contrôle managériale est menacé du moment que cette personne, en sa qualité de président du conseil, serait plus alignée avec la direction qu'avec les actionnaires. Ho et Wong (2001) suggèrent qu'une structure d'unité de leadership joue au détriment de la qualité de l'information puisque la personne qui assure la fonction P-DG aura tendance à dissimuler des informations défavorables. Forker (1992) montre que la personne occupant la fonction de président du conseil et de directeur général présente une menace pour la qualité des informations publiées.

H4 : Il existe une relation négative entre la présence d'une structure d'unité et la publication financière

Selon Sophie Montandrau (2004), « *les résultats des études antérieures aux années 90, révèlent une relation positive entre la taille du conseil et la performance de la firme (Chaganti, Mahajan et Sharma (1985), Zahra et Stanton (1988), Singh et Harianto (1989), Pearce et Zahra (1992)) ».* En effet, un grand nombre d'administrateurs tend à impressionner le dirigeant et réduit par conséquent « sa domination » au profit d'une amélioration de la gestion de la firme.

A partir de 1989, en revanche, appuyant leurs modèles sur des principes de *cohésion des groupes,* nombreux auteurs suggèrent les bienfaits des conseils d'administration de petite taille (Bantel et Jackson (1989), Brown et Mahoney (1992)). A ce titre, Ginglinger (2002) suggère que l'existence d'un grand nombre d'administrateurs dans le conseil est de nature à augmenter les conflits entre les administrateurs. Lakhal (2004) souligne qu'un grand groupe présente un risque de démotivation individuelle doublé de problèmes de coordination dans les décisions de gestion, ceci a des conséquences néfastes sur le processus de prise de décisions. En raison des conflits pouvant surgir entre les membres du conseil, on s'attend à ce que plus les conseils sont grands plus le pouvoir individuel de ces derniers et leur implication dans les décisions stratégiques est réduit (Yermack (1996)[26]). Mak et Li (2001) suggèrent qu'un conseil de petite taille dominé par des administrateurs externes permet d'améliorer l'efficacité du contrôle des dirigeants.

H5 : La taille de conseil est associée négativement à la qualité de la publication financière

2.4 Publication financière et concentration de l'actionnariat

La théorie d'agence tente de proposer des explications aux comportements observés dès lors qu'il existe une relation d'agence. Dans leur article de 1976, Jensen et Meckling soulignent qu'en présence d'une asymétrie informationnelle, les agents informés peuvent privilégier leurs propres intérêts aux dépends des autres agents non informés. Il en résulte que l'amélioration de la qualité de la publication financière garantit la protection des actionnaires des agissements opportunistes de l'agent informé. A l'instar de Labelle et Schatt (2005), nous anticipons une publication de meilleure qualité dans les entreprises où l'actionnariat est dilué, *« c'est-à-dire lorsque les conflits d'intérêts latents entre actionnaires et dirigeants, décrits par Berles et Means (1932) dans le contexte américain et formalisés par Jensen et Meckling (1976), sont importants »* (Labelle et Schatt (2005)).

Gelb (2000) a vérifié l'hypothèse d'une relation positive entre la dilution de l'actionnariat et la qualité de la publication financière aux Etats-Unis où l'actionnariat est relativement dilué, on peut se demander si la même relation persiste dans la majorité des autres pays, où l'actionnariat est réputé être beaucoup plus concentré.

Berles et Means (1932, p. 44) suggèrent que *« la dispersion croissante de l'actionnariat accompagne la concentration du pouvoir économique, en est issue et la rend disponible […] elle s'avère être un phénomène inévitable »*. Il s'avère par contre que cette évolution est remise en cause, ainsi, cette vision des firmes dont le capital est entre les mains d'un nombre élevé d'actionnaires disposant d'une proportion réduite du capital semble limitée aux USA et GB. En effet, plusieurs travaux récents dont Shleifer et Vishny (1997), La Porta et *al* (1998, 1999, 2000) et Faccio et *al.* (2002) montrent une concentration du capital dans la majorité des firmes des pays continentaux dont la France. Lee (2004) suggère que dans une structure actionnariale concentrée, les actionnaires dominants contrôlent facilement et directement le dirigeant d'où la diminution des coûts d'agence provoqués par l'opportunisme du dirigeant professionnel. En revanche, cette structure permet aux actionnaires dominants d'exercer leur pouvoir discrétionnaire aux dépens des intérêts des actionnaires minoritaires comme le soulignent Shleifer et Vishny (1997).

A ce titre, dans une série d'articles récents portant sur le gouvernement d'entreprise, La Porta, Lopez –de –Silanes, Shleifer et Vishny mettent en évidence que les investisseurs sont moins bien protégés dans les pays de droit civil comme la France. L'actionnaire de contrôle est capable d'extraire des bénéfices privés[5] du contrôle aux dépens des actionnaires minoritaires. Maher et Anderson (1999) suggèrent que *« dans les systèmes de gouvernement d'entreprise « outsider », notamment aux USA et en GB, le conflit basique est entre les managers et les actionnaires dispersés. Dans les systèmes de gouvernement d'entreprise « insider », notamment en Europe continentale et au Japon, le conflit principal est entre les actionnaires contrôlant et les actionnaires minoritaires »*. Dans cette même perspective, Le Maux (2005) montre que « *la ligne de fracture du gouvernement d'entreprise n'est pas, en Europe, celle qui sépare les managers des actionnaires, mais celle qui sépare les actionnaires prépondérants des actionnaires périphériques* ».

Lorsque le capital est concentré, les actionnaires de contrôle peuvent représenter une menace d'expropriation pour les actionnaires minoritaires et sont par suite peu enclins à

[5] *« Si un groupe d'actionnaires tire du contrôle de l'entreprise des avantages financiers et ainsi obtient un partage des richesses générées par l'entreprise non proportionnel à la participation au capital, on parle de privatisation de bénéfices dans la littérature (private benefits) »* (Hamon, 2001 ; p13).

publier des informations financières. En effet, une meilleure publication financière permet de protéger les actionnaires minoritaires des agissements des actionnaires de contrôle.

Ho et Wong (2001) montrent que les coûts d'agence dans ces firmes, où le capital est entre les mains d'un nombre réduit d'actionnaires, résultent des conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Les premiers vont chercher à s'approprier des bénéfices privés au détriment des seconds et seront donc amenés à réduire la qualité de leur publication financière. A ce titre, Hamon (2001) définit le gouvernement d'entreprise comme l'ensemble de procédures permettant d'éviter l'expropriation d'actionnaires, le plus souvent minoritaires par les dirigeants et/ou les actionnaires de contrôle (insiders). La porta et al (1999) montrent que des actionnaires majoritaires font souvent partie du management ou de la direction du conseil, ainsi, en France 75% des actionnaires majoritaires des vingt premières capitalisations boursières occupent des fonctions de cadres dirigeants, Président ou Vice-président du conseil. De part leurs positions, ces actionnaires majoritaires ont accès à toutes les informations dont ils ont besoin et n'ont aucun intérêt à les divulguer en externe, ils vont donc se limiter à une publication pauvre. De ce fait, la qualité de leurs publications financières sera faible.

H6 : il existe une relation négative entre la qualité de la publication financière et la concentration du capital

Labelle et Schatt (2005) constate que des actionnaires de contrôle sont quasi-systématiquement présents dans le capital des plus grandes entreprises françaises. Cette situation n'est pas prés de changer puisque Broye et Schatt (2003) recensent 402 introductions en bourse entre 1986 et 2000 où le principal actionnaire détient encore environ 50% du capital après l'opération. La présence de groupes familiaux comme actionnaires contrôlant majoritairement la firme est caractéristique de la structure de propriété en France (Faccio et Lang (2002)).

L'entreprise contrôlée par une famille possède des caractéristiques qui lui sont propres : la présence d'un membre de la famille à la tête de la firme, la famille influence sa vision des choses, sa perception, sa structure et son fonctionnement….L'imbrication des mondes familial et managérial est plus ou moins fort selon la phase de développement de la firme ou les modes de contrôles choisis. Selon Pichard-Stamford (2002), la famille peut gérer la firme en s'appuyant sur la majorité du capital et/ou du contrôle (à travers les droits de vote), être actionnaire-rentier (majoritaire ou minoritaire), enfin, conserver la gestion grâce à des postes au sommet tout en ne détenant qu'une fraction du capital relativement faible au moyen d'actions à droits de vote double, de structures pyramidales ou de participation

croisées. Ainsi, de part leur position dans l'entreprise, ces familles disposent de toute information leur permettant de s'assurer de l'avenir de leur investissement et de sa rentabilité. Les entreprises contrôlées par un groupe familial tendent à fournir peu d'informations en externe vu que la demande d'informations est faible du fait que le fournisseur principal possède déjà cette information.

Dans les groupes contrôlés par des familles, il y a une identification de la famille à l'entreprise et une confusion des valeurs de l'organisation avec celles de son fondateur qui a fixé les missions, buts et stratégie et structure de l'entreprise. Ainsi, ces familles agissent comme des entrepreneurs soucieux de garder le secret de leur avantage compétitif, et de le préserver de la curiosité des concurrents (competitive disadvantage). Cette opacité en matière de communication financière se traduit par une mauvaise qualité de leurs publications.

H7 : les entreprises contrôlées majoritairement par des familles présentent une faible qualité de publication financière.

Une des recommandations centrales des codes de gouvernance est d'assurer un traitement équitable à l'ensemble des actionnaires. Cela se traduit par une circulation de l'information sans faille auprès de tous les actionnaires. De ce fait, Witz (2005) suggère la nécessité de réduire les barrières à la participation active aux assemblées générales et les déséquilibres entre structure du capital et structure des droits de vote.

En France, un actionnaire peut détenir le plein contrôle d'une société cotée, parfois même de plusieurs via une part relativement faible de leur capital. Deux mécanismes principaux permettent de séparer le droit aux cash flows du contrôle. Il s'agit des actions à droit de vote double et les structures pyramidales. Une spécificité française est la possibilité d'émettre des actions à droit de vote double donné par la loi du 24/06/1966 contrairement aux pays voisins de la France tel que l'Italie, l'Espagne et la Grande Bretagne où cette mesure est interdite. L'émission d'actions à droit de vote double constitue une pratique courante dans les sociétés cotées françaises. Cette catégorie d'action « *a tendance à favoriser le développement de blocs de contrôle* » (Le Maux, 2005 ; p 8). En effet, en raison du non respect de la règle « une action, un droit de vote », les *insiders* obtiennent souvent des droits de vote disproportionnés par rapport à leur part de capital et disposent souvent de droits de vote en excès par rapports aux droits de capital y afférents.

Les causes et les conséquences de cette différence institutionnelle pour la protection des intérêts des actionnaires minoritaires ont été discutées par La Porta et al. (1998, 2000). Ces derniers pensent que les investisseurs sont moins bien protégés dans les pays de droit civil comme la France, en comparaison aux pays de droit coutumier comme les Etats-Unis.

Compte tenu de ces spécificités institutionnelles, il nous semble intéressant de vérifier si la relation entre la structure de propriété et la qualité de la publication financière des entreprises cotées en France est la même que celle trouvée aux Etats-Unis (Gelb (2000)). L'émission d'action à droit de vote double accroît la séparation entre la propriété et le vote, il s'ensuit une augmentation du risque d'expropriation des actionnaires minoritaires. Le Maux (2003) souligne que les structures pyramidales peuvent être nuisibles aux actionnaires minoritaires parce que les actionnaires de contrôle sont moins incités à maximiser la valeur actionnariale, vu qu'ils subissent peu de risque en raison d'une faible participation dans le capital. Les actionnaires de contrôle seront donc réticents à divulguer une information en excès de l'information obligatoire, il préfère garder ces informations en interne afin de garder un avantage par rapport aux actionnaires minoritaires. Ces informations pourraient leur permettre de s'approprier des bénéfices privés au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires.

H8 : Dans les entreprises où il y a une séparation des droits de vote et des droits de propriété, la qualité de la publication financière est faible

3. ECHANTILLON ET METODOLOGIE

3.1 L'échantillon

L'utilisation de l'enquête AGEFI a limité notre échantillon à l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales appartenant à l'indice SBF 120. Nous avons sciemment omis les entreprises financières en raison de la spécificité de la réglementation de leur publication financière. Il est à noter que l'étude porte sur l'exercice 2004.

3.2 La qualité de la publication financière

Selon Marston et Shrives (1991), les dirigeants utilisent plusieurs canaux d'informations pour communiquer avec l'extérieur, certains sont formels à savoir les rapports annuels, les rapports semestriels et trimestriels, les prospectus, les rapports sociaux, les annonces faites au marché boursier et d'autres supports matériels. L'information peut être divulguée de façon informelle à travers les réunions avec les analystes, les conversations téléphoniques (conference calls). Lung et Lundholm (2003) montrent que l'étendue de la publication financière des firmes est lié positivement au niveau d'informations contenues dans leurs rapports annuels. Par ailleurs, le rapport annuel semble être le canal privilégié de

communication avec le public. Pour apprécier la qualité de la publication financière des entreprises, nous avons utilisé une mesure qui a été employée par Labelle et Schatt (2005). Elle résulte d'une enquête parue dans le journal de l'AGEFI. Cette enquête a permis de décerner le prix du meilleur rapport annuel ; comme son nom l'indique ce prix a été attribué aux entreprises du SBF 120 ayant publié un rapport annuel de qualité. Une enquête menée par TNS SOFRES pour le compte de l'AGEFI a permis d'attribuer divers prix de communication financière par type d'opérations (introduction en bourse…), par compartiment de cotation, par moyen de communication (rapports annuels…)

Pour notre étude, nous avons utilisé le prix du meilleur rapport annuel. Notre échantillon est partagé en deux groupes, les sociétés qui ont été nominées pour le prix du meilleur rapport annuel sont celles qui présentent une bonne qualité de publication financière et les autres. Au total 27 sociétés (sur 86) de notre échantillon ont été nominées pour ce prix par les professionnels. La variable DISCL est égale à 1 si le rapport annuel est de bonne qualité et 0 sinon.

3.3 La concentration de l'actionnariat

Parmi les variables indépendantes, étant donnée qu'il existe une divergence entre la propriété et le vote en France et afin de mettre en évidence le conflit d'intérêt entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires. A l'instar de Lakhal (2004), nous avons opté pour deux mesures de la concentration du capital pour traduire la divergence entre la propriété et le vote en France. L'indice de Herfindhal de Demsetz et Lehn (1985) mesure la propriété ; les votes du premier et du second actionnaire mesurent le droit de vote et par conséquent le pouvoir de contrôle sur la firme.

L'indice Herfindhal correspond à la somme des carrés des pourcentages d'actions détenues par les différents actionnaires. Nous avons collecté ces données à partir des rapports annuels. Toutes les entreprises sont tenues de respecter l'obligation de dépassement de seuil de 5%. Quelques entreprises retiennent un pourcentage inférieur en raison d'obligations statutaires. Dans le cas où l'entreprise met à disposition des pourcentages d'actions plus faibles, nous avons recalculé l'indice Herfindhal afin que la mesure de la concentration du capital soit de meilleure précision. Nous avons constaté que l'indice d'Herfindhal des entreprises de notre échantillon est en moyenne de l'ordre de 0.15 (voir tableau 2).

Nous avons collecté les informations relatives aux pourcentages des droits de vote détenus par les deux principaux actionnaires. En droit français, une majorité des deux tiers est

requise pour pouvoir prendre une décision à l'assemblée générale extraordinaire. Les actionnaires qui détiennent le tiers du capital peuvent bloquer ces décisions. Une entreprise est alors contrôlée si le premier actionnaire détient plus du tiers du capital sous la condition qu'aucun autre actionnaire ne détienne le tiers du capital. Par ailleurs, La Porta et al. (1999)[6] estiment qu'un seuil de 20% est suffisant pour contrôler une société. Ils soutiennent cette thèse en calculant la probabilité qu'au seuil de 20%, il n'y ait qu'un seul actionnaire de contrôle par entreprise. L'étude de La Porta et al (1999) porte sur l'exercice 1995, l'échantillon est constitué d'entreprises issues de 27 pays, les résultats montrent que, dans plus de 70% des cas, le seuil de 20% suffit à isoler un unique actionnaire de contrôle. Nous constatons qu'ils détiennent en moyenne environ 42 % des droits de vote des entreprises, sachant que le principal actionnaire détient à lui seul plus de 33% des votes. Pour le traitement de nos données, nous avons retenu le seuil de 20%.

Par ailleurs, nous avons remarqué que la fraction des droits de vote diffère fréquemment de la fraction des actions détenues par les différentes catégories d'actionnaires. Nous constatons que 53,49% des entreprises de l'échantillon ont émis des actions à droit de vote double et que plus de la moitié pratique la séparation des droits de vote et des droits au capital. Nous remarquons notamment que la fraction des droits de vote détenus par le principal actionnaire est supérieure à celle du capital, puisque le rapport des droits de vote aux droits aux actions du principal actionnaire se situe en moyenne à 1.22.

La séparation des droits de vote et des droits du capital est une caractéristique du contexte financier français. Dans une pyramide complexe contenant plusieurs échelons, *« l'identité de l'actionnaire ultime qui détient le contrôle de fait n'est pas forcément évidente à identifier* » (Hamon, 2001 ; p 9). En raison de la complexité des mécanismes de séparation des droits de vote et des droits aux cash flows, nous avons retenu seulement la variable Double qui permettait de tenir compte de l'existence d'actions à droits de vote double.

3.4 La présence d'investisseurs institutionnels

L'observatoire de communication financière définit un investisseur institutionnel comme un institut dont la profession est de gérer des actifs financiers (banque, compagnie

[6] La Porta et al (1999, p 11) « As a first cut, we say that a corporation has a controlling shareholder (ultimate owner) if this shareholder's direct and indirect voting rights in the firm exceed 20 percent ».

d'assurance, caisse de retraite, hedge funds...). L'investisseur institutionnel investit les fonds collectés auprès de ses clients (particuliers, assurés, fonds de pension…) en instrument financiers (principalement actions, obligations), en immobilier, et matière première.

Les investisseurs institutionnels sont considérés comme les agents les plus exigeants en terme d'informations financières. De part leur présence, ils exercent une pression sur les dirigeants pour améliorer la qualité de la publication financière. Nous avons retenu le pourcentage d'actions détenues par les investisseurs institutionnels pour rendre compte de leur présence au capital. Nous avons collecté ces données à partir des rapports annuels (et/ou documents de référence) et lorsque ces informations n'ont pas été renseignées, nous les avons demandés aux services des relations investisseurs.

3.5 La composition du conseil d'administration/de surveillance

En France, il existe deux structures de leadership :

- La société avec conseil d'administration. Dans cette structure, souvent les fonctions de président du conseil et de directeur général sont assumées par une même personne (PDG).
- La société anonyme à directoire (fonction exécutive) et conseil de surveillance (fonction de contrôle).

Le Rapport Viénot (1995) et le rapport Bouton (2002) recommandent le recours à des administrateurs indépendants dans le conseil afin de protéger l'intérêt des actionnaires. La loi NRE se situe dans la continuité de ces travaux précédents, elle a sensiblement modifié le fonctionnement du conseil d'administration, en insistant sur la séparation des fonctions exécutive et de contrôle. Cette dissociation a pour objectif de renforcer l'indépendance des administrateurs par rapport au président.

Comme l'évoque le rapport bouton (2002), la notion d'indépendance n'a pas partout la même définition, elle est souvent confondue, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne notamment, avec celle de « non-exécutif » ou d'« externe ». Ce même rapport présente la définition d'administrateur indépendant : *« un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Ne peut être qualifié d'indépendants l'administrateur :*

-salarié ou mandataire social de la société, salarié ou administrateur de sa société-mère ou d'une société qu'elle consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes.

- mandataire social d'une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social de la société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur.

- ayant la qualité de client, fournisseur, banquier d'affaire, banquier de financement significatif de la société ou de son groupe,ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité.

- ayant un lien familial proche avec un mandataire social.

- ayant été auditeur de l'entreprise au cours des cinq années précédentes (article L 225-225 du Code de Commerce).

- ayant la qualité d'administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans.

Sont qualifiés d'indépendants, les administrateurs représentant des actionnaires ne participant pas au contrôle de la société.

Toutefois, au delà d'un seuil de 10% en capital ou en droits de vote, il convient que le Conseil, sur rapport du Comité des nominations, s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel. »

Nous avons retenu cette définition pour le calcul du pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil.

3.6 D'autres aspects institutionnels

Enfin, trois variables de contrôle permettent de tenir compte des aspects institutionnels. D'une part, nous supposons qu'à l'instar de Labelle et Schatt (2005) que toute chose égale par ailleurs, les 21 entreprises de l'échantillon faisant parties de l'indice du CAC40 et qui font l'objet d'un plus grand suivi de la part des investisseurs institutionnels, devraient avoir tendance à investir plus significativement dans la communication financière. D'autre part, les entreprises qui sont cotées sur plusieurs marchés financiers y compris le marché américain sont sujettes aux réglementations des marchés étrangers souvent très exigeants en matière d'informations financières ; elles devraient donc présenter une information riche et de meilleure qualité. Nous anticipons donc une relation positive entre la

qualité de l'information mesurée par la variable DISCL et les trois variables binaires CAC40 (égale à 1 si l'entreprise fait partie de l'indice CAC40 et 0 sinon), COTATION (égale à 1si l'entreprise est cotée sur plusieurs marchés et 0 sinon) et USCOT (égale à 1si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 sinon).

4. RESULTATS

Nous discutons respectivement les résultats de l'analyse exploratoire (ACP, ACM) et de l'analyse confirmatoire (régressions logistiques).

4.1 Les résultats de l'analyse exploratoire

Nous proposons d'utiliser en phase exploratoire, des méthodologies d'analyse multidimensionnelles pour étudier la relation entre les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la qualité de la publication financière, en prenant en considération certaines caractéristiques de la firme : l'appartenance à l'indice du CAC40, la multi cotation, la cotation sur le marché américain.

Nous analysons pour cela un tableau 86 lignes correspondant aux entreprises et de 14 colonnes pour les variables de notre enquête.

Nous utiliserons deux approches factorielles, associées respectivement à deux codages distincts de l'information, continu puis qualitatif. Les méthodes qui s'en suivent seront l'Analyse en Composantes Principales et l'Analyse des Correspondances Multiples.

En préalable de l'analyse multidimensionnelle, nous effectuons une analyse bivariée sur le tableau 3 qui présente les caractérisations par les modalités actives de l'étude de chacun des deux classes d'entreprises. Le test statistique utilisé est le V-test au seuil de 2.1 avec un risque de 5%. Il combine le pouvoir recouvrant d'une modalité dans une classe et son pouvoir discriminant vis-à-vis de l'autre groupe. Les modalités sont rangées par ordre décroissant de leur pertinence pour chaque groupe.

Ces premiers résultats montrent que:

- Les sociétés ayant une publication financière de qualité ne sont pas contrôlées par des familles et sont caractérisées respectivement par une proportion élevée d'administrateurs indépendants, la cotation sur le marché américain, une politique de stock-options en faveur des dirigeants, une appartenance à l'indice CAC40, une multi cotation . Elle sont caractérisées

en outre par une faible concentration du capital se traduisant par un indice Herfindhal et un pourcentage des droits de vote du premier actionnaire de faible valeur.

- Les sociétés ayant une publication financière de faible qualité sont caractérisées par un conseil non indépendant, elles ne sont pas cotées sur des marchés étrangers, ne font pas partie du CAC40, ne distribuent pas de stock-options en faveur de leurs dirigeants, ne sont pas cotées aux USA. Ces entreprises sont souvent contrôlées par des familles et disposent de pourcentage élevé des droits de vote du 1er actionnaire ainsi que d'une forte concentration du capital.

On déploie ensuite grâce aux approches factorielles, les différents paramètres de l'étude sur des cartes qui d'une part sont des bilans des interactions des variables entre elles, et qui d'autre part positionnent les entreprises les unes par rapport aux autres, et en fonction de leurs caractéristiques.

4.1.1 L'analyse en composantes principales

L'analyse en composantes Principales porte sur l'ensemble des variables codées de façon quantitative. Les deux premiers axes résument respectivement 38. 31% et le deuxième 15.78% de l'information

L'interprétation du premier plan factoriel (graphique 1) révèle une opposition entre :

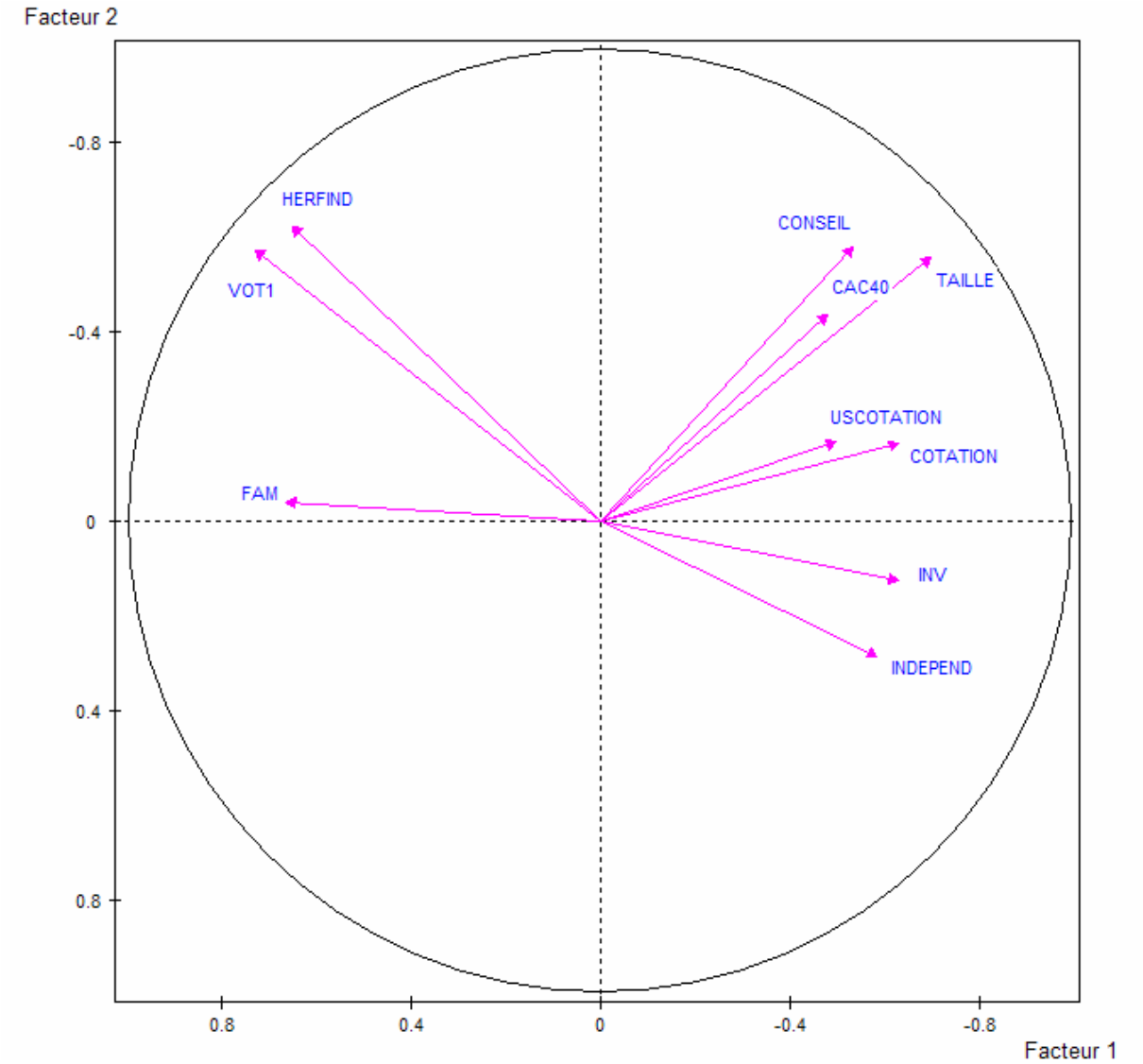
❖d'une part la cotation sur des marchés étrangers, la proposition de stock-options aux dirigeants, la taille des entreprises, l'appartenance au CAC40, l'indépendance du conseil et la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital

❖d'autre part la concentration du capital, la proportion de droit de vote de l'actionnaire de contrôle et le contrôle par des familles.

De plus, on observe que la détention par l'actionnaire de contrôle d'un pourcentage élevé des droits de vote est fortement corrélée avec l'indice Herfindhal c'est-à-dire avec une forte concentration de l'actionnariat.

Les résultats de l'ACP montrent d'une part une corrélation entre la taille et l'appartenance à l'indice CAC40, ce qui est cohérent avec le fait qu'il s'agit des 40 plus grande capitalisation financière sur la bourse de Paris ; d'autre part, une relation positive entre l'appartenance à l'indice du CAC40 et la taille du conseil.

Enfin, nous remarquons que les entreprises dans lesquels les investisseurs institutionnels détiennent une part élevée du capital sont rarement contrôlées par des familles.



Graphique1 : ACP variables quantitatives (binaires et continues)

4.1.2 L'analyse en correspondances multiples

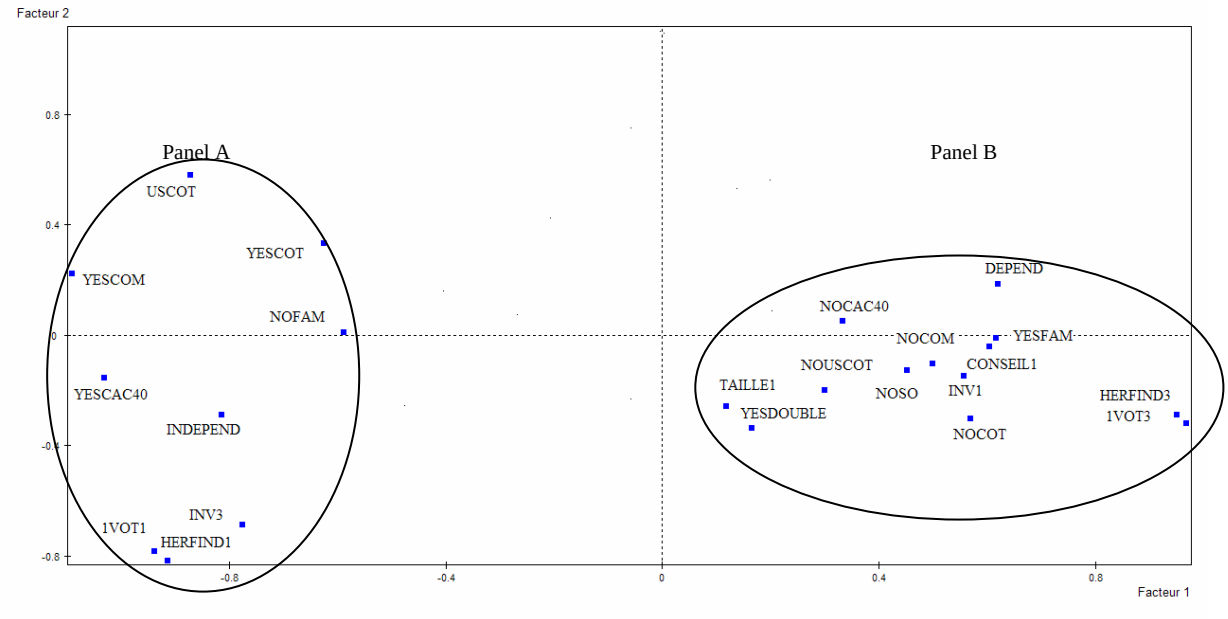
L'analyse des correspondances multiples sur notre échantillon a nécessité de faire un recodage des variables quantitatives (recodage en annexe) pour les positionner conjointement aux variables nominales de l'étude.

L'intérêt de ce recodage est de permettre d'étudier aussi bien les valeurs fortes des variables que les valeurs faibles, ce qui conduit à mieux caractériser les deux groupes d'individus de l'échantillon, ceux qui ont une bonne qualité de publication financière et ceux qui ont une communication financière de faible qualité.

On observe pour cela, à la fois pour les sociétés ayant bien communiqué et pour celles ayant moins bien communiqué, les incidences relatives des différents aspects de

gouvernement d'entreprise sur le premier plan factoriel de l'Analyse des Correspondances Multiples (Figure 2).

Figure 2 : ACM variables qualitatives



YESCOM/NOCOM : bonne/mauvaise qualité de publication, DEPEND : faible proportion d'administrateurs indépendants, YESFAM /NOFAM : contrôlée ou non par une famille, INV1/INV3 : faible/forte présence d'investisseurs institutionnels dans le capital, HERFIND1/HERFIND3 : faible/forte concentration du capital, 1VOT1/1VOT3 : faible/forte proportion des droits de vote de l'actionnaire de contrôle, YESCOT/NOCOT : cotation ou non sur des marchés étrangers, USCOT/NOUSCOT : cotation ou non sur le marché américain, YESCAC40/NOCAC40 : fait partie ou non de l'indice CAC40,

On confirme par l'examen des tableaux de contributions absolues et relatives les éléments suivants observés sur la figure 2:

- Le premier axe factoriel est l'axe de qualité de la publication financière opposant les sociétés ayant une bonne qualité de publication financière, à celles ayant une moins bonne qualité de publication.
- Il existe pour le panel B une relation entre la qualité de leur publication et la rémunération des dirigeants par stock-options, l'existence de droit de vote double, la taille. Cette relation ne s'observe pas pour le panel A.
- A droite du premier axe factoriel, on observe que les caractéristiques les plus proches de NOCOM sont INV1 (le peu de présence au capital des investisseurs institutionnels), YESFAM (contrôle familial), la non cotation sur un marché étranger notamment le marché américain, et la non appartenance à l'indice CAC40. Un peu plus éloignées mais toujours dans la même ellipse, se trouvent YESDOUBLE : l'existence de droit de vote double, TAILLE1 : petite taille, l'existence d'administrateurs non indépendants, enfin une forte concentration du capital et un droit de vote élevé de l'actionnaire de control.

Ces résultats sont cohérents avec nos hypothèses de départ.

- En opposition à ces firmes ayant une faible qualité de publication financière, on retrouve celles qui ont une bonne qualité de publication. Le graphique 2 montre la proximité de certaines caractéristiques à YESCOM en particulier : la cotation sur le marché américain, l'appartenance à l'indice CAC40. En effet, la cotation sur le marché américain soumet la firme à des obligations de publication très strictes, en plus de la forte présence d'investisseurs étrangers qui sont très exigeants en matière d'informations. Les entreprises du CAC40 sont suivies de près par plusieurs analystes financiers qui de part leur expérience professionnelle exerce des pressions sur les entreprises et les contraignent d'améliorer leur publication financière. Le graphique 2 montre que les entreprises ayant bien communiqués ne sont pas contrôlées par des familles, sont cotées sur plusieurs marchés étrangers (sont par suite soumises à plusieurs réglementations en matière d'informations financières) et un conseil indépendant. Les résultats de l'ACM montre que le panel A est caractérisé par une présence considérable d'investisseurs institutionnels, une faible concentration du capital et un faible contrôle du premier actionnaire. Conformément à la théorie de l'agence, la faible concentration du capital et le faible pourcentage des droits de vote réduit le poids des actionnaires de contrôle en particulier dans la prise de décision notamment celle concernant la publication financière.

En conclusion on peut affirmer que les résultats de l'ACM sont bien cohérents avec les prédictions de la théorie d'agence.

4.1.3 Les résultats de l'analyse confirmatoire

Les résultats de la matrice de corrélations montrent de nombreuses corrélations significatives entre les variables exogènes, en particulier entre les variables d'actionnariat (VOT1 et HERFI). Nous avons fait en sorte que ces variables ne soient pas introduites dans le même modèle. Nous discutons dans la suite des résultats des différents modèles.

Premièrement, il est intéressant de voir que les 2 taux de classement correct sont proches. Les résultats montrent que dans les 2 équations présentées, les variables de concentration du capital (HERFIND et VOT1) sont significatives au seuil de 5% et conformes au signe prévu. Selon Lakhal (2004, p. 14) « Ce constat est convergent avec le cas des marchés à concentration du capital comme Hong Kong et Singapore (Chau et Gray 2002) et de l'Europe continentale mettant en péril la transparence de l'information et par conséquent la protection des actionnaires minoritaires contre le risque d'expropriation de la part des actionnaires majoritaires ».

En effet, lorsque le capital est concentré et que les actionnaires majoritaires disposent d'un contrôle élevé sur l'entreprise via un pourcentage élevé des droits de vote, les actionnaires de contrôle peuvent exproprier les actionnaires minoritaires et sont par suite peu enclins à publier des informations financières. Ils préfèrent garder ces informations en interne afin de garder leur avantage par rapport aux actionnaires minoritaires. Il en résulte que les entreprises caractérisées par une forte concentration de l'actionnariat et un premier droit de vote élevé présentent une publication financière de faible qualité. Ces résultats corroborent les hypothèses préalablement émises à savoir qu'il existe une relation négative entre la qualité de la publication financière et la concentration du capital.

Deuxièmement, l'équation 2 montre un signe significatif au seuil de 1% pour la variable FAM mesurant le contrôle familial. En effet, les résultats de nos régressions logistiques confirment notre deuxième hypothèse à savoir que les entreprises contrôlées par des familles présentent une publication financière de faible qualité. Ho et Wong (2001) montrent une relation négative entre le contrôle familial et la qualité de la publication financière ; en effet, ces familles participent activement dans la gestion de l'entreprise et de part leurs positions ont accès à toute l'information dont elles ontd besoin, de ce fait la demande d'informations est nulle, ce qui se traduit par une communication opaque et donc une publication financière de faible qualité

Concernant, l'existence de stock-options en faveur des dirigeants et l'existence des droits de vote double. Les résultats sont conformes à nos anticipations. D'abord, conformément à la théorie d'agence, l'intéressement au capital permet d'éviter le comportement opportuniste du dirigeant en liant une partie de sa richesse à la valeur de la firme de façon à l'inciter à la maximiser. Le dirigeant a intérêt à présenter une publication financière de qualité dans le but d'augmenter la liquidité des ses titres (Kim et Verrecchia (1994), (Diamond et Verrechia (1991)) et leur valeur. Ensuite, l'existence des droits de vote double accentue la séparation des droits aux cash-flows et les droits au contrôle ; ce qui permet à l'actionnaire de contrôle de profiter de cette situation pour exproprier les actionnaires minoritaires et profiter des bénéfices privés.

Concernant les mécanismes internes de gouvernement d'entreprise (séparation des fonctions de président et directeur général, existence d'administrateurs indépendants), seule la variables INDEPEND est significative et conforme au signe prévu. Ainsi, les entreprises ayant une publication financière de qualité sont plus susceptible d'avoir des administrateurs indépendants dans son conseil. Par ailleurs, la taille du conseil et la structure d'unité du leadership ne semblent pas influer la qualité de la publication. Ce résultat peut s'expliquer par

l'hypothèse de substituabilité entre la publication financière et ces deux variables. Ainsi, la qualité de la publication financière semble remplacer l'inefficacité d'un mécanisme interne défaillant tel que la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général.

La relation entre le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la qualité de la publication financière n'est pas significative. Une distinction entre institutionnels étrangers et institutionnels français pourrait améliorer nos résultats. En effet, Lakhal (2004) a montré que les investisseurs institutionnels étrangers sont plus vigilants à l'égard des publications volontaires en tant que mécanisme protégeant l'intérêt des minoritaires que les institutionnels français. Les investisseurs institutionnels français détiennent souvent de large part du capital et on pourrait penser qu'ils ont un comportement semblable à celui des actionnaires majoritaires. Vu qu'ils ont souvent un accès interne à l'information, ils en profitent pour exproprier les actionnaires minoritaires et obtenir des bénéfices privés en réduisant au maximum la publication en externe.

Enfin, parmi nos variables de contrôle, seule la cotation sur le marché américain est significative et conformes au signe prévu. Il semble que le marché américain est plus exigeant en matière d'information que les autres marchés, ce qui explique la significativité de USCOT et la non significativité de COTATION. Les firmes cotées sur le marché américain sont soumises à une réglementation très stricte en matière de publication financière, ce qui explique la relation positive entre la US cotation et la qualité de la publication financière. De plus, la présence significative d'investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des firmes cotées aux Etats-Unis est garant de la bonne qualité de leurs publications financières.

5. CONCLUSIONS

Le contexte français marqué par une forte concentration du capital et une faible protection des actionnaires minoritaires apparaît à nos yeux comme étant un cadre intéressant permettant de mettre en évidence les conflits d'intérêts opposant les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. Cette étude montre que la qualité de la publication financière est faible dans les entreprises à forte concentration de capital et où les actionnaires de contrôle disposent d'un pourcentage élevé des droits de vote, souvent supérieur à leurs droits au capital.

La complexité et la variété des cibles de l'information rendent délicate la maîtrise du processus d'information. Les dirigeants, conscients de la nécessité de fournir une information

de qualité afin de réduire les conflits d'intérêts qui les opposent aux parties prenantes, se trouvent souvent confrontés au problème de répondre à des attentes différenciées et de plus en plus croissantes ; Faut-il privilégier les professionnels du marché financier (investisseurs institutionnels, analystes financiers, analystes économiques…) ou cibler un public plus large et proposer une information plus générale et facilement compréhensible ?

L'objet de ce papier était de vérifier si la qualité de la publication financière des sociétés françaises est fonction des mécanismes de gouvernement d'entreprise. Nombreuses études précédentes ont confirmé cette relation dans un contexte anglo-saxon marqué par une dilution de l'actionnariat. L'intérêt de notre étude est de tester cette relation en l'existence de différences institutionnelles importantes. En effet, l'actionnariat français est caractérisé par une forte concentration du capital (La porta et al (1999)), Faccio et al. (2002)) et une faible protection des investisseurs par rapport aux pays anglo-saxons (La Porta et al. (1998, 2000)).

Premièrement, à l'instar des études menées aux Etats-Unis (Gelb (2000)), les résultats de l'étude montrent que les entreprises qui ont une bonne qualité de publication financière ont un capital peu concentré.

Deuxièmement, les résultats de nos tests montrent que ces entreprises n'ont pas d'actionnaire de contrôle, ne sont pas contrôlées par des familles, n'ont pas de droits de vote double. Elles disposent d'un conseil indépendant et proposent des plans de stock-options à leurs dirigeants.

Troisièmement, il est à remarquer que la cotation aux USA influe sur la qualité de la publication financière. Le marché américain impose des obligations strictes en matière d'informations financières, ce qui explique la relation positive entre la qualité de la publication et la cotation aux Etats-Unis. On peut soutenir aussi que les investisseurs institutionnels américains contribuent à l'adoption de standards américains de gouvernance, leur présence est une garantie de protection des actionnaires minoritaires en cas de propriété concentrée.

En conclusion, les résultats obtenus sur des entreprises cotées françaises sont convergents avec des études antérieures menées dans un contexte anglo-saxon et corroborent quatre de nos hypothèses de départ. Ce papier contribue au champ de recherche empirique sur les mécanismes de gouvernement d'entreprise des firmes françaises. Il permet, en effet, de mettre en évidence des relations entre les mécanismes de contrôle des dirigeants et la qualité de la publication financière des firmes françaises. Il présente, en outre, un résultat intéressant

sur l'incidence du conflit opposant les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires sur la publication financière. Des mesures alternatives de la qualité de la publication financière prenant en considération plusieurs canaux de communication et permettant de pallier à la nature dichotomique de note variable endogène permettent d'améliorer les résultats de ce papier

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES:

Beasley, M. S. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", The Accounting Review, 71(4), pp. 443-465.

Berle A., Means G. (1932) The modern corporation and private property, Macmillan, N.Y.

Botosan C. (1997), "Disclosure Level and the cost of equity capital", The Accounting Review, 72(2), July, pp. 323-349.

Broye G. et Schatt A. (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », Finance Contrôle Stratégie, 6(2), pp. 67-89.

Bushee B., Noe C. (2000), « Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility », Journal of Accounting Research, 38, supplement, pp.171-202.

Casta J.F. (1997), « La Comptabilité et Ses Utilisateurs » in Encyclopédie de Gestion, Economica, Paris, Mai, pp. 258

Charreaux G. (1997), Le gouvernement des Entreprises: Coporate Governance, théories et faits, Ed. Economica, Paris.

Charreaux G., (1996) « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », Working Papers FARGO 0960601, Université de Bourgogne - LEG/Fargo (Research center in Finance,Organizational Architecture and Governance).

Chau G.K., Gray S.J., (2002), « Ownership structure and corporate voluntary disclosure in wng Kong and Singapore », The International Journal of Accounting, 37(2), pp. 247-265.

Chen, J.P., Charles, et Jaggi, B. L. (2000) « The Association between independent nonexecutive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong ». Journal of Accounting and Public Policy, 19(4-5), pp.285-310.

Demstz H., Lehn K., (1985), « The structure of corporate ownership: Causes and consequences», Journal of Political Economy, 93(6), pp. 1155-1177.

Depoers, F. (2000), "A Cost-benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies', European Accounting Review, 9(2), pp. 245-263.

Diamond D., Verrechia E. (1991), "Disclosure, liquidity, and the cost of capital", The Journal of Finance, 46(4), September, pp. 1325-1359.

Elgazzar S., (1998), "Predisclosure Information and Institutional Ownership: A Cross-sectional Examination of Market Revaluation during Earnings Announcement Periods", Accounting Review, 73(1), pp. 119-129

Faccio M., Lang L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations», Journal of Financial Economics, 65(3), pp. 365-395.

Fama E., Jensen M. (1983), « Separation of Ownership and Control », The Journal of Law And Economics, 26, June, pp. 301-326.

Gelb (2000) « Managerial ownership and accounting disclosure: an empirical study », Review of Quantitative Finance and Accounting, 15, pp. 169-185.

Gibbins, M, Richardson, A., Waterhouse, J. (1990) « The management of corporate financial disclosures: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes », Journal of Accounting Research, spring, 28(1), pp. 121-143.

Ginglinger, E. L'Her, J.F., (2002), « Ownership structure and open market stock repurchases in France », The European Financial Management Association, London 2002

Healy P., Hutton A., Palepu K. (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure », Contemporary Accounting Research, 16, pp. 485-520.

Healy P.M, Palepu K. M. (2001), « Information Asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : a review of the empirical disclosure literature », Journal of Accounting and Economics, 31, pp. 405-440.

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.

Jensen M. (1986), "Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers" American Economic Review, May, 76, pp. 323-329.

Jensen M., Meckling W. (1976), "Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, October, pp. 305-360.

Kim, O., Verrechia R. (1994) « Market liquidity and volume around earnings announcements », Journal of Accounting and Economics, n° 17 January, pp. 41-67.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R.W. (1998) « Law and Finance», Journal of Political Economy, 106, pp. 1113-1150.

La Porta, R, Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000), "Investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economics, 58, pp. 3-27.

La Porta, R., Shleifer, A., Florencio, L., (1999), « Corporate ownership around the world », Journal of Finance, 54, pp. 471-517.

Labelle R., Schatt A. (2005) "Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises" Finance Contrôle Stratégie, 8(3), septembre, pp.77-104.

Lakhal F. (2004) "Les mécanismes de gouvernement d'entreprises et les publications volontaires des résultats comptables », Cahier de recherche, Institut de Recherche en Gestion, Université Paris XII Val-De-Marne, Août.

Lang M., Lundholm R. (1996), "Corporate disclosure policy and analyst behavior", The Accounting Review, 71, 4, October, pp. 467-492.

Lee J.T. (2004) « Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens », Finance Contrôle Stratégie, 7(4), pp.143-166.

Lemmon M. L., Lins K. V. (2003), « Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis", The Journal of Finance, 58(4), 1445-1468.

Mak, Y.T. et Li, Yuan, (2001) « Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: evidence from Singapore », Journal of Corporate Finance, 7, pp. 235-256.

Marois B., Bompoint P. (2003) Gouvernement d'entreprise et communication financière, Edition Economica, Paris

Marston, C. L., Shrives, P. J. (1991), "The use of disclosure indices in accounting research: a review article", British Accounting Review, 23(3), pp.195-210.

Meek G., Roberts C., Gray S. (1995), «Factor influencing Voluntary annual report Disclosure by US , UK & continental European Multinationals», Journal of International Business Studies, 26(3), pp. 555-572.

Montandrau S. (2004) « activisme des investisseurs institutionnels et richesse de l'actionnaire : l'influence du conseil d'administration lors des alertes de l'AFG-1SFFI », cahier CEROG, IAE Aix, janvier.

Nagar V., Nanda D., Wysocki P. (2003), «Discretionary Disclosure and stock-based incentives", Journal of Accounting and Economics, 34, pp. 283-309.

Observatoire de la communication financière, (2006), Lexique de la Communication Financière http://www.cliff.asso.fr/iso_album/lexique-vf.pdf

Raffournier, B. (1995), "The Determinants of Voluntary Disclosure by Swiss Listed Companies", European Accounting Review, 4(2), pp. 261-280.

Sengupta P. (1998), "Corporate disclosure quality and the cost of debt", The Accounting Review, 73, October, pp. 459-474

Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », Journal of Finance, 52(2), pp. 737-783.

Shleifer, A., Vishny R.W. (1986), « Large share holders and corporate control », Journal of Political Economy, 95, p. 461-488.

Watts R., Zimmerman J. (1986) Positive Accounting Theory, Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall

Welker M. (1995), « Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets », Contemporary Accounting Research, 11(2), p. 801-827.

Williamson O.E (1994), Les instituions de l'économie, Paris, Interéditions

Williamson, O. E. (1985), « The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes », Journal of Economic Literature, December, pp. 537-68.

Wirtz, P. (2005) "Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », Comptabilité Contrôle Audit, Tome 11, vol. 1, p. 141-159.

Annexes

Tableau n°1 : Définition et mesure des variables

	Définition	*Mesure*
Variable endogène :		

DISCL	Qualité de la publication financière	Variable dichotomique égale à 1 si la société a été nommée pour le prix du meilleur rapport annuel et 0 sinon.
Variables exogènes :		
CONSEIL	Taille du conseil	Nombre d'administrateurs dans le conseil.
INDEPEND	composition du conseil d'administration/de surveillance	Pourcentage des administrateurs indépendants.
CUMUL	Cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général	Variable dichotomique prenant la valeur 1 en cas de structure d'unité du leadership et 0 sinon.
HERFI	Indice de concentration de Herfindhal	La somme des carrées des pourcentages d'actions détenus par les actionnaires.
VOT1	Vote du premier actionnaire	Pourcentage des droits de vote détenus par le premier actionnaire.
VOT2	Vote du second actionnaire	Pourcentage des droits de vote détenus par le second actionnaire.
FAM	Contrôle familial	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si le premier actionnaire est une famille et 0 sinon.
DOUBLE	Droit de vote double	Variable dichotomique prenant la valeur 1 s'il existe un droit de vote double et 0 sinon.
INV	Investisseurs institutionnels	Pourcentage d'actions détenues par les investisseurs institutionnels.
SO	Plans de stocks-options	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si les dirigeants bénéficient des stocks-options et 0 sinon.
TAILLE	Taille de la firme	Logarithme du total actif.
COTATION	Cotation sur un marché étranger	Variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger et 0 sinon.
USCOT	Cotation sur le marché américain	Variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 sinon.
DETTE	Taux d'endettement	Le total des dettes divisé par le total actif.
CAC40	Appartenance au CAC40	Variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise fait partie de l'indice CAC40 et 0 sinon.

Tableau n°2 : Les caractéristiques des 86 entreprises étudiées

L'échantillon comprend 86 entreprises françaises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2004. CONSEIL représente la taille du conseil, INDEPEND mesure le pourcentage des administrateurs indépendants, HERFI est le niveau de concentration du capital, égale à la somme du carré du pourcentage de capital détenu par les actionnaires, VOTE1 et VOTE2 correspondent au pourcentage de droits de vote détenus par le premier et deuxième actionnaire, FAM représente le contrôle familial. DOUBLE est égale à 1 si l'entreprise dispose de droits de vote double et à sinon, SO est égale à 1 si les dirigeants bénéficient de stock-options. INV est le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels. COTATION prend 1 si l'entreprise est cotée sur plus d'un marché et 0 sinon, USCOT prend 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 sinon, le ratio d'endettement DETTE et le total actif ont été obtenus dans la base de donnée COMPUSTAT. Toutes les autres données ont été collectées à partir du dernier rapport annuel (2004) ou des services de relations investisseurs.

Statistiques descriptives des variables continues

Libellé	*Effectif*	*Poids*	*Moyenne*	*Ecart-type*	*Minimum*	*Maximum*
CONSEIL	85	85,00	10,81	3,97	3,00	20,00
INDEPEND	85	85,00	0,45	0,22	0,00	1,00
HERFI	86	86,00	0,15	0,17	0,00	0,73
VOT1	86	86,00	0,33	0,25	0,01	0,85
VOT2	86	86,00	0,09	0,08	0,00	0,38
INV	86	86,00	0,40	0,26	0,00	0,95
DETTE	86	86,00	21,13	192,62	0,00	1 797,00
TAILLE	86	86,00	8,18	1,56	5,55	11,48

Statistiques descriptives des variables nominales

	Variables	*Effectif*	*Fréquence*
DISCL	Mauvaise qualité de publication	59	68,6
	Bonne qualité de publication	27	31,4
CUMUL	structure de dualité	35	40,7
	structure d'unité	50	58,82
FAM	Non familiale	43	50
	Familiale	43	50
DOUBLE	Pas de droit de vote double	40	46,51
	Droit de vote double	46	53,49
SO	Pas de stock-options	33	38,37
	Stock-options	53	61,63
COTATION	Non multi cotée	44	51,16
	Multi cotée	42	48,84
CAC40	Ne fait pas partie du CAC40	71	82,56
	Fait partie du CAC40	15	17,44
USCOT	Non cotée aux USA	64	74,42
	Cotée aux USA	22	25,58

<u>Tableau n°3 :</u> Recodage des variables en variables qualitatives et caractérisation par les modalités des classes de la variable DISCL

1- Recodage des variables quantitatives en variables qualitatives :

- Si la variable DISCL est égale à 1 alors C2=YESCOM sinon C2 = NOCOM,
- La variable HERFI a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C6=HERFIND1, C6=HERFIND2 et C6=HERFIND3,
- De la même façon, la variable VOT1 C C7=1VOT1, C7=1VOT2 et C7=1VOT3,
- Si la variable FAM est égale à 1 alors C9=YESFAM sinon C9 = NOFAM,
- Si la variable DOUBLE est égale à 1 alors C10=YESDOUBLE sinon C10 = NODOUBLE
- La variable INV mesurant l'actionnariat des investisseurs institutionnels a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C11=INV1, C11=INV2 et en C11=INV3,
- Si la variable SO est égale à 1 alors C12=YESO sinon C12 = NOSO,
- Enfin, si la variable COTATION =1 alors C13=YESCOT sinon C13=NOCOT
- Si la variable CAC40 est égale à 1 alors C16=YESCAC40 sinon C16 = NOCAC40,
- Si la variable USCOT est égale à 1 alors C17=USCOT sinon C17 = NOUSCOT,
- La variable INDEPEND a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C5=DEPEND, C5=INTERMEDIAIRE, C5=INDEPEND
- De la même façon, la variable CONSEIL a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C3= CONSEIL1, C3= CONSEIL2, C3= CONSEIL3,
- Si CUMUL=1 alors C4=PDG sinon C4=NOPDG,
- La variable TAILLE a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C15=TAILLE1, C15=TAILLE2, C15=TAILLE3

2- Caractérisation par les modalités des classes de la variable

Classe: C2=NOCOM (Effectif: 59 - Pourcentage: 68.60 %)

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
DISCL	C2=NOCOM	100,00	68,60	100,00	9,79	0,000	59
HERFI	C6=HERFIND3	47,46	32,56	100,00	4,65	0,000	28
VOT1	C7=1VOT3	47,46	32,56	100,00	4,65	0,000	28
FAM	C9=YESFAM	62,71	48,84	88,10	3,66	0,000	42
USCOT	C17=NOUSCOT	86,44	74,42	79,69	3,43	0,000	64
SO	C12=NOSO	49,15	37,21	90,63	3,30	0,000	32
CAC 40	C16=NOCAC40	86,44	75,58	78,46	3,12	0,001	65
COTATION	C13=NOCOT	64,41	52,33	84,44	3,12	0,001	45
INDEPEND	C5=DEPEND	42,37	33,72	86,21	2,33	0,010	29
HERFI	C6=HERFIND1	23,73	33,72	48,28	-2,62	0,004	29
VOT1	C7=1VOT1	22,03	33,72	44,83	-3,11	0,001	29
COTATION	C13=YESCOT	35,59	47,67	51,22	-3,12	0,001	41
CAC 40	C16=YESCAC40	13,56	24,42	38,10	-3,12	0,001	21
SO	C12=YESSO	50,85	62,79	55,56	-3,30	0,000	54
USCOT	C17=USCOT	13,56	25,58	36,36	-3,43	0,000	22
INDEPEND	C5=INDEPEND	20,34	33,72	41,38	-3,60	0,000	29
FAM	C9=NOFAM	37,29	51,16	50,00	-3,66	0,000	44
DISCL	C2=YESCOM	0,00	31,40	0,00	-9,79	0,000	27

Classe: C2=YESCOM (Effectif: 27 - Pourcentage: 31.40%)

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
DISCL	C2=YESCOM	100,00	31,40	100,00	9,79	0,000	27
FAM	C9=NOFAM	81,48	51,16	50,00	3,66	0,000	44
INDEPEND	C5=INDEPEND	62,96	33,72	58,62	3,60	0,000	29
USCOT	C17=USCOT	51,85	25,58	63,64	3,43	0,000	22
SO	C12=YESSO	88,89	62,79	44,44	3,30	0,000	54
CAC 40	C16=YESCAC40	48,15	24,42	61,90	3,12	0,001	21
COTATION	C13=YESCOT	74,07	47,67	48,78	3,12	0,001	41
VOT1	C7=1VOT1	59,26	33,72	55,17	3,11	0,001	29
HERFI	C6=HERFIND1	55,56	33,72	51,72	2,62	0,004	29
INDEPEND	C5=DEPEND	14,81	33,72	13,79	-2,33	0,010	29
COTATION	C13=NOCOT	25,93	52,33	15,56	-3,12	0,001	45
CAC 40	C16=NOCAC40	51,85	75,58	21,54	-3,12	0,001	65
SO	C12=NOSO	11,11	37,21	9,38	-3,30	0,000	32
USCOT	C17=NOUSCOT	48,15	74,42	20,31	-3,43	0,000	64
FAM	C9=YESFAM	18,52	48,84	11,90	-3,66	0,000	42
VOT1	C7=1VOT3	0,00	32,56	0,00	-4,65	0,000	28
HERFI	C6=HERFIND3	0,00	32,56	0,00	-4,65	0,000	28
DISCL	C2=NOCOM	0,00	68,60	0,00	-9,79	0,000	59

3- Histogramme des 11 premières valeurs propres

NUMERO	VALEUR PROPRE	POURCENTAGE	POURCENTAGE CUMULE	
1	4.2139	38.31	38.31	**********
2	1.7360	15.78	54.09	********
3	1.1901	10.82	64.91	******
4	0.9845	8.95	73.86	*****
5	0.7013	6.38	80.24	***
6	0.6289	5.72	85.95	***
7	0.5625	5.11	91.07	**
8	0.4423	4.02	95.09	**
9	0.2661	2.42	97.51	*
10	0.2249	2.04	99.55	*
11	0.0494	0.45	100.00	*

Tableau n°5 : Matrice de corrélations

Ce tableau présente les résultats des analyses de corrélations partielles des variables exogènes et endogène. HERFI mesure le niveau de concentration du capital, égale à la somme des carrés des pourcentages de capital détenu par les actionnaires, VOTE1 et VOTE2 correspondent au pourcentage de droits de vote détenus par le premier et le deuxième actionnaire, FAM représente le contrôle familial, DOUBLE prend 1 s'il existe des droits de vote double et 0 sinon, INV mesure la propriété des institutionnels, Cotation et USCOT mesure respectivement la cotation sur un marché étranger et aux USA, CUMUL est égale s'il existe une structure d'unité de leadership, DETTE est le ratio d'endettement, TAILLE mesure la taille de l'entreprise, INDEPEND mesure le pourcentage des administrateurs indépendants, conseil mesure la taille du conseil, SO est égale à 1 si les dirigeants bénéficies d'un plan de stock-options. ***, **, * la corrélation est significative aux seuils de 1%, 5% et 10%.

	DISCL	CONSEIL	CUMUL	INDEPEND	HERFI	VOT1	VOT2	FAM	DOUBLE	INV	SO	COTATION	DETTE	TAILLE	CAC40	USCOTATION
DISCL	1															
CONSEIL	0,166 0,129	1														
CUMUL	0,109 0,322	,261(*) 0,016	1													
INDEPEND	,448(**) 0	0,167 0,127	-0,003 0,977	1												
HERFI	-,436(**) 0	-0,053 0,631	-0,041 0,711	-,389(**) 0	1											
VOT1	-,493(**) 0	-0,113 0,302	0,014 0,895	-,441(**) 0	,942(**) 0	1										
VOT2	0,018 0,871	0,079 0,473	-0,043 0,693	0,015 0,895	-0,102 0,351	-0,077 0,483	1	0,199								
FAM	-,488(**) 0	-,248(*) 0,022	-0,014 0,898	-,396(**) 0	,289(**) 0,007	,390(**) 0	0,141 0,199	1								
DOUBLE	-,234(*) 0,031	-0,133 0,226	0,189 0,083	-0,106 0,335	0,013 0,905	0,13 0,236	0,024 0,824	,365(**) 0,001	1							
INV	,310(**) 0,004	,307(**) 0,004	0,161 0,14	,322(**) 0,003	-,382(**) 0	-,441(**) 0	-0,05 0,65	-,489(**) 0	-0,088 0,421	1						
SO	,374(**) 0	0,208 0,056	0,189 0,084	,340(**) 0,001	-,335(**) 0,002	-,306(**) 0,004	0,046 0,677	-0,039 0,72	0,113 0,303	0,079 0,475	1					
COTATION	,403(**) 0	,271(*) 0,012	0,09 0,412	,339(**) 0,002	-,251(*) 0,02	-,309(**) 0,004	0,037 0,739	-,459(**) 0	-,292(**) 0,007	0,122 0,268	0,118 0,281	1				
DETTE	-0,074 0,499	-0,132 0,228	-0,13 0,235	-0,056 0,609	-0,057 0,602	-0,049 0,654	0,015 0,89	-0,11 0,314	-0,118 0,28	-0,035 0,752	-0,14 0,2	0,113 0,303	1			
TAILLE	,341(**) 0,001	,638(**) 0	,239(*) 0,028	,262(*) 0,015	-0,136 0,215	-,223(*) 0,04	-0,165 0,131	-,401(**) 0	-0,118 0,283	,340(**) 0,001	0,143 0,192	,449(**) 0	-0,132 0,23	1		
CAC40	,214(*) 0,049	,387(**) 0	,262(*) 0,015	0,051 0,643	-0,182 0,095	-0,211 0,052	-0,007 0,949	-0,16 0,144	0,055 0,619	0,212 0,051	,232(*) 0,032	0,171 0,118	-0,05 0,647	,575(**) 0	1	
USCOTATION	,429(**) 0	,233(*) 0,032	0,147 0,18	0,141 0,197	-,241(*) 0,026	-,264(*) 0,015	-0,023 0,832	-0,143 0,191	-0,184 0,092	0,187 0,087	0,107 0,328	,539(**) 0	-0,062 0,57	,322(**) 0,003	0,164 0,133	1

Tableau n°6: Régression Logit portant sur la qualité des rapports annuels

L'échantillon utilisé regroupe 86 entreprises appartenant à l'indice SBF 120, les coefficients sont estimés à partir d'une régression LOGIT, la variable dépendante, DISCL prend la valeur 1 si l'entreprise a une communication financière de bonne qualité et 0 sinon. VOT1 est le pourcentage de vote détenu par l'actionnaire majoritaire, HERFI est l'indice de concentration de Herfindhal, DOUBLE prend la valeur 1 si l'entreprise détient des droits de vote double, INV est le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels, SO est égale à 1 si les dirigeants sont rémunérés par des stock-options et 0 sinon, FAM prend la valeur 1 si l'actionnaire majoritaire est une famille et 0 sinon, COTATION égale à 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger, DETTE est le total dettes sur total actif, CAC40 est égal à 1 si l'entreprise fait partie de l'indice CAC40 et 0 sinon, USCOT égale à 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain, Conseil est la taille du conseil, INDEPEND est la proportions d'administrateurs indépendants, CUMUL prend 0 s'il y a séparation des fonctions de président du conseil et directeur générale.

	Equation 1		*Equation 2*	
	B	*Signif.*	*B*	*Signif.*
HERFI	-10,437	0,038**		
VOT1			-6,472	0,011**
VOT2			2,546	0,541
FAM	-2,652	0,004***		
DOUBLE			-1,131	0,075*
INV			0,533	0,702
SO	2,441	0,009***		
CUMUL			0,732	0,281
INDEPEND			2,851	0,094*
CONSEIL			0,011	0,901
COTATION	0,155	0,857		
USCOT	2,282	0,016**		
CAC40	0,194	0,815		
TAILLE				
DETTE				
Constante	-1,451	0,153	-1,017	0,551
Nombre d'obeservations	86		86	
Taux de classement correct	89,5		78,8	
R^2 de Nagelkerke	0,677		0,502	

* *significatif au seuil de 10%*

** *significatif au seuil de 5%*

*** *significatif au seuil de 1%*