



HAL
open science

LA QUALITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE EST-ELLE LIÉE À LA STRUCTURE DU CAPITAL ? LE CAS DES BLUE CHIPS ET SMALL CAPS BELGES

Mélanie Croquet, Laetitia Pozniak, Olivier Colot

► **To cite this version:**

Mélanie Croquet, Laetitia Pozniak, Olivier Colot. LA QUALITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE EST-ELLE LIÉE À LA STRUCTURE DU CAPITAL ? LE CAS DES BLUE CHIPS ET SMALL CAPS BELGES. *Mesure, évaluation, notation – les comptabilités de la société du calcul*, May 2014, Lille, France. pp.cd-rom. hal-01899079

HAL Id: hal-01899079

<https://hal.science/hal-01899079>

Submitted on 24 Oct 2018

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.

LA QUALITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE EST-ELLE LIÉE À LA STRUCTURE DU CAPITAL ? LE CAS DES BLUE CHIPS ET SMALL CAPS BELGES.

Mélanie CROQUET

Laeticia POZNIAK

Olivier COLOT

Résumé : L'objectif est d'appréhender la qualité de la communication financière des entreprises belges cotées sur le NYSE Euronext Bruxelles à travers une analyse détaillée de leur rapport annuel et d'identifier le lien entre la structure actionnariale de ces sociétés et cette qualité de communication financière. La qualité de cette communication est normée à l'aide d'un scoring fondé sur une grille d'analyse de contenu. Ce score est régressé sur les variables de structure de propriété associées à des variables de contrôle. Les résultats montrent que la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels, le caractère familial de la société ainsi que sa taille et son niveau d'endettement incitent les sociétés à produire une information financière de qualité.

Mots clés : Structure de propriété, communication financière, Euronext Bruxelles, concentration/dilution du capital

Abstract : The objective is to identify the quality of the financial communication of the Belgian companies quoted on the NYSE Euronext Brussels through a detailed analysis of their annual report and to identify the link between the shareholder structure of these firms and this quality of financial communication. The quality of this communication is normalized by means of a scoring based on a railing of analysis of contents. This score is regressed on the variables of structure of property associated with variables of control. The results show that the part of capital held by institutional investors, the family character of the firm as well as its size and its level of debts incite firms to produce a good financial information.

Key words : shareholder structure, financial communication, Euronext Brussels, concentration/dilution of the capital

1. Introduction

L'analyse de la communication financière (site internet, rapport annuel) des entreprises belges cotées sur le NYSE Euronext Bruxelles (compartiments A et C) s'est principalement focalisée jusqu'ici sur les entreprises cotées sur le Marché Libre de Bruxelles (Pozniak, 2010; Pozniak & Croquet, 2011; Pozniak, 2013) c'est-à-dire le marché de cotation non réglementé pour lequel les entreprises n'ont aucune obligation de communication.

Malgré tout, ces études ont mis en évidence plusieurs constats :

- Il existe une très grande diversité dans les manières de communiquer l'information financière au sein de ces entreprises qui sont principalement de type PME.

- Le lien entre la structure de propriété et la communication de l'information financière est peu clair et fortement influencé par la performance même de ces entreprises.

Ces constats sont bien évidemment propres à ce type particulier d'entreprises cotées sur ce type particulier de marché. Cependant, ces constats, notamment ceux liés à la pluralité des politiques de communication financière et à l'ambiguïté du lien entre la qualité de ces politiques et la structure de propriété, sont également retrouvés au sein d'autres études. Citons entre autre l'étude de Labelle & Schatt (2005) réalisée sur les entreprises non financières du SBF120, c'est-à-dire des entreprises cotées sur le marché réglementé de Paris du NYSE Euronext ou encore l'étude de Bauweraerts & Colot (2013) réalisée sur ces mêmes entreprises.

Le marché réglementé du NYSE Euronext, s'il impose d'assez importantes obligations de communication financière, n'a aucune exigence en matière de qualité de cette communication financière.

L'objectif de cette recherche est donc d'appréhender, dans un premier temps, la qualité de la communication financière des entreprises belges cotées sur le NYSE Euronext Bruxelles à travers une analyse détaillée de leur rapport annuel. Dans un second temps, cette recherche vise à mettre en relation la structure de propriété de ces entreprises et la qualité de leur communication financière, et ce à l'instar notamment des études de Labelle & Schatt (2005), de Khodadadi et al. (2010) et Ben Ayed-Koubaa (2011).

Le positionnement de cette recherche se situe donc dans la littérature relative à l'impact de la relation entre structure de propriété et communication financière. Cette littérature fait l'objet de la première partie de cette recherche à l'issue de laquelle six hypothèses de recherche sont formulées. La deuxième partie est, quant à elle, consacrée aux méthodes permettant d'appréhender la qualité de l'information financière. Sur la base de cette deuxième partie, des choix méthodologiques sont posés afin de pouvoir mesurer la qualité de l'information financière présente dans le rapport annuel des blue chips et des small caps belges cotées sur la place de Bruxelles. Cette deuxième partie détaille également la méthodologie qui permet le test des hypothèses de recherche. Cette méthodologie s'inscrit dans le champ de l'analyse discriminante puisque le modèle testé est de type logit. La troisième partie présente la discussion des résultats obtenus. Finalement, la dernière partie est consacrée aux principales conclusions de cette recherche et aux pistes futures de recherche qu'elles engendrent.

2. Structure du capital et étendue de la diffusion de la communication financière. Une revue de la littérature.

Plusieurs thèses sont couramment mobilisées lorsque le lien entre la structure de propriété et la communication financière est exploré. Ces thèses découlent de la théorie de l'agence et sont directement reliées aux conflits d'agence entre d'une part, les actionnaires et les dirigeants et, d'autre part, les actionnaires majoritaires et minoritaires.

La première thèse concerne le lien positif entre la part du capital détenue par le public (flottant) et la qualité de la communication financière. Cette thèse est soutenue par la théorie positive de l'agence développée par Jensen & Meckling (1976). Les coûts d'agence engendrés

par la séparation de la propriété et de la gestion de l'entreprise s'accroissent en effet lorsque l'actionnariat est dilué. Une communication financière de meilleure qualité serait donc une nécessité dans ce type d'entreprise afin d'améliorer la transparence de la gestion du dirigeant aux yeux des actionnaires. L'impact positif de la dilution du capital sur la qualité de l'information financière divulguée semble empiriquement validé selon les recherches répertoriées dans le tableau 1.

Tableau 1 – Influence de la dilution du capital sur la qualité de l'information financière

<i>Auteurs</i>	<i>Échantillon</i>	<i>Objectif de recherche</i>	<i>Méthodologie</i>	<i>Mesure de la dispersion du capital</i>	<i>Mesure de la communication financière</i>	<i>Effet observé</i>
Asbaugh, Johnstone & Warfield (1999)	290 entreprises non financières identifiées sur la base de leur rating AIMR.	Déterminants de la qualité de la relation investisseur sur l'Internet.	Régression logistique	% du capital détenu aux mains du public	Scoring	Positif
Bollen, Hassink & Bozic (2006)	270 entreprises cotées à Bruxelles, Paris, Amsterdam, Londres, Johannesburg et Sidney, considérées comme les plus grandes en termes de capitalisation boursière.	Déterminants de la qualité de la relation investisseur sur l'Internet.	Régression de type OLS	% du capital détenu aux mains du public	Scoring	Positif
Pozniak (2013)	68 entreprises cotées sur les marchés non réglementés de Bruxelles et Paris.	Déterminants de la communication financière sur l'Internet.	Régression de type OLS	% du capital détenu aux mains du public	Scoring	Non significatif

La revue de la littérature concernant la liaison entre dispersion du capital et qualité de l'information financière nous amène à poser l'hypothèse 1 suivante :

H1. Les entreprises à actionnariat dilué présentent une communication financière de qualité.

La seconde thèse est liée à l'influence de la concentration du capital sur la qualité de l'information financière. A cet égard, la plupart des études empiriques semblent valider l'effet

négalif de la concentration du capital sur la qualité de l'information financière divulguée (voir tableau 2). La transparence de l'information financière semblerait moins nécessaire au sein des entreprises contrôlées par un actionnariat majoritaire.

Tableau 2 – Influence de la concentration du capital sur la qualité de l'information financière

<i>Auteurs</i>	<i>Échantillon</i>	<i>Objectif de recherche</i>	<i>Méthodologie</i>	<i>Mesure de la concentration du capital</i>	<i>Mesure de la communication financière</i>	<i>Effet observé</i>
Gelb (2000)	3219 entreprises (sauf les financières)	Lien entre la concentration du capital et la diffusion d'information financière.	Régression de type OLS	Addition des parts détenues par actionnaires principaux (min 10%).	AIMR disclosure ranking	Négatif
Paturel, Matouissi & Jouini, (2006)	SBF 120 et FTSE 100 (sauf entreprises financières)	Déterminants de la diffusion d'information financière sur l'Internet.	Régression de type OLS	Addition des parts détenues par actionnaires principaux (min 5%).	Scoring	Négatif
Ben Ali & Gettler Summa (2006)	SBF 120 (sauf entreprises financières)	Lien entre la structure de propriété et la diffusion d'information financière.	Régression logistique	Indice de Herfindhal = somme des carrés des % d'actions détenues par les différents actionnaires.	Nomination (ou pas) pour le prix du meilleur rapport annuel.	Négatif
Abdelsalam, Bryant & Street (2007)	120 entreprises cotées sur le London Stock Exchange	Déterminants de la diffusion d'information financière sur l'Internet.	Régression de type OLS	Addition des parts détenues par actionnaires principaux (min 3%).	Scoring	Non significatif
Barredy & Darras, (2008)	203 entreprises familiales	Lien entre la concentration du capital et la diffusion d'information financière sur l'Internet.	AFC et tests non paramétriques	Min 50% du capital aux mains d'une famille.	Scoring	Négatif
Almilia (2009a)	303 entreprises cotées sur l'Indonesia stock	Déterminants de la communication financière sur l'Internet.	Régression logistique	Addition des parts détenues par actionnaires principaux.	Scoring	Positif
Ben Ayed-Koubaa (2011)	61 entreprises commerciales et industrielles du SBF120	Lien entre les pratiques de gouvernance et la qualité de la communication financière.	Régression de type OLS	Existence d'un contrôle ou non de l'entreprise.	Erreur absolue des prévisions des analystes financiers	Positif

Toutefois, l'argument selon lequel la concentration du capital aurait un impact négatif sur la qualité de l'information financière divulguée semble assez restrictif étant donné les différents types de concentration du capital et leurs liens avec le contrôle de l'entreprise. Dans un

contexte de structure de propriété concentrée, les conflits d'agence se situent surtout entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer & Vishny, 1998). Les actionnaires de contrôle peuvent effectivement être tentés de s'approprier « *des bénéfiques privés en plus des bénéfiques publics* » (Ledentu, 2008, p. 27) et/ou entretenir des relations étroites avec le dirigeant (Denis & McConell, 2003). En conséquence, le niveau de transparence financière des entreprises à actionnariat concentré peut fortement varier en fonction du niveau d'asymétrie informationnelle entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires.

Deux cas de concentration de la propriété vont ici être envisagés : le cas de la concentration aux mains d'actionnaires de contrôle externes tels que les investisseurs institutionnels et le cas de l'entreprise concentrée aux mains de familles. L'analyse de l'influence de ces deux types de concentration sur la qualité de la divulgation d'informations financières engendre deux argumentations assez distinctes même s'il semble que l'existence d'actionnaires de contrôle tend à réduire l'opportunisme managérial (Demsetz & Lehn, 1985).

La première argumentation est celle fondée sur le monitoring du dirigeant et le rôle disciplinaire joué par les actionnaires de contrôle externes qui favoriseraient la performance des entreprises (Kaplan & Minton, 1994 ; Morck, Nakamura & Shivdasani, 2000 ; Gorton & Smid, 2000 ; Chen, 2001 ; Wiwattanakantung, 2001). Ce rôle disciplinaire serait d'autant plus renforcé dans le cadre des structures actionnariales dominées par les investisseurs institutionnels (Agrawal & Mandelker, 1990 ; Jiang & Habib, 2009). Ce type d'actionnariat est particulièrement exigeant en termes d'informations financières de qualité (Healy et al., 1999 ; Bushee & Noe, 2000). Les études de Khodadadi et al. (2010), et Ben Ayed-Koubaa (2011) mettent d'ailleurs en évidence une liaison positive entre le pourcentage de détention du capital aux mains d'investisseurs institutionnels et la qualité de la divulgation d'informations financières.

H2. Les entreprises à actionnariat concentré aux mains d'investisseurs institutionnels présentent une communication financière de qualité.

A l'inverse, la meilleure connaissance supposée des activités de l'entreprise par l'actionnariat familial tend à aller de pair avec un besoin d'information de qualité plus faible. Par ailleurs, plusieurs études ont montré que les intérêts des minoritaires étaient mieux protégés au sein des entreprises familiales du fait de la présence de la famille au sein du capital et de la direction de l'entreprise. Il y aurait donc au sein de ces entreprises une plus faible propension à diffuser de l'information financière comme le confirment Ben Ali & Gettler-Summa, 2006; Barredy & Darras, 2008 ; Amal & Faten, 2010. Cet argument s'oppose à celui mis en avant par Ali, Chen & Radhakishnan (2007) selon lequel les conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires seraient plus sévères au sein des entreprises familiales du S&P 500 qu'au sein des entreprises non familiales. Ces conflits d'agence inciteraient dès lors les majoritaires à entretenir l'asymétrie informationnelle entre leur bloc de contrôle et l'actionnariat minoritaire en contrôlant la divulgation d'informations de la société.

H3. Les entreprises à actionnariat concentré aux mains d'une famille présentent une communication financière de faible qualité.

L'impact de la structure de propriété sur la qualité de la communication financière est renforcé par le fait qu'au sein des entreprises à actionnariat fortement dilué, le risque

d'éviction des dirigeants est accru et renforcé par d'éventuelles mauvaises performances de l'entreprise (Labelle & Schatt, 2005). Ces mauvaises performances¹ peuvent, en effet, favoriser les prises de contrôle dans lesquelles le taux de remplacement des dirigeants est élevé (Martin & Mc Connell, 1991). A cet égard, Levant (2000) note que dans 60% des cas d'acquisitions stratégiques, le dirigeant est remplacé l'année suivant la prise de contrôle.

Les conflits entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires seraient également moins sévères dans le cas des entreprises performantes car la performance de l'entreprise pourrait être perçue comme un mécanisme de résolution des conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires (Charlier & Lambert, 2013).

Par ailleurs, il y aurait au sein des entreprises détenues par des actionnaires de contrôle externes une probabilité plus élevée de rotation des dirigeants dans le contexte d'une faible performance (Denis et al., 1997). La qualité de l'information jouerait, dans un tel contexte, un rôle crucial. Grâce à une information de qualité, le dirigeant pourrait tenter de se dédouaner de ses mauvaises performances afin d'éviter son éviction.

Ha. Les entreprises plus performantes présentent une communication financière de qualité.

Par ailleurs, l'influence de la taille de l'entreprise sur le niveau de diffusion d'information financière fait presque l'unanimité au sein de la communauté scientifique (Craven & Martson, 1999 ; Asbaugh, Johnstone & Warfield, 1999; Ho & Wong, 2001; Larran & Giner, 2002; Bonson & Escobar, 2002; Debreceny, Gray & Rahman, 2002; Ettredge, Richardson & Scholz, 2002; Oyelere, Laswad & Fisher, 2003 ; Rodriguez & Menezes, 2003; Mendes-da-Silva & Christensen, 2004; Bollen, Hassink & Bozic, 2006; Andrikopoulos & Diakidis, 2007; Almilia, 2009a et b ; Pozniak & Croquet, 2011; Pozniak, 2013). Plusieurs raisons sont mises en avant :

- L'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires est plus importante dans les grandes entreprises. Dès lors, ces entreprises supportent des coûts d'agence supérieurs. Afin de réduire l'asymétrie informationnelle et les coûts d'agence, les plus grandes entreprises ont une meilleure divulgation de l'information financière.
- Plus visibles publiquement et plus susceptibles d'attirer l'attention des autorités, les grandes entreprises sont plus incitées à diffuser davantage d'information financière afin de soigner leur réputation et leur image.
- Disposant d'un système d'information plus développé que les petites entreprises, la production et la communication d'information représentent un coût inférieur pour les grandes entreprises.

Hb. Les grandes entreprises présentent une communication financière de qualité.

Plusieurs recherches empiriques ont tenté de mettre en exergue le rôle joué par l'endettement de l'entreprise sur son niveau de communication financière. La plupart de ces travaux (Debreceny, Gray & Rahman, 2002 ; Oyelere, Laswad & Fisher, 2003 ; Laswad, Fisher & Oyelere, 2005 ; Andrikopoulos & Diakidis, 2007 ; Almilia, 2009a) suppose un lien positif entre l'endettement et le niveau de diffusion d'information financière sur l'Internet. Les auteurs mobilisent la théorie d'agence pour justifier cette hypothèse : l'accroissement des dettes va de pair avec l'accroissement des conflits d'agence entre actionnaires et créanciers.

¹ Les mauvaises performances des entreprises sont l'une des caractéristiques récurrentes dans la littérature concernant les caractéristiques des entreprises cibles (Dumontier et al., 1989 ; Heldenbergh, 1999 ; Allani, 2005) sur les marchés français et belge.

Afin de rassurer ses créanciers sur sa capacité à payer ses dettes, l'entreprise endettée tendra à communiquer volontairement davantage d'informations aux parties prenantes de l'entreprise afin de réduire l'asymétrie informationnelle.

Hc. Les entreprises plus endettées présentent une communication financière de qualité.

3. Méthodologies et données

Dans cette section, nous présenterons tout d'abord l'échantillon sur lequel porte notre étude.

Ensuite, nous développerons les éléments permettant d'évaluer la qualité de la communication financière qui ont permis la construction de notre grille d'analyse des rapports annuels.

Notre méthode d'attribution d'un scoring sera précisée ainsi que la manière dont ce score nous permettra de classer notre échantillon en deux groupes : les entreprises de communication financière de qualité et les autres.

Finalement, le modèle Logit mobilisé sera exposé et les variables explicatives seront définies.

3.1 Echantillon

Soixante-huit entreprises sont concernées par cette étude. Il s'agit des entreprises belges cotées sur la place boursière de Bruxelles du NYSE Euronext appartenant aux compartiments A et C². Le choix de se focaliser sur ces deux types d'entreprises permettra également d'appréhender l'effet de la taille de la société sur la qualité de l'information financière. La proxy de la taille est naturellement la capitalisation boursière puisque les entreprises cotées sur le compartiment A sont les entreprises dont la capitalisation boursière dépasse le milliard d'euros tandis que celles cotées sur le compartiment C sont celles dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros. Ainsi, 47 entreprises belges se situent dans ce compartiment A et 21 entreprises belges dans le compartiment C.

3.2 Evaluation de la qualité de la communication financière

L'étude de la qualité de l'information et essentiellement de l'information financière n'est pas un sujet récent puisque l'une des premières études réalisées sur le sujet est celle de Cerf (1961). Cependant, Ben Ayed-Koubaa (2011) souligne la rareté des définitions de la qualité de l'information et le fait que celle-ci rend difficile l'évaluation de cette qualité. D'après Michaïlesco (1999), pour être de qualité, une information se doit d'être sincère, de valeur et intelligible. Pour sa part, Bertrand (2000) définit la qualité de l'information à travers la rencontre de trois critères : la complétude, la précision et la fiabilité.

De nombreux auteurs appréhendent cependant la qualité de l'information via l'étendue de la diffusion de l'information volontaire. Il existe ainsi une très large littérature consacrée à

² A notre connaissance, aucune étude empirique portant sur la relation entre la structure de propriété et la qualité de la communication financière n'a été menée sur les entreprises belges cotées sur l'Euronext Bruxelles.

l'identification de la diffusion volontaire d'informations, et ce dans le but d'appréhender la qualité de l'information. Cette littérature peut être scindée en deux catégories d'études qui ont pour support principal de communication le rapport annuel des entreprises.

Tout d'abord, les études générales sur la publication volontaire d'informations. C'est dans cette catégorie d'études que l'on retrouve les travaux de Firth (1979), Mac Nally et al. (1982), Chow & Wong Boren (1987), Cooke (1989 et 1991), Meek et al. (1995), Raffournier (1995), Michailesco (1999), Depoers (1999), Ho & Wong (2001), Chau & Gray (2002), Ferguson et al. (2002), Akhtaruddin et al. (2009).

Ensuite, les études sur la publication de données sectorielles ou spécifiques de l'entreprise. Ainsi les travaux de Bradbury (1992), Mc Kinnon & Dalimunthe (1993), Mitchell et al. (1995), Scott (1994), Entwistle (1999) ou encore ceux de Stolowy & Ding (2003) figurent dans cette seconde catégorie d'études.

Les méthodologies utilisées dans chacune de ces catégories de recherche sont sensiblement identiques puisque les niveaux de publication volontaire sont appréhendés via un dénombrement a posteriori de données de nature qualitative et quantitative ou via la constitution d'un score de publication ou d'un indice de publication volontaire construit en confrontant une liste d'items préétablie à la réalité des rapports annuels étudiés. L'étude de Gabteni (2011) recense historiquement les recherches antérieures fondées sur la détermination d'un score ou d'un indice de publication volontaire. Depoers (1999) identifie les 4 étapes successives menant à la construction d'un tel score.

Ainsi, la première étape consiste en l'identification du comportement étudié ; la deuxième étape passe par le recensement des obligations légales liées au comportement étudié ; la troisième étape réside en la construction d'une liste d'informations facultatives. Finalement, l'ultime étape avant l'obtention d'un score de publication pour chaque firme étudiée consiste en l'analyse du contenu des rapports annuels des firmes étudiées à l'aune de la grille d'items préétablie.

Ben Ayed-Koubaa (2011) souligne également l'existence d'évaluations de la qualité de l'information financière effectuée par des organismes indépendants. Ces évaluations passent également pour la plupart par la détermination d'un scoring. Trois types d'évaluation sont ainsi identifiés :

- les scores attribués par l' « Association for Investment Management and Research » (AIMR). Ces scores ont été utilisés comme mesures d'évaluation de la qualité de l'information financière dans plusieurs études (Lang & Lundholm, 1996 ; Sengupta, 1998 ; Healy et al., 1999 ; Bushee & Noé, 2000 ; Gelb, 2000 ; Botosan & Plumlee, 2002, . etc.)
- l'indice de transparence développé par le centre de recherche et d'analyses financières internationales utilisé notamment dans l'étude de Hope (2003).
- l'évaluation effectuée sur les sociétés du SBF120 par l'Institut de sondage Sofres en 2000 pour le compte de l'AGEFI et d'Euronext. Cette évaluation a été utilisée pour la

première fois comme proxy de la qualité de la communication financière en France par Labelle & Schatt (2005).

Par ailleurs, certains chercheurs privilégient des évaluations indirectes de la qualité de la communication financière fondées sur les prévisions des dirigeants (Ruland et al., 1990 ; Nagar et al., 2003 ; etc.) ou encore sur le nombre d'analystes financiers s'intéressant à l'entreprise (Ben Ali, 2007).

Finally, une mesure de la précision des prévisions des analystes financiers est utilisée depuis une dizaine d'années pour appréhender la qualité de la communication financière des entreprises (Alliouala & Laurin, 2002 ; Ben Ayed-Koubaa, 2011). Cette mesure permet d'appréhender l'erreur absolue de prévision du bénéfice par action réalisée par une entreprise durant une période de temps déterminée. Cette mesure prend notamment en considération la valeur médiane des estimations de prévisions effectuées par les analystes financiers durant le dernier mois précédant l'annonce du résultat (Lang & Lundholm, 1996 ; Gabteni, 2009 ; Ben Ayed-Koubaa, 2011).

L'évaluation de la publication volontaire à travers un scoring (ou la détermination d'un indice) de publication volontaire n'est évidemment pas exempt de critiques. En effet, scorer l'intensité avec laquelle les firmes communiquent des informations facultatives ne rendrait finalement que très peu compte du caractère pertinent et fiable de ces informations.

Néanmoins, il n'est certainement pas opportun pour des entreprises cotées de publier des informations qui s'avèreraient non crédibles, et ce sous peine de perdre la confiance de ses investisseurs et créanciers. D'après Ben Ayed-Koubaa (2011), la mesure de la précision des prévisions des analystes financiers serait une meilleure mesure de la qualité de l'information que les mesures issues d'un quelconque scoring. Cependant, étant donné la potentielle hétérogénéité des prévisions du bénéfice par actions pour une entreprise donnée, nous pouvons nous demander si cette mesure de l'erreur absolue de prévisions des analystes financiers est forcément le signal d'une mauvaise qualité de l'information émanant des entreprises. En outre, plusieurs rapports d'expertise établissent notamment des recommandations aux entreprises en matière de communication financière.

La qualité de la communication financière sera appréhendée dans le cadre de cette recherche par un scoring fondé sur une grille d'analyse de 40 items. La constitution de cette grille se base sur les travaux de Botosan (1997), Robb et al. (2001), Beattie & Pratt (2002), Vanstraelen et al. (2003) et Beattie et al. (2004) qui ont développé antérieurement des grilles d'évaluation assez similaires en s'inspirant principalement du rapport du comité Jenkins. Ce comité, créé en 1991 par l'American Institute of Certified Public Accountants, a été chargé de travailler sur la pertinence et l'utilité de la communication financière des entreprises. Ce rapport propose des recommandations afin d'améliorer la qualité de la communication financière des entreprises (Robb et al., 2001). Il constitue un fondement dans ce domaine et il a influencé, et influence toujours, très largement les recherches effectuées en matière de communication financière (Beattie et al., 2004).

Tableau 3 – Grille d’analyse des rapports annuels

1) Informations financières et non financières	
a. Financières	
1	Le return on assets (ROA)
2	Le return on equity (ROE)
3	Le tableau de cash-flow
4	Les dépenses en investissement
5	Le fonds de roulement
6	L’earnings per share (EPS)
7	La capitalisation boursière
b. Non financières	
8	Nombre de travailleurs
9	Rémunération par travailleur
10	Parts de marché de l’entreprise
11	Nombre d’unités vendues
12	Prix de vente par unité
13	Satisfaction des clients
2) Analyses de la direction concernant les informations financières et non financières	
14	Variation des ventes
15	Variation du résultat d’exploitation
16	Variation des charges / produits financiers
17	Variation du résultat net
18	Variation des créances
19	Variation des dépenses en investissement
20	Variation des parts de marché
3) Informations prospectives	
21	Prévision sur les parts de marché futures
22	Prévision sur le cash-flow futur
23	Prévisions sur les investissements futurs
24	Prévisions sur les ventes futures
25	Prévision sur le profit futur
26	Prévisions sur les risques futurs
27	Prévisions sur les opportunités futures
28	Raisons de la différence entre les résultats réels actuels et les prévisions faites précédemment
4) Informations sur les dirigeants et les actionnaires	
29	Identité et description des dirigeants
30	Identité des principaux actionnaires et le nombre d’actions qu’ils détiennent
31	Le nombre d’actions détenues par les dirigeants

32	Le nombre d'actions détenues par les employés
33	Informations sur la rémunération des dirigeants et sur la manière de la calculer
5) Informations sur l'environnement de l'entreprise	
34	Description de l'entreprise
35	Objectifs de l'entreprise
36	Informations sur les concurrents
37	Informations sur les barrières à l'entrée
38	Informations sur les principaux produits / services
39	Informations sur le(s) marché(s) où l'entreprise est active
40	Informations sur les contrats avec les principaux clients

La méthode employée pour évaluer la qualité de la communication financière via la grille d'évaluation consiste à attribuer à chaque item 0 point s'il n'est pas présent dans le rapport annuel, 1 point s'il est juste mentionné et 2 points si l'item est discuté en détails. Puisque 40 items sont présents dans la grille d'évaluation utilisée, le score de communication financière varie entre 0 au minimum et 80 au maximum.

Le support de communication financière étudié dans le cadre de cette recherche est le rapport annuel 2011, disponible sur le site Internet de chacune des entreprises. Bertrand (2000) estime que le choix du rapport annuel comme support privilégié d'évaluation de la qualité et de l'étendue de la diffusion des informations financières peut s'expliquer par trois raisons : la primauté du rapport comme source privilégiée d'informations des investisseurs professionnels et des analystes financiers, la cohérence entre les différents supports de communication financière et le rapport, la facilité d'accès du document.

Hail (2002) souligne la réelle difficulté liée à l'exercice d'évaluation de la communication financière sur la base d'une grille d'analyse étant donné que le score final va fortement dépendre de la perception individuelle de l'évaluateur. Pour limiter les fluctuations des scores en fonction des perceptions propres à chacun des auteurs, un seul auteur s'est focalisé sur l'analyse des 68 rapports annuels des sociétés concernées. De plus, un test de fiabilité (voir Hassan & Marston, 2010) a été réalisé afin de vérifier la relative stabilité des résultats obtenus. Ce test a pris la forme d'un test de stabilité mené sur 3 des 68 rapports choisis au hasard quelques semaines après le début de l'analyse des rapports annuels afin. Les résultats de ce test se sont avérés tout à fait satisfaisants en montrant une réelle stabilité du score obtenu par l'évaluateur.

Le tableau ci-dessous présente les scores moyens de communication financière obtenus sur l'ensemble de l'échantillon puis en scindant l'échantillon en fonction de la taille des entreprises.

Tableau 4 – Scores moyens de communication financière

	Score moyen (écart type)	Score max.	Score min.
Blue chips 21 entreprises	39.05 (13.21)	54	12
Small caps	32.49	51	8

47 entreprises	(10.70)		
Echantillon total 68 entreprises	34.51 (11.83)	54	8

Plusieurs remarques peuvent émerger à la lecture de ce tableau. La première concerne le faible score moyen de communication financière. Celui-ci n'atteint que 43.14% du total des points disponibles sur la base de la grille d'analyse (40 items avec potentiellement 2 points par item). La deuxième remarque concerne les scores moyens légèrement supérieurs des entreprises belges appartenant au compartiment A du NYSE Euronext Bruxelles. Il est également à souligner que les scores minimum et maximum les plus élevés se retrouvent également au sein des entreprises de grande capitalisation.

Le tableau suivant présente, quant à lui, un découpage de l'échantillon en fonction du score moyen de communication financière et en fonction de la taille des entreprises.

Tableau 5 – Classification des entreprises en fonction du score moyen de communication financière

Répartition des entreprises en fonction du score moyen	Nombre total d'entreprises	Nombre total d'entreprises réparties en fonction de la taille	Pourcentage d'entreprises de taille X par rapport au total d'entreprises de taille X
Score individuel < 34.51 points	29 entreprises (42.65%)	5 blue chips	23.81%
		24 small caps	51.06%
Score individuel > 34.51 points	39 entreprises (57,35%)	16 blue chips	76.19%
		23 small caps	48.94%

Lorsque l'échantillon est découpé en fonction du score moyen de communication financière, on remarque que plus de la moitié des entreprises de l'échantillon présentent un score individuel supérieur au score moyen de communication financière de 34.51 points. Par ailleurs, plus de 75% des blue chips de l'échantillon total appartient à cette catégorie d'entreprises présentant une meilleure qualité de communication financière que la moyenne des entreprises de l'échantillon. Ce constat plaide en faveur d'un effet de la taille de l'entreprise sur la qualité de sa communication financière. Cet effet sera testé dans la suite de cette recherche.

3.3 Le modèle empirique

Pour tester les hypothèses mentionnées ci-avant concernant le lien entre la qualité de la communication financière et la structure de propriété des entreprises belges cotées sur le NYSE Euronext Bruxelles (compartiment A et B), le choix empirique s'est porté sur un modèle de type Logit. Celui-ci permet de régresser la probabilité que les entreprises présentent un score individuel de communication financière supérieure à la moyenne sur un ensemble de variables explicatives identifiées dans la littérature. A la différence du modèle de type Probit, le modèle de régression binomiale Logit ne suppose pas la distribution normale des résidus (Evrard, Pras & Roux, 2009). Le but de cette régression est de pouvoir caractériser les individus présents dans un groupe particulier en fonction d'un vecteur de facteurs explicatifs. Dans le cadre de cette recherche, les deux groupes considérés sont, d'une part, les

entreprises présentant un score de communication financière supérieur au score moyen de 34.51 points (catégorie : qualité supérieure de communication financière), et, d'autre part, celles présentant un score inférieur à cette moyenne (catégorie : qualité inférieure de communication financière). Notons qu'une découpe de l'échantillon à partir du score médian a été également envisagée. Toutefois, étant donné que la médiane du score de communication financière calculée sur l'ensemble de l'échantillon (37.5 points) est fort proche de la moyenne de ce score (34.51 points), seulement deux entreprises de l'échantillon se retrouvaient dans des regroupements différents en fonction de l'indicateur de scission de notre échantillon. Les résultats finaux n'ont dès lors pas été impactés par ce choix.

A cet égard et à l'instar des études antérieures, nous avons finalement choisi de travailler sur la base du score moyen de communication financière.

Le modèle général testé prend donc la forme suivante : $P = P(Y=1/X_1, \dots, X_p)$ où :

- Y est la variable à expliquer c'est-à-dire la probabilité que la communication financière soit de bonne qualité ;
- X_1, \dots, X_p représente l'ensemble de P variables explicatives.

Le tableau suivant présente la définition des variables de structure actionnariale retenues qui nous permettront de tester les hypothèses ainsi que les variables de contrôle qui peuvent potentiellement influencer la relation entre la structure actionnariale et le score de communication financière.

Tableau 6 – Définitions et mesures des variables

Variables	Définition	Mesures
SCOREB	Score de communication	Variable binaire prenant la valeur 1 si le score de communication financière est supérieur au score moyen de 34,5 et 0 autrement
flottant	Dispersion du capital	Pourcentage d'actions aux mains du public
InvestInst	Concentration du capital	Pourcentage cumulé des participations détenues par les investisseurs institutionnels
FamilleB		Variable binaire prenant la valeur 1 si le pourcentage de détention du capital aux mains d'une famille est supérieur à 25% et 0 autrement
ROE	Performance	ROE = (cash flow) / Capitaux propres
TAILLE	Taille	Logarithme naturel de la capitalisation boursière
Endettement	Endettement	Ratio : Dettes totales / total actif

4. Les résultats

Le premier modèle teste la relation entre la dilution du capital de l'entreprise et la probabilité que la communication financière soit de qualité. Le tableau présente les résultats de ce modèle³.

Tableau 7 – Modèle Logit 1 : Dilution du capital et qualité de la communication financière

Iteration 0:	log pseudolikelihood =	-44.676912				
Iteration 1:	log pseudolikelihood =	-37.722786				
Iteration 2:	log pseudolikelihood =	-37.267839				
Iteration 3:	log pseudolikelihood =	-37.261762				
Iteration 4:	log pseudolikelihood =	-37.26176				
Logistic regression		Number of obs = 65				
		wald chi2(4) = 11.83				
		Prob > chi2 = 0.0187				
Log pseudolikelihood = -37.26176		Pseudo R2 = 0.1660				
SCOREB	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interva]	
flottant	-0.0077567	.0106639	-0.73	0.467	-0.0286577	.0131442
endettement	.0275466	.0114351	2.41	0.016	.0051342	.049959
ROE	-.0068546	.0114926	-0.60	0.551	-.0293797	.0156704
TAILLE	.3098301	.1403957	2.21	0.027	.0346596	.5850005
_cons	-3.998183	1.534474	-2.61	0.009	-7.005696	-.9906692

Au seuil de significativité statistique de 5%, le modèle s'avère globalement significatif. Lorsque l'on s'intéresse aux différentes variables explicatives du modèle, on constate que la variable « flottant » appréhendant la dilution du capital des entreprises belges cotées sur le Nyse Euronext n'est pas statistiquement significative. Cette variable ne servirait pas à discriminer la qualité de la communication financière de ces entreprises. Dès lors, l'hypothèse 1 ne peut pas être validée. Par contre, il apparaît que les variables « endettement » et «TAILLE » sont statistiquement significatives à un seuil de 5%. Ce constat irait dans le sens d'une probabilité plus grande pour une entreprise endettée et de grande taille de présenter une communication financière de meilleure qualité. Ces résultats valident les hypothèses b et c émises précédemment et sont conformes aux résultats obtenus par Debreceeny, Gray & Rahman, 2002 ; Oyelere, Laswad & Fisher, 2003 ; Laswad, Fisher & Oyelere, 2005 ; Andrikopoulos & Diakidis, 2007 ; Almlia, 2009a pour l'endettement et par Craven & Martson, 1999 ; Asbaugh, Johnstone & Warfield, 1999; Ho & Wong, 2001; Larran & Giner, 2002; Bonson & Escobar, 2002; Debreceeny, Gray & Rahman, 2002; Ettredge, Richardson & Scholz, 2002; Oyelere, Laswad & Fisher, 2003 ; Rodriguez & Menezes, 2003; Mendes-da-Silva & Christensen, 2004; Bollen, Hassink & Bozic, 2006; Andrikopoulos & Diakidis, 2007; Almlia, 2009a et b pour la taille.

Le deuxième modèle teste, quant à lui, la relation entre la concentration du capital aux mains de familles et d'investisseurs institutionnels sur la qualité de la communication financière.

³ Les régressions logistiques proposées ici portent sur 65 entreprises et non 68 étant donné la perte d'informations quantitatives pour 3 d'entre elles.

Tableau 8- Modèle Logit 2: Concentration du capital et qualité de la communication financière

```
. logit SCOREB investinst familleb endettement ROE TAILLE, robust
Iteration 0: log pseudolikelihood = -44.676912
Iteration 1: log pseudolikelihood = -32.129004
Iteration 2: log pseudolikelihood = -31.018735
Iteration 3: log pseudolikelihood = -30.96215
Iteration 4: log pseudolikelihood = -30.961915

Logistic regression      Number of obs   =      65
                        Wald chi2(5)         =     16.84
                        Prob > chi2        =     0.0048
Log pseudolikelihood = -30.961915      Pseudo R2       =     0.3070
```

SCOREB	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
investinst	.039338	.0191559	2.05	0.040	.001793	.0768829
familleb	2.456513	.7546758	3.26	0.001	.9773759	3.935651
endettement	.036792	.0136347	2.70	0.007	.0100685	.0635155
ROE	-.0040015	.0093423	-0.43	0.668	-.022312	.014309
TAILLE	.2507048	.1345616	1.86	0.062	-.013031	.5144406
_cons	-5.274659	1.957313	-2.69	0.007	-9.110923	-1.438395

Au seuil de significativité statistique de 1%, le modèle apparaît comme globalement significatif. De plus, à ce même seuil, les variables appréhendant la concentration du capital des entreprises « famille » et « investinst » sont statistiquement significatives. Ainsi, la probabilité que la communication financière soit de meilleure qualité est plus élevée lorsque l'entreprise est familiale. Il semblerait également qu'au plus les investisseurs institutionnels détiennent des parts dans l'entreprise au plus la probabilité que la communication financière soit de meilleure qualité est élevée. Ce résultat est conforme à celui obtenu par Burako (2007), Khodadadi et al. (2010), et Ben Ayed-Koubaa (2011). Les investisseurs institutionnels présents dans le capital des entreprises belges cotées seraient donc avides d'une information financière de qualité. L'hypothèse 2 de recherche est donc validée.

Par contre en ce qui concerne la relation entre le caractère familial de l'actionariat des sociétés belges cotées sur le NYSE Euronext et la qualité de la communication financière, les résultats empiriques vont à l'encontre de la troisième hypothèse de recherche et des résultats obtenus précédemment par Ben ali & Gettler-Summa (2006), Barredy & Darras (2008) et Amal & Faten (2010). En effet, il apparaît que le caractère familial des entreprises de l'échantillon semble jouer en faveur d'une communication financière de meilleure qualité. Ce constat empirique peut s'expliquer par la présence de moins d'items de la grille d'analyse dans les rapports annuels étudiés mais mieux développés. Ces informations détaillées permettent donc l'octroi de points supplémentaires. Donc ces entreprises communiqueraient moins d'informations mais davantage explicitées. Ce résultat ne peut malheureusement pas servir à évaluer les conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires au sein de ces entreprises familiales. Cependant, il ne semblerait pas que les entreprises familiales de notre échantillon se dispensent de soigner la qualité de l'information financière au sein de leur rapport annuel.

Notons qu'il est impossible de valider ou d'infirmer l'hypothèse a concernant la relation positive entre la performance de l'entreprise et la qualité de sa communication financière étant donné le manque de significativité statistique de la variable « ROE ».

Pour compléter l'interprétation précédente, la matrice de confusion a été élaborée à partir des variables explicatives du deuxième modèle testé. Les résultats de cette matrice permettent de

valider la discrimination de la qualité de la communication financière. Le tableau présente cette matrice de confusion.

Tableau 9 – Matrice de confusion

True SCOREB	Classified		Total
	0	1	
0	23 79.31	6 20.69	29 100.00
1	9 25.00	27 75.00	36 100.00
Total	32 49.23	33 50.77	65 100.00

Grâce à cette matrice, nous pouvons relever que seules 15 entreprises apparaissent comme mal classifiées sur la base des variables discriminantes insérées dans le modèle logit. Cela signifie que pour 77% des entreprises de l'échantillon, il existe une concordance entre la classification théorique fondée sur le modèle logit et la classification observée lors de l'analyse des rapports annuels. Ce pourcentage d'entreprises bien classées est tout à fait acceptable et valide la capacité discriminante des variables explicatives.

5. Conclusion

L'objectif de cette recherche consistait à appréhender la qualité de la communication financière des blue chips et des small caps belges cotées sur le marché réglementé de la place de Bruxelles et d'identifier les variables de propriété qui influent sur cette qualité. La propriété de ces entreprises a donc été étudiée sous deux angles distincts, le niveau de dilution et le niveau de concentration du capital, en tenant compte des variables de contrôle classiques que sont le niveau d'endettement, la performance financière et la taille des entreprises. Il est apparu que les entreprises belges cotées sur la place de Bruxelles ont une plus forte probabilité de présenter une communication financière de qualité au sein de leur rapport annuel si :

- elles présentent une capitalisation boursière importante ;
- elles présentent un niveau d'endettement important ;
- la part de capital cumulée aux mains des investisseurs institutionnels est importante ;
- elle peut être qualifiée d'entreprise familiale.

Les entreprises sont ainsi d'autant plus incitées à produire une information financière de qualité que leur taille est importante. Grâce à la qualité de leur communication financière, elles peuvent réduire les coûts d'agence liés à l'asymétrie informationnelle existante entre leur dirigeant et leurs actionnaires. Par ailleurs, la visibilité qu'elles engendrent à cause de leur grande taille peut les inciter également à soigner la qualité de leur communication financière. L'incitation à produire une information financière de qualité serait également importante au sein des entreprises endettées. Ici aussi, la théorie de l'Agence peut expliciter ce phénomène étant donné que la qualité de l'information financière communiquée par les entreprises endettées serait un moyen de réduire les conflits d'agence entre leurs actionnaires et leurs créanciers. Au niveau de la structure de propriété, cette recherche montre que la part de capital détenue par des investisseurs institutionnels influence positivement la qualité de la

communication financière des entreprises belges cotées sur le marché belge. Ce résultat confirme le fait que ces investisseurs institutionnels sont des acteurs économiques avides d'une information de qualité. Finalement, et contrairement à nos attentes, le caractère familial de ces entreprises les incite également à produire une information financière de qualité.

L'originalité de cette étude est double puisqu'elle s'intéresse aux blue chips et small caps belges du marché réglementé de Bruxelles alors que le plus grand nombre de recherche dans ce domaine s'intéresse plus spécifiquement aux marchés belges non réglementés (Pozniak & Croquet, 2011). Ensuite, la manière d'appréhender la qualité de la communication financière est également originale car elle réside non pas dans l'utilisation d'une grille d'analyse de contenu des rapports mais bel et bien dans les pondérations utilisées.

L'approche méthodologique utilisée dans le cadre de cette recherche peut bien entendu être soumise à un ensemble de critiques. Citons tout d'abord l'utilisation d'une grille d'analyse de contenu pour aborder la qualité de l'information financière et le choix d'une pondération différente en fonction ou non du développement de l'item dans ces rapports annuels.

La relative subjectivité de l'analyse de contenu, malgré le test de fiabilité réalisé, peut également être une critique à l'encontre de notre démarche méthodologique. Toutefois, certains des éléments mis en évidence dans cette recherche peuvent nous convaincre de mener des recherches complémentaires. Ainsi, la relation positive entre le caractère familial de la société et la qualité de la communication financière mériterait d'être approfondie notamment en élargissant notre échantillon aux mid caps belges.

6. Bibliographie

6.1 Articles

Agrawal, A., & Mandelker, G. (1990), « Large Shareholders and the Monitoring of Managers, the Case of Antitakeover Charter Amendments. », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 25, n°2, pp. 143-167

Akhtaruddin, M., Hossain, M.A., Hossain, M., & Yao, L. (2009), « Corporate governance and voluntary disclosure in corporate annual reports of Malaysian listed firms », *Jamar*, 7 (1), pp.1-19.

Ali, A., Chen, T.Y., & Radhakrishnan, S., (2007), « Corporate disclosures by family firms », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 44 (1/2), pp. 238-286.

Allioulla, S., & Laurin, C. (2002), « L'impact d'une nouvelle norme en matière d'informations sectorielles sur les prévisions des analystes financiers », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 8(1), pp. 69-88.

Ashbaugh, H., Johnstone, K. & Warfield, T. (1999), "Corporate reporting on the internet", *Accounting horizons*, vol.13, n° 3, September, pp. 241-257.

- Abdelsalam, O. H., Bryant, S. M. & Street, D. L. (2007), "An examination of the comprehensiveness of corporate internet reporting provided by London-listed companies", *Journal of International Accounting Research*, vol. 6, n° 2, 33 p.
- Almilia, L. (2009b), "Determining Factors of internet Financial Reporting in Indonesia", *Accounting & Taxation*, vol. 1, n° 1, pp. 87-99.
- Barredy, C. & Darras, N. (2008), « L'utilisation d'internet dans la communication auprès des actionnaires minoritaires dans les entreprises familiales cotées », *Journal des entreprises familiales*, vol.1, no.1, Hiver, pp. 41-68.
- Bollen, L., Hassink, H. & Bozic, G. (2006), "Measuring and explaining the quality of internet investor relations activities: a multinational empirical analysis", *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 7, pp. 273-298.
- Bonson, E. & Escobar, T. (2002), "A survey on voluntary disclosure on the internet: Empirical evidence from 300 European Union companies", *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 2, n° 1, pp. 27-51.
- Botosan, C.A., & Plumlee, M.A.(2002), « A Re-examination of disclosure quality and the expected cost of capital », *Journal of Accounting Research*, 40, pp ; 21-40.
- Bradbury, M.E. (1992), « Voluntary disclosure of financial segment data : New Zealand evidence », *Accounting and Finance*, 32, pp. 15-26.
- Bushee, B. & Noe, C. (2000), « Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility », *Journal of Accounting Research*, 38, pp. 171-202.
- Charlier P. & Lambert G. (2013), « Modes de gouvernance et performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence », *Finance, Contrôle et Stratégie*, 16(2).
- Chau, G.K, & Gray, S.J. (2002), « Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore », *The International Journal of Accounting*, 37(2), pp ; 247-265.
- Chen, J., (2001), « Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence from Chinese Listed Companies», *Economics of Planning*, 34, pp. 53-72.
- Chow, C.W., & Wong-Boren, A. (1987), « Voluntary financial disclosure by mexican corporations », *The Accounting Review*, 62(3), pp. 533-541.
- Cooke, T.E. (1989), « Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies », *Accounting and Business Research*, 74, pp. 113-124.
- Cooke, T.E. (1991), « An assessment of voluntary disclosure un the annual report of japanese corporations », *International Journal of Accounting*, 26, pp. 295-308.

- Craven, B.M. & Marston C.L. (1999), « Financial reporting on the internet by leading UK companies », *The European Accounting Review*, vol 8, n° 2, pp. 321-333.
- Debreceeny , R., Gray, G. & Rahman, A. (2002), “The determinants of internet financial reporting”, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, Issues 4-5, Winter, p. 371-394.
- Debreceeny, R. & Rahman, A. (2005), “Firm-specific determinants of continuous corporate disclosures”, *The International Journal of Accounting*, vol. 40, Issue 3, pp.249-278.
- Demsetz, H., & Lehn, K., (1985), «The structure of corporate ownership : causes and consequences», *Journal of Political Economy*, vol.93 (6), pp.1155-1177.
- Denis D.J., Denis, D.K., Sarin, A. (1997), « Ownership Structure and Top Executive Turnover», *Journal of Financial Economics*, vol. 45, p. 193-221.
- Dumontier, P., Brunet, J.M., Souton, M. (1989). « Les caractéristiques financières des sociétés françaises acquises par offre publique », *Economies et Sociétés*, 14, (4), pp.107-128.
- Entwistle, G.M. (1999), « Exploring the R&D disclosure environment », *Accounting Horizons*, 13 (4), pp. 353-385.
- Ettredge, M., Richardson, V. & Scholz, S. (2002), “Dissemination of information for investors at corporate web sites”, *Journal of Accounting and Public Policy*, no. 21, October, pp. 357-369.
- Ferguson, M.J., Lam, K.C., & Lee, G ;M. (2002), « Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong », *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(2), pp. 124-152.
- Firth, M., (1979), « The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports », *Accounting and Business Research*, 9 (36), pp. 273-280.
- Gelb, D., (2000), « Managerial Ownership and Accounting Disclosures: an Empirical Study», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 15, n° 2, p. 169-185.
- Gorton, G. & Schmid, F, (2000), «Universal Banking and the Performance of German Firms», *Journal of Financial Economics*, 58 (2000), 28-80.
- Hail, L. (2002), « The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms », *European Accounting Review*, 11 (4), Décembre, p741- 773.
- Healy, P., Hutton, A. & Palepu, K. (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure », *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), p485-520.

- Ho, S. & Wong, K. (2001), "A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 10, n° 2, pp. 139-156.
- Hope, O. (2003), « Firm-level Disclosures and the Relative Roles of Culture and Legal Origin», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14 (3), pp218-248.
- Jensen, M.C. & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp.305-360.
- Jiang, H., & Habib, A., (2009), «The impact of different type of ownership concentration on annual report voluntary disclosures in New Zealand», *Accounting Research Journal*, vol.22 (3), pp. 275-304.
- Kaplan, S. & Minton, B. (1994), « Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers." *Journal of Financial Economics*, 36 (1994), 225-257.
- Khodadadi, V., Khazami, S. & Aflatooni, A. (2010), «The effect of corporate governance structure on the extent of voluntary disclosure in Iran», *Business Intelligence Journal*, 3(2), pp. 151-164.
- Labelle, R., & Schatt, A. (2005), "Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n°3, septembre, p. 77-104.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1996), « Corporate disclosure policy and analysts », *The Accounting Review*, 71, pp. 467-492.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., & Vishny, R.W., (1998), « Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106 (1998), 1113-1155.
- Larran, M., & Giner, B. (2002), « The Use of the internet for Corporate Reporting by Spanish Companies", *The International Journal of Digital Accounting Research*, ISSN:1577-8517, vol. 2, n° 1, pp. 53-82.
- Levant, Y. (2000), « Typologie des systèmes de contrôle organisationnel et performance des opérations d'acquisition », *Revue Comptabilité-Contrôle-Audit*, tome 6, pp. 77 à 96.
- Martin, K. et McConnell, J. (1991), « Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover », *Journal of Finance*, vol. 46,n° 2, p. 671-687.
- Mc Kinnon, J.L. & Dalimunthe, L. (1993), « Voluntary disclosure of segment information by australian diversified companies », *Accounting and Finance*, 33, pp. 33-50.
- Mc Nally G.M., Eng, L. & Hasseldine, C. (1982), « Corporate Financial Reporting in New Zealand : An analysis of user preferences, corporate characteristics listed on the London Stock Exchange », *Journal of International Business Studies*, 20 (2), pp. 315-336.

- 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*, 26 (3), pp. 555-572.
- Michaïlesco, C. (1999), « Une étude empirique des déterminants de la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises au cours de la période 1991-1995 », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 5(1), pp. 83-108.
- Mitchell, J.D., Chia, C., & Loh, A. (1995), « Voluntary disclosure of segment information : further australian evidence », *Accounting and Finance*, 35, pp. 1-15.
- Morck, R., Nakamura & Shivdasani, A. (2000), « Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan », *Journal of Business*, 73, 539-567.
- Nagar, V., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003), « Discretionary Disclosure and stock-based incentives », *Journal of Accounting and Economics*, 34, pp. 283-309.
- Oyelere, P., Laswad, F. & Fisher, R. (2003), “Determinants of internet Financial Reporting by New Zealand Companies”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 14, n° 1, pp. 26-63.
- Pozniak, L. & Croquet, M. (2011), « Analyse des déterminants de la communication financière sur l'Internet. Le cas des Marchés non réglementés de la Bourse de Bruxelles », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 24, n° 3, pp. 329-344.
- Pozniak, L. (2010), “Financial Communication on the Web - Evidence from Belgium”, *Accounting & Taxation*, vol. 1, n° 2, pp. 47-58.
- Pozniak, L. (2013), « Internet Financial Communication. Evidence from unregulated markets in Brussels and Paris », *International Journal of Business and Finance Research*, vol.7, n° 5, pp. 107-122.
- Raffournier, B., (1995), « The determinants of voluntary disclosure by swiss listed companies », *The European Accounting Review*, 4(2), pp. 261-280.
- Robb, S., Single, L., & Zarzeski, M. (2001), « Non-financial Disclosures across Anglo- American Countries », *Journal of International Accounting*, 10 (1), p71–83.
- Rodriguez, L. & Menezes, C. (2003), “Financial reporting on the internet. The Portuguese case”, *RAE Electronica*, vol. 2, n° 2, 22p.
- Ruland, W., Tung, S., & George, N.E. (1990), « Factors associated with the disclosure forecasts », *The Accounting Review*, 65, pp. 710-724.
- Sengupta, P. (1998), « Corporate disclosure quality and the cost of debt », *The Accounting Review*, 73, pp. 459-474.

Scott, T.W. (1994), « Incentives and disincentives for financial disclosure : voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by canadian firms », *The Accounting Review*, 69(1), pp. 26-43.

Stolowy, H., & Ding, Y. (2003), « Les facteurs déterminants de la stratégie des groupes français en matière de communication sur leurs activités de recherche et développement », *Finance Contrôle Stratégie*, Mars, pp. 39-62.

Vanstraelen, A., Zarzeski, M., & Robb, S. (2003), « Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries », *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14 (3), p249-278.

6.2 Thèses

Allani, G. (2005). *Les motivations des prises de contrôle : le cas des acquisitions par offre publique en France*. Doctorat en sciences de gestion, Grenoble : Université Pierre Mendès-France.

Depoers, F. (1999), « Contribution à l'analyse des déterminants de l'offre volontaire d'information des sociétés cotées », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Paris Dauphine.

Heldenbergh, A. (1999), « Les motivations et l'efficacité des opérations stratégiques d'OPA sur le marché belge », Thèse de doctorat, Université de Mons-Hainaut, 475 pages.

Ledentu, F. (2008), « Système de gouvernance d'entreprise et présence d'actionnaires de contrôle. Le cas suisse », Thèse de doctorat, Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg, 199 pages.

6.3 Cahiers de recherché, rapports et communications dans des congress

Amal, H., & Faten, L., (2010), « La transparence de l'entreprise et la structure de propriété : cas des entreprises françaises », *Actes du 31ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité*, p. 1-29.

Almilia, L. (2009a), "An Empirical Study of Factors Influencing internet Financial and Sustainability Reporting in Indonesia Stock Exchange", Working paper, 21 p. Available at http://www.afaanz.org/openconf/2009/modules/request.php?module=oc_program&action=view.php&id=158

Andrikopoulos, A. & Diakidis, N. (2007), "Financial reporting practices on the internet:the case of companies listed in the Cyprus stock exchange", Working paper, 22p

Bauweraerts, J. & Colot, O. (2013), « Second blockholder, institutional investors, family ownership and performance: An analysis on the French stock market », *IFERA Annual Conference*, 02-05 juillet 2013, St. Gallen, Suisse, 21 pages.

- Beattie, V., & Pratt, K. (2002), « Voluntary Annual Report Disclosures: What Users Want », Research Report, Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland
- Beattie, V., McInnes, W., & Fearnley, S. (2004), « A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes », *Accounting Forum*, 28 (3), p205–236
- Ben Ali, C. (2007), « Qualité de publication financière et gouvernance : cas du SBF 120 », Actes du 28ème Congrès AFC, Comptabilité et Environnement, Poitiers, pp.1-34.
- Ben Ali, C. & Gettler-Summa, M. (2006), “La communication financière et la structure de propriété: le cas français”, *Comptabilité, Contrôle, Audit et Institutions*, Association Francophone de Comptabilité, Conférence, halshs-00558437, version 1, Hammamet, Tunisie, 30 p.
- Ben Ayed-Koubaa, H. (2011), « Qualité de la communication financière au sujet des pratiques de gouvernance d’entreprise : cas du SBF 120 », Actes du 32ème Congrès de l’AFC, Comptabilités, économie et société, Montpellier, pp. 1-47.
- Bertrand F., (2000), « Les stratégies de communication financière des grandes des grandes sociétés françaises cotées : une étude empirique », Working paper, n°569, IAE, Aix en Provence, Centre d’Etudes et de Recherche sur les Organisations et la Gestion, pp. 1-28
- Denis, D.J., & McConnel J., (2003), « International Corporate Governance », Finance Working Paper, 05/2003, European Corporate Governance Institute, pp.1-62.
- Evrard, Y., Pras, B. & Roux, E. (2009), *Market. Fondements et méthodes des recherches en marketing*, Paris, DUNOD, 4ème édition, p. 703.
- Gabteni, H. (2011), « Construction d’un score de publication volontaire entendu comme une mesure de la communication financière en période pre/post IFRS », Actes du 32ème Congrès de l’AFC, Comptabilités, économie et société, Montpellier, pp. 1-39.
- Cerf, A.R. (1961), « Corporate Reporting and Investment Decision », Berkeley, Public Accounting Research Program, Institute of Business and Economic Research, University of California, 177 pages
- Hassan, O., & Marston, C. (2010), « Disclosure measurement in the empirical accounting literature: a review article », *Economics and Finance Working Paper Series*, September, Working Paper N° 10-18, p1-58.
- Mendes-da-Silva, W., and T. Christensen. (2004), “Determinants of voluntary disclosure of financial information on the internet by Brazilian firms" Available from World Wide Web: <http://ssm.com/abstract=638082>
- Paturel, R., Matoussi, H. & Jouini, S (2006) « Les motivations de la communication financière des entreprises françaises et britanniques à travers le web », 5ème Colloque International de la recherche en sciences de gestion, Hammamet, Tunisie, Mars.